

UNIVERSITY OF NICOSIA

**Αποτίμηση των Εξαγορών σε Συγγενικές ή Μη Συγγενικές
Βιομηχανίες και εξερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας στην Κύπρο**

Χρίστου Γ. Ιωάννου

DBA - Doctor of Business Administration

11/2022

**X
P
I
Σ
T
O
Σ**

**I
Ω
A
N
N
O
Υ**

NICOSIA

DBA

2021



UNIVERSITY of NICOSIA

**Αποτίμηση των Εξαγορών σε Συγγενικές ή Μη Συγγενικές
Βιομηχανίες και εξερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας στην Κύπρο**

του
Χρίστου Γ. Ιωάννου

Επιβλέποντες Καθηγητές
Δρ Πέτρος Λοής
Δρ Γιώργος Μακρυγιαννάκης
Δρ Ιφιγένεια Γεωργίου

Διδακτορική Διατριβή
που υποβλήθηκε στο Τμήμα School of Business του Πανεπιστημίου
Λευκωσίας στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων απόκτησης διδακτορικού
τίτλου στη Διοίκηση Επιχειρήσεων (DBA)

03/11/2022

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η αποτίμηση των εξαγορών και η εξερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας και κατ' επέκταση η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων, γεγονότα τα οποία επιτεύχθηκαν στην παρούσα έρευνα. Το μέσο της υποστήριξης του σκοπού επιτεύχθηκε διαμέσου της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και σύνδεσης πολλαπλών ποσοτικών μεθόδων αποτίμησης των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Κύπρο την περίοδο 1999 έως 2015, με επέκταση του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης των εξαγορών μέχρι το 2020, περίοδο η οποία κάλυψε και τη μετά-εξαγορά εποχή για να αποτιμηθεί το αποτέλεσμα. Η έρευνα κατέδειξε ότι η πλειοψηφία των εξαγορών απέτυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους και διαμέσου της χρήσης συνδυασμού πολλαπλών μεθόδων καταγράφηκαν τα ακόλουθα δεδομένα: (α) οι δείκτες απόδοσης ROA και ROE κατέδειξαν σημαντική επιδείνωση μετά την εξαγορά, (β) επιδείνωση των λογιστικών δεικτών οι οποίοι χρησιμοποιήθηκαν ως μεταβλητές ελέγχου, (γ) το ρίσκο αποτυχίας μετρούμενο μέσω του δείκτη του Μοντέλου Altman Z Score κατέδειξε επιδείνωση μεταξύ Y0 vs Y5 όπου ποσοστό της τάξης του 61% φέρει ρίσκο αποτυχίας στο Y5. Στην παρούσα έρευνα υιοθετήθηκαν εφαρμογές προς κάλυψη ερευνητικών κενών της διεθνούς βιβλιογραφίας σε πεδία εφαρμογής πολλαπλών ποσοτικών μεθόδων σε μακροχρόνια βάση και περαιτέρω εξερευνήθηκε το ρίσκο αποτυχίας σε βάθος πέντε ετών όπου ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε σε αυτό το πεδίο. Εφαρμόστηκαν τα ακόλουθα συγκεκριμένα πεδία: (α) καταγράφεται η αποτίμηση των εξαγορών σε βάθος χρόνου με βάση ανάλυσης το μοντέλο Altman Z Score, (β) ίσως για πρώτη φορά εφαρμόστηκε η χρήση της ολιστικής μεθόδου ανάλυσης του δείκτη Z Score, (γ) καταγράφεται ίσως για πρώτη φορά στις εξαγορές ότι ο δείκτης Z Score οδηγείται από τον δείκτη ρευστότητας κατά 85% και κατά δεύτερο λόγο από τον δείκτη χρέους κατά 70%, γεγονός στο οποίο υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι το ρίσκο αποτυχίας ή χρεοκοπίας οδηγείται κυρίως από τον δείκτη ρευστότητας όπου σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά Y1-Y5 ο διάμεσος είναι κάτω του ορίου ασφαλείας για να αυξηθεί το ρίσκο με την επιδείνωση του διάμεσου δείκτη χρέους στα έτη Y4 και Y5 και (δ) καταγράφεται για πρώτη φορά η ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας ως προς την καταγραφή του σημείου των κρίσιμων δεικτών ρευστότητας CR και χρέους DR σχετικά με την προοπτική μείωσης του ρίσκου αποτυχίας.

Λέξεις Κλειδιά: Εξαγορές Δημόσιων Εταιρειών, Altman Z Score, Μοντέλο Μεταβλητών, Ολιστική Μέθοδος, Ανάλυση Ευαισθησίας, Μοντέλο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Ε&Σ

Αφιέρωση

Στην οικογένεια μου που με ανέχτηκε καθ' όλη τη διάρκεια αυτής της διδακτορικής διατριβής γιατί όταν ξεκινάς ένα τέτοιο εγχείρημα που μόνο εύκολο δεν είναι, χρειάζεται να το πιστεύεις αλλά και να έχεις την υποστήριξη των δικών σου ανθρώπων. Τέλος δεν θα μπορούσα να μην αφιερώσω τη διατριβή στους επιβλέποντες καθηγητές δρα Πέτρο Λοή, δρα Γιώργο Μακρυγιαννάκη και δρα Ιφιγένεια Γεωργίου που χωρίς την αποτελεσματική συνεισφορά τους ως προς τις πολύ εύστοχες εισηγήσεις και την επιμονή τους δεν θα ήταν δυνατό να αποπερατωθεί η εν λόγω διατριβή με επιτυχία εκφράζοντας ένα μεγάλο «Respect!».



Ευχαριστίες

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή δρα Γιώργο Μακρυγιαννάκη για τη συνεργασία του, την αμέριστη συμπαράσταση και γενικά την όλη συνεισφορά του για την αποπεράτωση της παρούσας διατριβής όπως και στον δρα Πέτρο Λοή και τη δρα Ιφιγένεια Γεωργίου οι οποίοι ήταν πάντα παρόντες όταν χρειάστηκα τη βοήθεια τους. Επιπρόσθετα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή δρα Δημήτρη Βρόντη ο οποίος με ενθάρρυνε στο αρχικό στάδιο και ουδέποτε εφείσθη χρόνου για την έγκαιρη ενημέρωση στην όλη διαδικασία.

Ευχαριστίες θα ήταν άδικο να μην απευθύνω και στο άρτια καταρτισμένο εκπαιδευτικό προσωπικό του Πανεπιστημίου όπως και στον αξιότιμο πρώην Πρόεδρο του Πανεπιστημίου δρα Νίκο Περισιτιάνη όπως και τον οικονομικό διευθυντή κ. Γιώργο Σολέα για τη βοήθεια που μου προσέφεραν.

Με την ολοκλήρωση της διατριβής αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω όλους εκείνους τους «αφανείς ήρωες», οι οποίοι συνεισέφεραν με τον δικό τους τρόπο στην ολοκλήρωση της διατριβής, όπως τους συμμετέχοντες στο ερωτηματολόγιο και στις συνεντεύξεις, στους λειτουργούς του ΧΑΚ, καθώς και τον δρα Απόστολο Γ. Κουρουπάκη.

Δήλωση

Δηλώνω ότι η διατριβή πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τους κανονισμούς του Πανεπιστημίου Λευκωσίας και είναι προϊόν πρωτότυπου έργου, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά μέσω αναφορών, σημειώσεων ή άλλων δηλώσεων.

Υπογραφή



Ημερομηνία 30/10/2022


UNIVERSITY of NICOSIA

Περιεχόμενα

Σελίδα

Περίληψη	i
Αφιέρωση	ii
Ευχαριστίες	iii
Δήλωση	iv
Περιεχόμενα	v
Λίστα Γραφημάτων	xviii
Λίστα Πινάκων	xxi
Λίστα Παραρτημάτων	xxiv
Κατάλογος Συντομογραφιών και Συμβόλων	xxvi
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή	
1.0 Σκοπός	1
1.1 Στόχοι	2
1.2 Βιβλιογραφική Επισκόπηση	3
1.2.1 Σ&Ε σε Διεθνές Επίπεδο	3
1.2.2 Στρατηγικής Ανάπτυξης διαμέσου Ε&Σ σε Συγγενικό Τομέα	6
1.2.3 Στρατηγική Ανάπτυξης διαμέσου Ε&Σ σε Μη Συγγενικούς Τομείς	7
1.2.4 Ε&Σ σε Τοπικό Επίπεδο	7
1.2.5 Θεωρητικά Ζητήματα	8
1.3 Ανάπτυξη Ερευνητικών Υποθέσεων και Στόχων	9
1.4 Ερευνητική Σύνδεση Σκοπού, Στόχων και Μεθοδολογίας & Μεθόδων	10
1.5 Θεωρητικό Κενό	11
1.5.1 Σύνοψη Ερευνητικών Κενών	13
1.5.2 Κάλυψη Ερευνητικών Κενών στην Παρούσα Έρευνα	14
1.5.2.1 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού Εξέτασης Ρίσκου Αποτυχίας ή Χρεοκοπίας και απώλειας της αξίας των μετόχων	14
1.5.2.2 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού στην Υιοθέτηση Συνδυασμού Πολλαπλών Ποσοτικών Αναλύσεων	14
1.5.2.3 Ανάπτυξη Θεωρητικού Πλαισίου Επίβλεψης Απόδοσης Εξαγορασθείσας Εταιρείας Πορεία	15
1.6 Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι	16
1.6.1 Φιλοσοφία	16
1.6.2 Ερευνητική Μεθοδολογία	17

1.6.3 Ερευνητικές Μέθοδοι	18
1.6.4 Ερευνητικά Δεδομένα και Δείγμα	19
1.6.5 Ανάλυση Δεδομένων	19
1.7 Εμπειρικά Κεφάλαια Παρούσας Έρευνας	20
1.8 Συνοπτικά Αποτέλεσμα Παρούσας Έρευνας	21
1.8.1 Εξαγορές με εμπλοκή Οικογενειακών Εταιρειών/Τοπικό vs Διεθνές Περιβάλλον	21
1.8.2 Αιτίες Αποτυχίας των Εξαγορών	22
1.8.3 Χρηματοοικονομική Αποτίμηση των Εξαγορών	22
1.8.3.1 Μοντέλο Μεταβλητών (Απόδοση, Ρευστότητα, Χρέους, Κερδοφορία)	22
1.8.3.2 Μοντέλο Altman Z Score-Εκτίμηση Οικονομικής Ευρωστίας (Αύξηση/Μείωση ρίσκου αποτυχίας)	23
1.8.4 Διοικητική Αποτίμηση των Εξαγορών	24
1.8.5 Συνοπτικά αποτελέσματα Αποτίμησης της αποτυχίας των Εξαγορών	24
1.9 Συμβολή στην Θεωρία και Πρακτική	24
1.9.1 Συμβολή στην Θεωρία.....	25
1.9.2 Συμβολή στην Πρακτική	26
1.10 Αιτιολόγηση και Κίνητρο Παρούσας Έρευνας	27
1.11 Περιορισμοί της Έρευνας	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Θεωρία και Βιβλιογραφική Επισκόπηση	
2.0 Εισαγωγή	32
2.1 Θεωρία και Ορισμοί των όρων Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (Ε&Σ)	34
2.1.1 Βασική Θεωρία των Ε&Σ της Πρόσθετης Αξίας (Value Creation).....	34
2.1.2 Ορισμοί των όρων Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (Ε&Σ)	38
2.2 Στρατηγική Ανάπτυξης Διαμέσου Ε&Σ στο Παγκόσμιο Περιβάλλον	39
2.2.1 Διεθνείς Τάσεις Ε&Σ	42
2.2.2 Φαινόμενο Εξαγορών στην Κύπρο	43
2.2.3 Ε&Σ στο Πεδίο των Οικογενειακών Επιχειρήσεων Διεθνές Περιβάλλον	44
2.2.3.1 Χαρακτηριστικά Οικογενειακών Επιχειρήσεων σε Τοπικό Περιβάλλον και Εμπειρικές Εξαγορές	46
2.3 Οφέλη και Ρίσκα Ε&Σ	47
2.3.1 Κίνητρα & Παράγοντες και Ρόλος των CEO στις Ε&Σ	50
2.3.1.1 Φορολογικά Οφέλη	51
2.3.1.2 Κεφαλαιοποίηση	52
2.3.1.3 Ρευστότητα	53

2.3.1.4 Δέουσα Επιμέλεια (Due Diligence)	53
2.4 Ε&Σ σε Συγγενικό Τομέα	55
2.4.1 Υπέρ και Κατά Ε&Σ Συγγενικού Τομέα	56
2.5 Ε&Σ σε Μη Συγγενικούς Τομείς	57
2.5.1 Υπέρ και Κατά Ε&Σ σε Μη Συγγενικούς Τομείς	58
2.6 Ε&Σ Συγγενικού Τομέα Vs Ε&Σ Μη Συγγενικού Τομέα	58
2.6.1 Εξαγορές κατά Επιχειρησιακό Τομέα	59
2.7 Μέτρηση Απόδοσης Ε&Σ	60
2.7.1 Μελέτες Περίπτωσης Ε&Σ (Case Studies)	63
2.8 Χρηματοοικονομική Μέτρηση Απόδοσης	66
2.8.1 Χρήση Μεταβλητών	68
2.8.2 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Εξαρτημένης Μεταβλητής	68
2.8.2.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Μέτρησης Απόδοσης Εξαρτημένης Μεταβλητής	69
2.8.3 Μεταβλητές Ελέγχου	70
2.8.4 Μεταβλητές Ελέγχου: Λογιστικοί Δείκτες	72
2.8.4.1 Δείκτης Ρευστότητας (Current Ratio)	73
2.8.4.2 Δείκτης Χρέους (Debt Ratio)	74
2.8.4.3 Δείκτες Κερδοφορίας	76
2.8.5 Αλληλεξάρτηση των Μεταβλητών	76
2.8.6 Στατιστική και Οικονομική Σημαντικότητα (Statistical and Economic Significance)	78
2.8.6.1 Εφαρμογή Μοντέλου Προβλεψιμότητας (Forecasting Application)	79
2.8.7 Εκτίμηση Ε&Σ διαμέσου Μοντέλου Μεταβλητών	80
2.9 Διοικητική Μέτρηση Απόδοσης Ε&Σ Σύμφωνα με τους Ανώτερους Διευθυντές	81
2.9.1 Θεωρία Συσχέτισης Μετόχου και Διευθυντών (Principal and Agent Theory) και Θετική Λογιστική Θεωρία (Positive Accounting Theory/PAT)	83
2.9.1.1 Θεωρία Συσχέτισης Μετόχου & Διευθυντών (Principal and Agent Theory)	84
2.9.1.2 Θετική Λογιστική θεωρία (Positive Accounting Theory/PAT)	85
2.9.1.3 Συμπερασματική Σύνοψη Principal/Agent και PAT	87
2.10 Ευκαιρίες Οικοδόμησης Αξίας Μετόχων	88
2.11 Ρίσκο Ε&Σ και Επιπτώσεις στην Αξία των Μετόχων	89
2.12 Ρίσκο Αποτυχίας Αύξησης της Αξίας των Μετόχων ή και Χρεοκοπίας Ε&Σ	92
2.12.1 Εφαρμογή Μοντέλου Altman Z Score	94
2.12.2 Μοντέλο Altman Z Score σε σχέση με άλλα κριτήρια	103

2.13 Επίδραση Μακροοικονομικού Περιβάλλοντος (ΧΑΚ και ΑΕΠ) στις Ε&Σ	106
2.14 Τομέας Επίβλεψης Ενσωμάτωσης Ε&Σ	107
2.15 Ερευνητικά Κενά στη Βιβλιογραφία	111
2.15.1 Ερευνητικά Κενά συνδεδεμένα με την παρούσα έρευνα	113
2.16 Ανάπτυξη Ερευνητικών Ερωτημάτων και Υποθέσεων	114
2.16.1 Βασικό Ερώτημα το οποίο καθοδηγεί τον Σκοπό της Έρευνας	119
2.17 Σύνοψη Βιβλιογραφίας και Συμπεράσματα	119
2.18 Τελικό Συμπέρασμα	121
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι	
3.0 Εισαγωγή	123
3.1 Ιστορική Επιστημονική Έρευνα	123
3.2 Ερευνητική Φιλοσοφία	126
3.2.1 Οντολογία	128
3.2.1.1 Θετικιστική	128
3.2.2 Επιστημολογία	130
3.2.2.1 Θετικιστική Ποσοτική Έρευνα	131
3.3.Ερευνητική Μεθοδολογία	131
3.3.1 Λογιστική Αποτίμηση	133
3.3.2 Εφαρμογή Μοντέλου Altman Z Score	134
3.3.3 Ερωτηματολόγιο	134
3.3.3.1 Βασικές Παραδοχές Καλού Ερωτηματολογίου	136
3.3.3.2 Ανάπτυξη Δομημένου Ερωτηματολογίου στην Παρούσα Έρευνα	138
3.4 Μέθοδοι σε Διαχρονική Βάση (Longitudinal Method)	138
3.4.1 Επαγωγική Μέθοδος	139
3.4.2 Ερευνητικές Κατηγορίες Μεθόδων	139
3.4.3 Ποσοτική Ανάλυση Παρούσας Έρευνας	140
3.4.3.1 Ποσοτική Ανάλυση	141
3.4.3.2 Ανάλυση Αποτ. Λογιστικών Αποτ. Διαμ. Μοντέλου Μεταβλητών	143
3.4.3.2.1 Μεταβλητές Ελέγχου – Λογιστικοί Δείκτες	144
3.4.3.2.2 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Ανεξάρτητης Μεταβλητής	145
3.4.3.2.3 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Εξαρτημένης Μεταβλητής	146
3.4.4 Συλλογή Δεδομένων & Ανάλυση	149
3.4.4.1 Πρωτογενές συλλογή δεδομένων	149
3.4.4.2 Συμμετέχοντες	149

3.4.4.3 Ερευνητικό Πιλοτικό Δείγμα	149
3.4.4.4 Δειγματοληπτική Στρατηγική	152
3.4.4.5 Ολιστικό Δείγμα	153
3.4.4.6 Διασταύρωση Πληροφοριών	155
3.5 Περιορισμοί Ιστορικής Έρευνας	157
3.6 Αξιοπιστία, Ισχύς, Γενικοποίηση και Αντικ. Ποσοτικής Ερευνητικής Μεθόδου	159
3.6.1 Αξιοπιστία	159
3.6.1.1 Αξιοπιστία διαμέσου Λογιστικής Αποτίμησης	159
3.6.1.2 Αξιοπιστία διαμέσου Μοντέλου Altman Z Score	161
3.6.1.3 Αξιοπιστία διαμ. Εφαρμ. Pearson Correlation και Ολιστικού Δείγματος	163
3.6.1.4 Αξιοπιστία διαμέσου εφαρμογής Ανάλυσης Ευαισθησίας	164
3.6.2 Ισχύς	165
3.6.3 Γενίκευση	165
3.6.4 Αντικειμενικότητα	166
3.7 Ερευνητικός Σχεδιασμός.....	167
3.8 Ερευνητική Σύνδεση Σκοπού, Μεθοδολογίας και Μεθόδων.....	167
3.9 Ερευνητικό Κενό και Κάλυψη στο Πεδίο της Μεθοδολογίας.....	169
3.9.1 Ερευνητικό Κενό	169
3.9.2 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού	169
3.10 Σύνοψη Φιλοσοφίας, Μεθοδολογίας, Μεθόδων και Συμπεράσματα.....	170
3.11 Τελικό Συμπέρασμα	170
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Μεταβλητών Ελέγχου	
4.0 Εισαγωγή στην Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Μεταβλητών Ελέγχου ...	173
4.1 Ανάλυση Καθαρών Κερδών/(Ζημιών)	174
4.1.1 Ανάλυση Καθαρών Κερδών / (Ζημιών) κατά Τομέα	174
4.1.2 Ανάλυση Καθαρών Κερδών / (Ζημιών) ανά Έτος	175
4.1.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης Καθαρών Κερδών/(Ζημιών)	176
4.2 Ανάλυση Λειτουργικών Κερδών	177
4.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών)	179
4.3 Ανάλυση Δείκτη Τρεχούμενης Ρευστότητας ανά έτος.....	179
4.3.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Δείκτη Τρεχούμενης Ρευστότητας	181
4.4 Ανάλυση Δείκτη Χρέους ανά έτος.....	182
4.4.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Δείκτης Χρέους	184
4.5 Ανάλυση Κερδών / (Ζημιών) που κρατήθηκαν ανά Έτος.....	184

4.5.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης Κρατηθέντων Κερδών/(Ζημιών)	186
4.6 Ανάλυση Μεγέθους (Size) σε δείκτη Μέσου Όρου Συνολικού Ενεργητικού (Total Assets) και Πάγιου Ενεργητικού (Fixed Assets)	186
4.7 Συμπερασματική Σύνοψη Μεταβλητών Ελέγχου.....	188
4.8 Έλεγχος Υποθέσεων	189
4.9 Τελικό Συμπέρασμα	190
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Ανεξάρτητης και Εξαρτημένης Μεταβλητής και Συσχέτιση Εξαρτημένης με Αποτελέσματα Μεταβλητών Ελέγχου	
5.0 Εισαγωγή.....	192
5.1 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Ανεξάρτητης Μεταβλητής.....	193
5.1.1 Δείκτης Απόδοσης ROA Συγγενικός Τομέας Εξαγορών	193
5.1.1.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROA σε Συγγενικές Εξαγορές	194
5.1.2 Δείκτης ROA Μη-Συγγενικός Τομέας Εξαγορών	194
5.1.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROA σε Μη-Συγγενικές Εξαγορές	194
5.2 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Ανεξάρτητης Μεταβλητής ROE	195
5.2.1 Δείκτης ROE Συγγενικός Τομέας Εξαγορών	195
5.2.1.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROE σε Συγγενικές Εξαγορές	195
5.2.2 Δείκτης ROE Μη-Συγγενικός Τομέας Εξαγορών	196
5.2.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROE σε Μη-Συγγενικές Εξαγορές	196
5.2.2.2 Συμπερασματική Σύνοψη Ανεξάρτητης Μεταβλητής	196
5.3 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Εξαρτημένης Μεταβλητής.....	197
5.3.1 Δείκτης Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού ROA	197
5.3.1.1 Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού ROA..	197
5.3.1.2 Συνοπτικά Αποτελέσματα Διάμεσου Δείκτη ROA	198
5.3.2 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων ROE	200
5.3.2.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Διάμεσου Δείκτη ROE	201
5.4 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης και Ελέγχου) - Pearson correlation coefficient	203
5.4.1.Συνοπτικό Συμπέρασμα	204
5.4.2 Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητών Ελέγχου Συνολικού Ενεργητικού (TA) και Πάγιου Ενεργητικού (FA) σε Επίπεδο Δείκτη Μέσου όρου	204
5.4.2.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	205

5.4.3 Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Εξαρτημένης Μεταβλητής ROE και Μεταβλητών Ελέγχου Συνολικού Ενεργητικού (TA) και Πάγιου Ενεργητικού (FA) σε Επίπεδο Δείκτη Μέσου όρου	205
5.4.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	206
5.4.4 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης ROA και Ελέγχου CR,DR,OP,NP,REA,FA) – Regression Linear	206
5.4.4.1 Ερμηνεία αποτελεσμάτων	210
5.4.5 Στατιστική Συσχέτιση Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητών Ελέγχου σε Επίπεδο Διάμεσου Δείκτη	210
5.4.5.1 Συμπερασματική Σύνοψη Αποτελεσμάτων σύγκρισης ROA σε σχέση με NP/(NL), OP, RE/(RL), CR και DR	211
5.4.6 Στατιστική Συσχέτιση Εξαρτημένης Μεταβλητής ROE και Μεταβλητών Ελέγχου σε Επίπεδο Διάμεσου Δείκτη	212
5.4.6.1 Συμπερασματική Σύνοψη Αποτελεσμάτων σύγκρισης ROE σε σχέση με NP/(NL), OP, RE/(RL), CR και DR	213
5.4.6.2 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης ROE και Ελέγχου CR,DR,OP,NP,REA,FA) – Regression Linear	214
5.5 Ανάλυση Ευαισθησίας ROE Vs Ιδανικού ROE Vs Καταθετικά Επιτόκια	217
5.6 Στατιστική και Οικονομική Σημαντικότητα (Statistical and Economic Significance) των Αποτελεσμάτων (Actual Results vs Forecasting Results)	219
5.6.1 Στατιστικές Αναλύσεις CR, DR και ROA	220
5.6.2 Στατιστικές Αναλύσεις CR, DR και ROE	222
5.6.3 Εμπειρικά παραδείγματα	225
5.7 Αποτελέσματα παρούσας έρευνας	226
5.8 Τελικό Συνοπτικό Συμπέρασμα	226
5.8.1 Ανεξάρτητη Μεταβλητή – Συγγενικές και Μη Συγγενικές Εξαγορές	227
5.8.2 Εξαρτημένη Μεταβλητή	227
5.8.3 Μεταβλητές Ελέγχου/Επίδραση στην Εξαρτημένη Μεταβλητή (ROA/ROE) ..	227
5.9 Έλεγχος Υποθέσεων	228
5.10 Τελικό Συμπέρασμα	229
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Εξέταση Ρίσκου Αποτυχίας Εξαγορών Βάση Μοντέλου Altman Z' Score και Κατάστασης Εξαγορασθείσας Εταιρείας στον Έφορο Εταιρειών	
6.0 Εισαγωγή	231

6.1 Altman Z Score Ανάλυση	232
6.2 Altman Z Score Y0-Y5	232
6.2.1 Altman Z-score Ανάλυσης – Έτος Εξαγοράς Y0	234
6.2.2 Altman Z-score Ανάλυσης – 5 ^ο Έτος στη Μετα-Εξαγορά Περίοδο Y5	235
6.3 Altman Z Score Y0 Vs Y5.....	236
6.4 Altman Z Score Ανάλυση Κατηγοριοποίησης.....	237
6.5 Τμήμα Εφόρου Εταιρειών και Επίσημου Παραλήπτη Κύπρου.....	238
6.5.1 Πτωχεύσεις και Εκκαθαρίσεις Εταιρειών	240
6.6 Συμπερασματική Σύνοψη Μοντέλου Altman στην παρούσα έρευνα	241
6.7 Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις	242
6.8 Τελικό Συμπέρασμα	242
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συσχέτιση Αποτελεσμάτων Μοντέλου Altman Z' Score και Μεταβλητών Ελέγχου	
7.0 Εισαγωγή	244
7.1 Σύγκριση Ευρημάτων ανάλυσης Μοντέλου Altman Z Score και Λογιστικών Δεικτών Τρεχούμενης Ρευστότητας & Χρέους και Ανάλυση Κερδοφορίας	245
7.1.1 Συμπερασματική ανάλυση συσχέτισης δεικτών (μεταβλητών ελέγχου): τρεχούμενης ρευστότητας, χρέους, ανάλυση λειτουργικής & καθαρής κερδοφορίας και ανάλυση συσσωρευμένων κερδών ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score.....	245
7.1.1.1 Δυνατά σημεία έρευνας συγκρισιμότητας	246
7.1.1.2 Αδύνατα σημεία έρευνας συγκρισιμότητας	247
7.1.1.3 Επεξήγηση στατιστικού δείγματος	247
7.1.1.4 Επεξήγηση Παραμέτρων	247
7.1.2 Συμπερασματική ανάλυση συσχέτισης δείκτη εξαρτημένης μεταβλητής θετικού πρόσημου ROA ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score	256
7.1.2.1 Επεξήγηση στατιστικού δείγματος	257
7.1.2.2 Επεξήγηση Παραμέτρων	257
7.1.3 Συμπερασματική ανάλυση συσχέτισης δείκτη εξαρτημένης μεταβλητής θετικού πρόσημου $\geq 2,74\%$ ROE ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score $\geq 3,0$ στα έτη Y0 και Y5	259
7.1.3.1 Στατιστικό Δείγμα	260
7.1.3.2 Συνοπτικό Συμπέρασμα Ανάλυσης Μεταβλητών Ελέγχου και Εξαρτημένης Μεταβλητής	261

7.2 Σχέση μεταξύ δύο Ποσοτικών Μεταβλητών (Pearson correlation) - Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r και Ποσοτικές Μεταβλητές Ελέγχου Altman Z Score	262
7.2.1 Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r των Ποσοτικών Μεταβλητών Ελέγχου, Altman Z Score και Δείκτης Τρεχούμενης Ρευστότητας (Current Ratio)	263
7.2.1.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	263
7.2.2 Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r των Ποσοτικών Μεταβλητών Ελέγχου, Altman Z Score και Δείκτης Χρέους (Debt Ratio)	263
7.2.2.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	264
7.2.3 Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r των Ποσοτικών Μεταβλητών Ελέγχου, Altman Z Score και Ανάλυση Καθαρής Κερδοφορίας/(Ζημιάς)/Net Profit/(Losses) Analysis (NPA)	264
7.2.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	264
7.3 Αναφορά Ανάλυσης Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis Report) μεταξύ δείκτη Z Score σε σχέση με Ποσοτικές Μεταβλητές Ελέγχου CR, DR και NP(L)	265
7.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	266
7.4 Αντιπαράθεση Αναλύσεων Αποτελεσμάτων Altman Z Score και Pearson r	267
7.5 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών Z Score και CR, DR – Regression Linear	268
7.5.1 Ερμηνεία αποτελεσμάτων	268
7.6 Στατιστική και Οικονομική Σημαντικότητα (Statistical and Economic Significance) των Αποτελεσμάτων (Actual Results vs Forecasting Results)	269
7.6.1 Στατιστικές Αναλύσεις Z Score και ROA/ROE	269
7.6.2 Στατιστικές Αναλύσεις συσχέτισης Z Score με CR & DR	271
7.7 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού	274
7.8 Έλεγχος Υποθέσεων	275
7.9 Τελικό Συμπέρασμα	276
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Ανάλυση Ευρημάτων Δεικτών Χρηματιστηρίου και ΑΕΠ σε Συσχέτιση με ROA, ROE, Z Score, και Ανάλυση Πτωχεύσεων Εταιρειών και Ιδιοκτησιακού Καθεστώτος Αγοραστών	
8.0 Εισαγωγή	278
8.1 Πορεία ΑΕΠ	278
8.2 Γενικά Χαρακτηριστικά ΧΑΚ	280
8.2.1 Κατηγοριοποίηση Εξαγορών κατά Τομέα	280
8.2.2 Εξαγορές κατά Οικονομικό Τομέα	282

8.3 Πορεία ΧΑΚ	283
8.3.1 Σκοπός των Δεικτών Τιμών	283
8.3.2 Ύπαρξη Αξιόπιστου Μέτρου Καταγραφής των Τάσεων	284
8.3.3 Πορεία Γενικού Δείκτη Περιόδου 1999 – 2019	284
8.3.4 Πορεία Δείκτη FTSE20 Περιόδου 2000 – 2019	285
8.3.5 Πορεία Δείκτη Εναλλακτικής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019	286
8.3.6 Πορεία Δείκτη Επενδυτικής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019	287
8.3.7 Πορεία Δείκτη Ξενοδοχειακής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019	288
8.3.8 Πορεία Δείκτη Παράλληλης Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2014	289
8.3.9 Πορεία Δείκτη Τραπεζικής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2012	290
8.3.10 Πορεία Δείκτη Κύριας Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019	290
8.3.11 Συγκριτική Ανάλυση Παράλληλης Πορείας Δεικτών ΧΑΚ στην Περίοδο 2004 – 2019	291
8.4 Συμπερασματικά Δεδομένα	291
8.5 Στατιστικά Δεδομένα Πορείας ΑΕΠ και Δεικτών ΧΑΚ	292
8.6 Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Δεικτών ΧΑΚ σε σχέση ΑΕΠ	292
8.7 Στατιστική συσχέτιση ROA και Επενδυτικού Δείκτη ΧΑΚ	293
8.8 Γενικά Συμπεράσματα Μη Συσχέτισης ΑΕΠ, Δεικτών ΧΑΚ και ROA-ROE	293
8.9 Γενικά Συμπεράσματα Μη Συσχέτισης Πορείας Δεικτών FTSE20 και GEN_Δ_K σε συνάρτηση με πορεία ΑΕΠ και Πτωχεύσεων και Ευθύνες ΔΣ	296
8.10 Γενικά Συμπεράσματα Συσχέτισης Πορείας Διάμεσου Δείκτη Z Score και ROE και Ευθύνες ΔΣ	298
8.11 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς των Εταιρειών Αγοραστών	299
8.12 Έλεγχος Υποθέσεων	300
8.13 Τελικό Συμπέρασμα	300
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Ανάλυση Ευρημάτων Ερωτηματολογίων	
9.0 Εισαγωγή	302
9.1 Ανάλυση Ευρημάτων ερωτηματολογίου.....	303
9.2 Πριν την Εξαγορά Χρονική Περίοδο.....	303
9.2.1 Εμπειρία στις Εξαγορές	303
9.2.1.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	303
9.2.2 Λόγοι Εξαγοράς	303
9.2.3. Είδος Εξαγοράς	304
9.2.3.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	304

9.2.4 Μέσο Ολοκλήρωσης Εξαγοράς	305
9.2.4.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	305
9.2.5 Αποτίμηση Τιμής Εξαγοράς	305
9.2.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	305
9.2.6 Χρήση Επιστημοσύνης προς Ολοκλήρωση Εξαγοράς	307
9.2.6.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	307
9.2.7 Δέουσα Επιμέλεια προς Ολοκλήρωση Εξαγοράς	307
9.2.7.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	307
9.2.8 Λόγοι που Οδήγησαν στην Εξαγορά	308
9.2.8.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	309
9.2.9 Βασικά σημεία Επιτυχίας της Εξαγοράς	309
9.2.9.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	310
9.3 Μετά την Εξαγορά – Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αξία Μετόχων	310
9.3.1 Επίδραση στην Αξία των Μετόχων	310
9.3.1.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	310
9.3.2. Επίδραση στα Έσοδα	311
9.3.2.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	311
9.3.3 Κέρδη στους Μετόχους	311
9.3.3.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	312
9.3.4 Κέρδη ανά Μετοχή	312
9.3.4.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	312
9.3.5 Πληρωθείσα Τιμή Εξαγοράς	312
9.3.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	312
9.3.6 Επίδραση στη Ρευστότητα	313
9.3.6.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	313
9.4 Μετά την Εξαγορά – Διοικητική Ανάλυση	313
9.4.1 Επίδραση στην Αξία Αγοράς (Market Value)	313
9.4.1.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	313
9.4.2 Επίδραση στην Παραγωγικότητα	314
9.4.2.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	314
9.4.3 Επίδραση στην Εξυπηρέτηση και Ικανοποίηση Πελατών	314
9.4.3.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	314
9.4.4 Δημιουργία Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος	315
9.4.4.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	315

9.4.5 Αντίληψη Διοίκησης αναφορικά με Πρόσθετη ή Μείωση Αξίας	315
9.4.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	315
9.4.6 Ευκαιρίες Μελλοντικής Επέκτασης	316
9.4.6.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	316
9.4.7 Επίδραση στις Θέσεις Εργασίας	316
9.4.7.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	316
9.4.8 Κίνητρα και Ηθικό Προσωπικού	317
9.4.8.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	317
9.4.9 Επίδραση στις Σχέσεις Διοίκησης	317
9.4.9.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	317
9.4.10 Επίδραση στο Προσωπικό	318
9.4.10.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	318
9.5 Γενική Εικόνα στις Ε&Σ	318
9.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα	318
9.6 Συνοπτικό Συμπέρασμα Στατιστικών Αποτελεσμάτων Ερωτηματολογίου	319
9.6.1 Συνοπτικά Ευρήματα	319
9.7 Έλεγχος Υποθέσεων	321
9.8 Τελικό Συμπέρασμα	321
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: Έλεγχος Υποθέσεων και Απάντηση στο Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα	
10.0 Εισαγωγή	322
10.1 Έλεγχος Υποθέσεων Πριν την Εξαγορά	322
10.1.1 1ος Πυλώνας Υποθέσεων – Πριν την Εξαγορά	322
10.1.1.1 Ερευνητική Υπόθεση 1	322
10.1.1.2 Ερευνητική Υπόθεση 2	324
10.1.1.3 Ερευνητική Υπόθεση 3	325
10.2 Έλεγχος Υποθέσεων Μετά την Εξαγορά	326
10.2.1 2ος Πυλώνας Υποθέσεων – Μετά την Εξαγορά	327
10.2.1.1 Ερευνητική Υπόθεση 4.1.....	327
10.2.1.2 Ερευνητική Υπόθεση 4.2.....	327
10.2.1.3 Ερευνητική Υπόθεση 4.3.....	328
10.2.1.4 Ερευνητική Υπόθεση 4.4.....	328
10.2.1.5 Ερευνητική Υπόθεση 4.5	330
10.2.1.6 Ερευνητική Υπόθεση 4.6	331

10.2.1.7 Ερευνητική Υπόθεση 5	332
10.2.1.8 Ερευνητική Υπόθεση 6.....	332
10.2.1.9 Ερευνητική Υπόθεση 7	332
10.3 Συμπερασματική Σύνοψη Εκτίμησης Μεταβλητών	333
10.4 Συμπερασματική Σύνοψη Εκτίμησης Υποθέσεων	333
10.5 Απάντηση στο Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα	335
10.5.1. Ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Ενσωμάτωσης των E&Σ	335
10.5.2 E&Σ Οδικός Χάρτης Μείωσης Ρίσκου Αποτυχίας	335
10.5.2.1 Πριν την Εξαγορά	335
10.5.2.2 Μετά την Εξαγορά σε Πραγματικό Χρόνο	336
10.6 Επαλήθευση του χρηματοοικονομικού μοντέλου σε τοπικό και διεθνές περιβάλλον	338
10.6.1 Μελέτη Περίπτωσης - Εμπειρικό παράδειγμα σε εταιρεία Ομίλου στην Κύπρο	338
10.6.2 Μελέτη Περίπτωσης – Δημόσιες εξαγορές εταιρειών που απέτυχαν	340
10.6.3 Μελέτη περίπτωσης της εταιρείας κολοσσού Thomas Cook – Διεθνές Περιβάλλον	341
10.6.4 Μελέτη περίπτωσης εξαγοράς της εταιρείας κολοσσού Nokia – Διεθνές Περιβάλλον	343
10.6.5 Μελέτη περίπτωσης εξαγοράς της εταιρείας Autonomy – Διεθνές Περιβάλλον	345
10.7 Τελικό Συμπέρασμα	346
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: Συμπεράσματα, Εισηγήσεις, Περιορισμοί και Προτάσεις Μελλοντικής Έρευνας	
11.0 Συμπεράσματα	348
11.1 Εξαγορές με εμπλοκή Οικογεν. Εταιρειών/Τοπικό vs Διεθνές Περιβάλλον	348
11.2. Αιτίες Αποτυχίας των Εξαγορών	349
11.3 Χρηματοοικονομική Αποτίμηση των Εξαγορών	350
11.3.1 Μοντέλο Μεταβλητών (Απόδοση, Ρευστότητα, Χρέους, Κερδοφορία)	350
11.3.2 Μοντέλο Altman Z Score/ Εκτίμηση Οικονομικής Ευρωστίας (Έρευνα ρίσκου αποτυχίας)	352
11.3.3 Η σημαντικότητα του δείκτη CR	353
11.3.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα	354
11.4 Διοικητική Αποτίμηση των Εξαγορών	355

11.5 Θεωρητικά Ζητήματα σε Σχέση με την Παρούσα Έρευνα	356
11.5.1 Πρώτο Θεωρητικό Ζήτημα: Μεθοδ. και Μέθοδοι Αποτίμησης των Ε&Σ	356
11.5.2 Δεύτερο Θεωρητικό Ζήτημα: Χρονικός Ορίζοντας Αποτίμησης των Ε&Σ.....	356
11.5.3 Τρίτο Θεωρητικό Ζήτημα: Έρευνα Ρίσκου Αποτυχίας ή Χρεοκοπίας	357
11.5.4 Τέταρτο Θεωρητικό Ζήτημα: Ανάπτυξη Θεωρητικού Πλαισίου Επίβλεψης Απόδοσης Εξαγορασθείσας Εταιρείας.....	358
11.6 Ερευνητικά Κενά Συνδεδεμένα με την Παρούσα Έρευνα	359
11.6.1 Ευρήματα Συνδεδεμένα με τα Ερευνητικά Κενά	359
11.6.2 Ανάλυση των αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας σε σύγκριση με αποτελέσματα προηγούμενων ερευνητών ως προς την συνεισφορά στην Θεωρία και Πρακτική	360
11.7 Συμβολή στην Θεωρία και Πρακτική	363
11.7.1 Συμβολή στην Θεωρία.....	364
11.7.2 Συμβολή στην Πρακτική.....	365
11.8 Περιορισμοί της Παρούσας Έρευνας	366
11.9 Γενίκευση Αποτελεσμάτων Παρούσας Έρευνας σε Τοπικό Επίπεδο	368
11.9.1 Γενίκευση Αποτελεσμάτων Παρούσας Έρευνας σε Τοπικό Επίπεδο.....	370
11.9.2 Γενίκευση Αποτελεσμάτων Παρούσας Έρευνας σε Διεθνές Επίπεδο.....	371
11.10 Εισηγήσεις προς Μελλοντική Έρευνα	371
11.10.1 Διεθνές Επίπεδο	371
11.10.2 Τοπικό Επίπεδο	372
11.11 Επίτευξη Σκοπού και Στόχων Παρούσας Έρευνας	372
11.12 Επίλογος	375
Βιβλιογραφία & Αναφορές	376
Παραρτήματα	407

Λίστα Γραφημάτων

Σελίδα

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Γράφημα 1-1: Ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Ε&Σ	15
Γράφημα 1-2: Πορεία Ερευνητικής Διαδικασίας	16
Γράφημα 1-3: Ερευνητική Μεθοδολογία.....	17
Γράφημα 1-4: Ερευνητικές Μέθοδοι	18

Κεφάλαιο 2: Θεωρία και Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Γράφημα 2-1: Συνοπτική Ερευνητική Μορφή	32
Γράφημα 2-2: Δομή Στρατηγικής Ανάπτυξης	33
Γράφημα 2-3: Παγκόσμιες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (\$τρισ.) 1985-2020.....	43
Γράφημα 2-4: Χρονοδιάγραμμα μέτρησης αλλαγών στην πρόσθετη αξία	62
Γράφημα 2-5: Αλληλεπίδραση Μεταβλητών	68
Γράφημα 2-6: Στατιστική ανάλυση ερευνητικών δημοσιεύσεων	110

Κεφάλαιο 3: Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι

Γράφημα 3-1: Επιστ. Έρευνα, Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι	123
Γράφημα 3-2: Ερευνητική Φιλοσοφία	126
Γράφημα 3-3: Πυραμίδα Ερευνητική Φιλοσοφία	127
Γράφημα 3-4: Στατιστικά Ποσοστά Ερευνητικών Μελετών Μεθοδολογίας	132
Γράφημα 3-5: Ερευνητικές Μέθοδοι / Κατηγορίες	139
Γράφημα 3-6: Ερευνητική Ιεραρχική Μορφή Μεθόδου Έρευνας	141
Γράφημα 3-7: Αλληλεπίδραση Μεταβλητών	143

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Μεταβλητών Ελέγχου

Γράφημα 4-1: Μεταβλητές Ελέγχου – Ποσοτικές Αναλύσεις.....	174
Γράφημα 4-2: Καθαρά Κέρδη/(Ζημιές) κατά Τομέα	175
Γράφημα 4-3: Πορεία Μέσου Όρου Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών) Υ0-Υ5	178
Γράφημα 4-4: Πορεία Διάμεσου Δείκτη Λειτουργικού Κέρδους	179
Γράφημα 4-5: Ποσοστά Δείκτη Ρευστότητας Ασφαλείας ανά Έτος	180
Γράφημα 4-6: Πορεία Δείκτη Χρέους ανά Έτος	183
Γράφημα 4-7: Πορεία Διάμεσου Δείκτη Κερδών/(Ζημιών) που κρατήθηκαν	185

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Ανεξάρτητης και Εξαρτημένης Μεταβλητής και Συσχέτιση Εξαρτημένης με Αποτελέσματα Μεταβλητών Ελέγχου

Γράφημα 5-1: Ανεξάρτητη, Εξαρτημένη, και Μεταβλητές Ελέγχου.....	193
Γράφημα 5-2: Πορεία ROE (Διάμεσος) vs Ιδανικού ROE vs Καταθετικών Επιτοκίων...	219
Γράφημα 5-3: Πρόβλεψη ROA σε συσχέτιση με CR	221

Γράφημα 5-4: Πρόβλεψη ROA σε συσχέτιση με DR	222
Γράφημα 5-5: Πρόβλεψη ROE σε συσχέτιση με CR	223
Γράφημα 5-6: Πρόβλεψη ROE σε συσχέτιση με DR	225
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ανάλυση Ευρημάτων Βάση Μοντέλου Altman Z' Score ως Μεταβλητή Ελέγχου	
Γράφημα 6-1: Altman Z Score – Ποσοτικές Αναλύσεις.....	231
Γράφημα 6-2: Σύγκριση Πορείας Μέσου Όρου και Διάμεσου (Y0-Y5).....	234
Γράφημα 6-3: Πιθανότητα Αποτυχίας (Πτώχευσης) – Y0.....	235
Γράφημα 6-4: Πιθανότητα Αποτυχίας (Πτώχευσης) – Y5.....	236
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συσχέτιση Αποτελεσμάτων Μοντέλου Altman Z' Score και Μεταβλητών Ελέγχου	
Γράφημα 7-1: Συσχέτιση Altman Z Score και Μεταβλητών Ελέγχου.....	245
Γράφημα 7-2: Επίδραση Μεταβλητών Ελέγχου στο Μοντέλο Altman Z Score	256
Γράφημα 7-3: Συσχέτιση Κατά Κατηγορία Ρίσκου των Δεικτών σε Μίνιμουμ και Μάξιμουμ Altman Z Score, CR και DR	266
Γράφημα 7-4: Πρόβλεψη ROA σε συσχέτιση με Altman Z Score	270
Γράφημα 7-5: Πρόβλεψη ROE σε συσχέτιση με Altman Z Score.....	271
Γράφημα 7-6: Πρόβλεψη Altman Z Score σε συσχέτιση με CR.....	272
Γράφημα 7-7: Πρόβλεψη Altman Z Score σε συσχέτιση με DR.....	274
Κεφάλαιο 8: Ανάλυση Ευρημάτων- Δείκτες ΧΑΚ και ΑΕΠ σε Συσχέτιση με ROA, ROE, Z Score και Πτωχεύσεις Εταιρειών και Ιδιοκτησιακού Καθεστώτος Αγοραστών	
Γράφημα 8-1: Πορεία ΑΕΠ 1999 – 2016	279
Γράφημα 8-2: Ποσοστά Προτάσεων Εξαγορών κατά Τομέα	281
Γράφημα 8-3: Δημόσιες Προτάσεις Εξαγορών κατά Τομέα 1999 – 2015	283
Γράφημα 8-4: Πορεία Γενικού Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019	285
Γράφημα 8-5: Πορεία Γενικού Δείκτη FTSE20 ΧΑΚ 2000 – 2019	286
Γράφημα 8-6: Πορεία Εναλλακτικής Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019	287
Γράφημα 8-7: Πορεία Επενδυτικής Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019	288
Γράφημα 8-8: Πορεία Ξενοδοχειακού Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019	289
Γράφημα 8-9: Πορεία Παράλληλης Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2014	289
Γράφημα 8-10: Πορεία Τραπεζικής Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2012	290
Γράφημα 8-11: Πορεία Κύριας Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019	290
Γράφημα 8-12: Πορεία Δείκτη Βασικές Κατηγορίες ΧΑΚ 2004 – 2019	291
Γράφημα 8-13: Πορεία Δείκτη ROA και Επενδυτικού Δείκτη ΧΑΚ	293

Γράφημα 8-14: Πορεία FTSE20, ΓΕΝ_Δ_Κ, ΑΕΠ, Πτωχεύσεων	297
Γράφημα 8-15: Ποσοστιαία μεταβολή Διάμεσου Δείκτη Z score και ROE	299
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Ανάλυση Ευρημάτων Ερωτηματολογίων	
Γράφημα 9-1: Εμπειρία στις Εξαγορές.....	303
Γράφημα 9-2: Λόγοι που οδήγησαν στη διαδικασία απόκτησης (εξαγορά).....	303
Γράφημα 9-3: Είδος Εξαγοράς	304
Γράφημα 9-4: Μέσο Ολοκλήρωσης εξαγοράς	305
Γράφημα 9-5: Αποτίμηση Τιμή κτήσης	305
Γράφημα 9-6: Η Εξαγορά ολοκληρώθηκε διά της χρήσης επιστημοσύνης.....	307
Γράφημα 9-7: Πραγματοποίηση Δέουσας Επιμέλειας (Due Diligence)	307
Γράφημα 9-8: Λόγοι που οδήγησαν στην Εξαγορά.....	308
Γράφημα 9-9: Στρατηγική Εξαγοράς - Βασικά κλειδιά επιτυχίας.....	309
Γράφημα 9-10: Μετά την Εξαγορά Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αξία Μετόχων.....	310
Γράφημα 9-11: Επίδραση στα Έσοδα.....	311
Γράφημα 9-12: Κέρδη προς Μετόχους.....	311
Γράφημα 9-13: Κέρδη ανά Μετοχή.....	312
Γράφημα 9-14: Πληρωθείσα Τιμή Εξαγοράς.....	312
Γράφημα 9-15: Επίδραση στην Ρευστότητα.....	313
Γράφημα 9-16: Επίδραση στην Αξία Αγοράς (Market Value).....	313
Γράφημα 9-17: Επίδραση στην Παραγωγικότητα.....	314
Γράφημα 9-18: Επίδραση στην Εξυπηρέτηση και Ικανοποίηση Πελατών.....	314
Γράφημα 9-19: Δημιουργία Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος.....	315
Γράφημα 9-20: Αντίληψη Διοίκησης αναφορικά με πρόσθετη ή μείωση αξίας.....	315
Γράφημα 9-21: Ευκαιρίες Μελλοντικής Επέκτασης.....	316
Γράφημα 9-22: Επίδραση στις Θέσεις Εργασίας.....	316
Γράφημα 9-23: Κίνητρα και Ηθικό Προσωπικού.....	317
Γράφημα 9-24: Επίδραση στις Σχέσεις Διοίκησης.....	317
Γράφημα 9-25: Επίδραση στο Προσωπικό.....	318
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: Έλεγχος Υποθέσεων και Ευρήματα Νέων Ερευνητικών Ερωτημάτων	
Γράφημα 10-1: Ιεραρχική Δομή και Έλεγχος Υποθέσεων Πριν την Εξαγορά	323
Γράφημα 10-2: Ιεραρχική Δομή και Έλεγχος Υποθέσεων Μετά την Εξαγορά	316
Γράφημα 10-3: Πλαίσιο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Εξαγορών στο Έτος Εξαγοράς.....	326
Γράφημα 10-4: Πλαίσιο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Εξαγορών μετά την Εξαγορά.....	328

Λίστα Πινάκων

Σελίδα

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Πίνακας 1-1: Συνδετική δομή μεταξύ Σκοπού, Στόχων και Μεθοδολογίας10

Κεφάλαιο 2: Θεωρία και Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Πίνακας 2-1: Διεθνής Βιβλιογραφία σε θέματα Θεωρητικής Συνεισφοράς στις Ε&Σ.....36

Πίνακας 2-2: Θεωρητικά πλαίσια ελέγχου Ε&Σ.....61

Πίνακας 2-3: Μελέτες Περίπτωσης Ε&Σ (Case Studies).....63

Πίνακας 2-4: Διεθνής Βιβλιογραφία Μεταβλητών Αποτίμησης Εξαγορών.....71

Πίνακας 2-5: Αποτελέσματα έρευνας μεταβλητών διεθνούς βιβλιογραφίας.....77

Πίνακας 2-6: Αποτελέσματα Μεταβλητών Διεθνούς Βιβλιογραφίας.....80

Πίνακας 2-7: Μοντέλο Altman95

Πίνακας 2-8: Εφαρμογή Μοντέλου Altman101

Πίνακας 2-9: Σύγκριση αποτελεσμάτων παρούσας έρευνας και διεθνούς βιβλιογραφίας .103

Πίνακας 2-10: Ανασκόπηση βιβλιογραφίας στα χρονικά σημεία εκτίμησης των Ε&Σ...115

Πίνακας 2-11: Ανάπτυξη Ερευνητικών Ερωτημάτων και Υποθέσεων117

Κεφάλαιο 3: Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι

Πίνακας 3-1: Χαρακτηριστικά Αντικειμενικής & Υποκειμενιστικής Φιλοσοφίας129

Πίνακας 3-2: Χαρακτηριστικά Θετικιστικής Φιλοσοφίας129

Πίνακας 3-3: Ερευνητικά Παραδείγματα.....131

Πίνακας 3-4: Σύντομη ανασκόπηση της βιβλιογραφίας: Δομή Ερωματολογίου.....135

Πίνακας 3-5: Βασικές Παραδοχές Αποδεχτού Δείγματος148

Πίνακας 3-6: Ερευνητικό Πιλοτικό Δείγμα151

Πίνακας 3-7: Δείγμα προηγούμενων ερευνών153

Πίνακας 3-8: Διεθνής Βιβλιογραφία Λογιστικής Αποτίμησης Εξαγορών.....159

Πίνακας 3-9: Εφαρμογή Μοντέλου Altman161

Πίνακας 3-10: Κριτήρια Ποσοτικής Έρευνας166

Πίνακας 3-11: Προηγούμενες έρευνες ως προς την Μεθοδολογία167

Πίνακας 3-12: Σύνδεση Ερευνητικού Σκοπού και Μέθόδων.....168

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Μεταβλητών Ελέγχου

Πίνακας 4-1: Καθαρά Κέρδη/(Ζημιές) κατά Τομέα για τα έτη Υ1-Υ5174

Πίνακας 4-2: Στατιστικό δείγμα ανά έτος Υ1-Υ5 (Καθαρά Κέρδη)175

Πίνακας 4-3: Στατιστικοί Δείκτες Καθαρών Κερδών/(Ζημιών)175

Πίνακας 4-4: Επικρατούσα Τιμή ως προς Καθαρά Κέρδη / Ζημιές176

Πίνακας 4-5: Παρουσίαση Δεικτών Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών) κατά Έτος.....177

Πίνακας 4-6: Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη Τρεχούμενης ρευστότητας.....	180
Πίνακας 4-7: Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη χρέους ανά έτος.....	182
Πίνακας 4-8: Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη χρέους vs δείκτης ασφαλείας.....	182
Πίνακας 4-9: Στατιστικό δείγμα κρατηθέντων κερδών ανά έτος Y1-Y5	184
Πίνακας 4-10: Στατιστικοί Δείκτες Κερδών/(Ζημιών) που κρατήθηκαν.....	184
Πίνακας 4-11: Συνολικό Ενεργητικό: Μέσος όρος και Διάμεσος ανά Έτος	186
Πίνακας 4-12: Πάγιο Ενεργητικό: Μέσος όρος και Διάμεσος ανά Έτος	187
Πίνακας 4-13: Έλεγχος Υποθέσεων	189

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Ανεξάρτητης και Εξαρτημένης Μεταβλητής και Συσχέτιση Εξαρτημένης με Αποτελέσματα Μεταβλητών Ελέγχου

Πίνακας 5-1: Στατιστική ROA Συγγενικών Εξαγορών.....	193
Πίνακας 5-2: Στατιστική ROA Μη Συγγενικών Εξαγορών.....	194
Πίνακας 5-3: Στατιστική ROE Συγγενικών Εξαγορών.....	195
Πίνακας 5-4: Στατιστική ROE Μη Συγγενικών Εξαγορών.....	196
Πίνακας 5-5 : Στατιστικοί Δείκτες Απόδοσης Ενεργητικού (ROA) κατά Έτος.....	197
Πίνακας 5-6: Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROA/Έτος/Τομέα/(Y1-Y5).....	198
Πίνακας 5-7 : Στατιστικοί Δείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	200
Πίνακας 5-8: Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROE/Έτος/Τομέα(Y1-Y5).....	201
Πίνακας 5-9: Συσχέτιση Μεταβλητών Pearson Correlations στα έτη Y0-Y5.....	203
Πίνακας 5-10: Συσχέτιση Μεταβλητών Pearson Correlations ROA, TA και FA.....	205
Πίνακας 5-11: Συσχέτιση Μεταβλητών Pearson Correlations ROE, TA και FA.....	206
Πίνακας 5-12: Συσχέτιση Διακύμανσης Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητών Ελέγχου διάμεσου δείκτη των Ετών Y0-Y5	210
Πίνακας 5-13: Συσχέτιση Διακύμανσης Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητής Ελέγχου DR διάμεσου δείκτη των Ετών Y0-Y5.....	216
Πίνακας 5-14: Στατιστικά Δεδομένα ROE Median, Καταθετικών Επιτοκίων και Ιδανικού ROE της περιόδου 2004-2012	218
Πίνακας 5-15: Αποτελέσματα Παρούσας Έρευνας	226
Πίνακας 5-16: Απαντήσεις στα Ερευνητικά Ερωτήματα και Υποθέσεις	228

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ανάλυση Ευρημάτων Βάση Μοντέλου Altman Z' Score ως Μεταβλητή Ελέγχου

Πίνακας 6-1: Ποσοστά Ανάλυσης Δείγματος Εξαγορών.....	232
Πίνακας 6-2: Altman's Z-score Μοντέλο.....	232
Πίνακας 6-3: Πιθανότητα Αποτυχίας με βάση το Μοντέλο Altman Z Score.....	234

Πίνακας 6-4: Z Score Κατηγοριοποίηση.....	237
Πίνακας 6-5: Στοιχεία Εφόρου Εταιρειών.....	239
Πίνακας 6-6: Πτωχεύσεις και Εκκαθαρίσεις Εταιρειών σε €'000	241
Πίνακας 6-7: Απαντήσεις στα Ερευνητικά Ερωτήματα και Υποθέσεις	242
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συσχέτιση Αποτελεσμάτων Μοντέλου Altman Z' Score και Μεταβλητών Ελέγχου	
Πίνακας 7-1: Στατιστικά αποτελέσματα τάσεων μεταβλητών και Altman.....	247
Πίνακας 7-2: Στατ. Αποτ. τάσεων Εξαρτημένης Μεταβλητής και Altman Z Score	257
Πίνακας 7-3: Pearson Correlation Altman Z Score and Current Ratio.....	263
Πίνακας 7-4: Pearson Correlation Altman Z Score and Debt Ratio.....	263
Πίνακας 7-5: Pearson Correlation Altman Z Score and NPA/(L) Analysis.....	264
Πίνακας 7-6: Στατιστική Διάμεσοι Δείκτες Z Score, CR, DR, NP(L)-Y0/Y5.....	265
Πίνακας 7-7: Συσχέτιση Διακύμανσης Μεταβλητής Z Score και CR Y0-Y5.....	268
Πίνακας 7-8: Συσχέτιση Διακύμανσης Μεταβλητής Z Score και DR Y0-Y5	268
Πίνακας 7-9: Απαντήσεις στα Ερευνητικά Ερωτήματα	275
Κεφάλαιο 8: Ανάλυση Ευρημάτων Δείκτες Χρηματιστηρίου και ΑΕΠ σε Συσχέτιση με ROA, ROE, Z Score και Πτωχεύσεις Εταιρειών	
Πίνακας 8-1: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) 1999 – 2016.....	278
Πίνακας 8-2: Τερματισμός Διαπραγμάτευσης Τίτλων στο ΧΑΚ	281
Πίνακας 8-3: Προτάσεις Εξαγορών κατά Έτος για την Περίοδο 1999 ως 2015	283
Πίνακας 8-4: Στατιστική Συσχέτιση Pearson r Δεικτών ΧΑΚ Vs ΑΕΠ 2004-201	294
Πίνακας 8-5: Στατιστικά Δεδομένα FTSE20, GEN_Δ_K, ΑΕΠ και Πτωχεύσεων	296
Πίνακας 8-6: Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation ΑΕΠ, FTSE20, GEN_Δ_K και Πτωχεύσεων Περιόδου 2004-2015	297
Πίνακας 8-7: Στατ. Δεδ. Διάμεσου Δείκτη Z Score και ROE Περιόδου 2004-2014	298
Πίνακας 8-8: Απαντήσεις στα Ερευνητικά Ερωτήματα και Υποθέσεις	300
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Ανάλυση Ευρημάτων Ερωτηματολογίων	
Πίνακας 9-1: Γενική Εικόνα στις Ε&Σ	318
Πίνακας 9-2: Ανάλυση Ερωτ. σε Σύνοψη Διευθυντικών Ποσοτικών Δεικτών	319
Πίνακας 9-3: Απαντήσεις στα Ερευνητικά Ερωτήματα και Υποθέσεις	320
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: Έλεγχος Υποθέσεων και Ευρήματα Νέων Ερευνητικών Ερωτημάτων	
Πίνακας 10-1: Συνοπτικά Αποτελέσματα Μεταβλητών παρούσας Έρευνας	333
Πίνακας 10-2: Συνοπτικός Πίνακας Ελέγχου Υποθέσεων Παρούσας Έρευνας	333

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: Συμπεράσματα, Εισηγήσεις, Περιορισμοί και Προτάσεις Μελλοντικής Έρευνας

Πίνακας 11-1: Σημαντικότητα του δείκτη CR έναντι των δεικτών DR, FA, TA, OP,NP,REA.....	345
Πίνακας 11-2: Πλαίσιο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Εξαγορών στο Έτος Εξαγοράς .	351
Πίνακας 11-3: Θεωρία δημιουργία αξίας: Πεδία παρούσας έρευνας vs Προηγούμενες έρευνες	353
Πίνακας 11-4: Περιορισμοί παρούσας έρευνας σε σχέση με επηρεασμό αποτελεσμάτων και σημαντικών ζητημάτων.....	359
Πίνακας 11-5: Αξιοπιστία, Ισχύς, Γενικοποίηση και Αντικειμ. Παρ. Έρευνας	360
Πίνακας 11-6: Επίτευξη Σκοπού και Στόχων Παρούσας Έρευνας	364



Λίστα Παραρτημάτων

Σελίδα

Κεφάλαιο 2: Θεωρία και Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Παράρτημα 1: Προτάσεις Εξαγορών Περιόδου 1999-2015.....407

Κεφάλαιο 3: Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι

Παράρτημα 2: Ερωτηματολόγιο422

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Μεταβλητών Ελέγχου

Παράρτημα 3: Καθαρές Ζημιές Κατά Τομέα.....426

Παράρτημα 4: Καθαρές Ζημιές Εξαγορασθεισών Εταιρειών κατά Τομέα Y1-Y5.....427

Παράρτημα 5: Λειτουργικά Κέρδη/(Ζημιές) ανά Εταιρεία Y0-Y5429

Παράρτημα 6: Δείκτης Ρευστότητας ανά Εταιρεία Y0-Y5430

Παράρτημα 7: Δείκτης Χρέους ανά Εταιρεία Y0-Y5431

Παράρτημα 8: Κέρδη/(Ζημιές) που Κρατήθηκαν ανά χρονική περίοδο Y0-Y5432

Παράρτημα 9: Συνολικό Ενεργητικό κατά Εταιρεία Y0-Y5434

Παράρτημα 10: Συνολικό Πάγιο Ενεργητικό κατά Εταιρεία Y0-Y5435

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Ανεξάρτητης και Εξαρτημένης Μεταβλητής και Συσχέτιση Εξαρτημένης με Αποτελέσματα Μεταβλητών Ελέγχου

Παράρτημα 11: Δείκτης ROA Κατά Τομέα (Sector)437

Παράρτημα 12: Δείκτης ROE Κατά Τομέα (Sector)438

Παράρτημα 13: Στατιστικές Αναλύσεις Pearson Correlation440

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ανάλυση Ευρημάτων Βάση Μοντέλου Altman Z' Score ως Μεταβλητή Ελέγχου

Παράρτημα 14: Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Altman Z Score Y0-Y5442

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συσχέτιση Αποτελεσμάτων Μοντέλου Altman Z' Score και Μεταβλητών Ελέγχου

Παράρτημα 15: Στατιστική Ανάλυση Συνδεσιμότητας Μοντέλου Altman Z Score και Δεικτών Χρέους, Ρευστότητας, και Κερδοφορίας449

Παράρτημα 16: Στατιστική Ανάλυση αυξομειώσης Δείκτη Z Score σε Σχέση με Τάσεις CR, DR, NP/(NL), OP/(OL), RE/(RL)456

Παράρτημα 17: Στατιστική Ανάλυση Συσχέτισης Pearson Correlation και CR,DR, NPA, OPA, και REA Y0-Y5458

Κεφάλαιο 8: Ανάλυση Ευρημάτων Δείκτες Χρηματιστηρίου και ΑΕΠ σε Συσχέτιση με ROA, ROE, Z Score και Πτωχεύσεις Εταιρειών

Παράρτημα 18: Στατιστική Ανάλυση Πορείας Δεικτών ΧΑΚ 2004-2019463

Παράρτημα 19: Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη Z Score 2004-2014.....464

Παράρτημα 20: Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROE 2004-2014.....	458
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: Συμπεράσματα και Εισηγήσεις	
Παράρτημα 21: Διεθνής Βιβλιογραφία Ερευνητικών Δημοσιεύσεων Άρθρων Αποτίμησης Απόδοσης Εταιρειών με βάση το Μοντέλο Altman Z Score	467
Παράρτημα 22: Πίνακας Ερευνητικών Δημοσιεύσεων Άρθρων Ε&Σ Διεθνούς Βιβλιογραφίας	471
Παράρτημα 23: Στατιστικές Παλινδρόμησης / Regression Analysis ROA/ROE vs CR,DR,FA,OP,NP,REA	474
Παράρτημα 24: Οικονομικές καταστάσεις 2012 – Rime Business Intelligence Credit Report	476



Κατάλογος Συντομογραφιών και Συμβόλων (Abbreviations)

Ελληνική Γλώσσα

ΑΕΠ: Εθνικό Ακαθάριστο Προϊόν

Δ.Σ.: Διοικητικό Συμβούλιο

Ε.Ε.: Ευρωπαϊκή Ένωση

Ε&Σ: Εξαγορές & Συγχωνεύσεις

ΕΥ: Ερευνητική Υπόθεση

ΗΠΑ: Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

ΜΒ: Μεγάλη Βρετανία

Τρισεκατομμύριο: Τρισ

Υ₁: Υπόθεση 1, Υ₂: Υπόθεση 2, Υ₃: Υπόθεση 3, Υ₄: Υπόθεση 4

ΧΑΚ: Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου

Αγγλική Γλώσσα

CR: Current Ratio / Δείκτης Τρεχούμενης Ρευστότητας

DR: Debt Ratio / Δείκτης Χρέους

ERPs: Enterprise Resource Planning System / Σύστημα Διαχείρισης Επιχειρησιακών Πόρων

FA: Fixed Assets / Πάγιο Ενεργητικό

M&A: Mergers & Acquisitions / Εξαγορές & Συγχωνεύσεις

MVR: Market Value Ratio / Δείκτης Αποτίμησης Αγορών

NPA: Net Profit Analysis / Ανάλυση Καθαρής Κερδοφορίας

OCF: Operating Cash Flow / Λειτουργικό Κέρδος

PEST: Political, Economic, Sociocultural, Technological / Πολιτικό, Οικονομικό, Κοινωνικοπολιτικό, Τεχνολογικό

PLC: Product Life Cycle / Κύκλος Ζωής Προϊόντος

RE: Retained Earnings / Συσσωρευμένα Κέρδη

ROA: Return on Assets / Απόδοση Ενεργητικού

ROE: Return on Equity / Απόδοση Κεφαλαίου Μετόχων

ROS: Return on Sales / Απόδοση επί των Πωλήσεων

SWOT: Strengths, Weaknesses, Opportunities, and Threats / Δυνατότητες, Αδυναμίες, Ευκαιρίες, Κίνδυνοι

SPSS: Statistical Package of Social Science

TA: Total Assets / Ολικό Ενεργητικό

Y₀, Y₁, Y₂, Y₃, Y₄, Y₅=Έτος 0, Έτος 1, Έτος 2, Έτος 3, Έτος 4, Έτος 5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

Εισαγωγή

Τίτλος Ερευνητικής Διατριβής

«Αποτίμηση των Εξαγορών σε Συγγενικές ή μη Συγγενικές Βιομηχανίες στην Κύπρο»

1.0 Σκοπός

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η αποτίμηση και η εξερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας των εξαγορών και κατά συνέπεια η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνηδένισης της αξίας των μετόχων, στόχοι οι οποίοι επιτεύχθηκαν στην παρούσα έρευνα. Το μέσο της υποστήριξης του σκοπού επιτεύχθηκε διαμέσου της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και σύνδεσης πολλαπλών ποσοτικών μεθόδων αποτίμησης των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Κύπρο την περίοδο 1999 ως 2015, με επέκταση του χρονικού ορίζοντα ανάλυσης των εξαγορών μέχρι το 2020, περίοδο η οποία κάλυψε και τη μετά-εξαγορά εποχή με στόχο η έρευνα να είναι επίκαιρη και δεύτερο να υπάρχει δυνατότητα συλλογής χρηματοοικονομικών δεδομένων προς ανάλυση σε βάθος 6 ετών (Y0-Y5).

Η έρευνα είναι επίκαιρη γιατί επεκτάθηκε ο έλεγχος των εξαγορών μέχρι το 2020. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η πλειοψηφία των δημόσιων προτάσεων εξαγοράς (105 από 111) έγιναν την περίοδο 1999 ως 2012, δηλαδή πριν την οικονομική κρίση η οποία επήλθε το Μάρτιο του 2013 με το κλείσιμο της Λαϊκής Τράπεζας Δημόσια Εταιρεία Κύπρου Λτδ όπου ήταν ένας από τους βασικούς τραπεζικούς οργανισμούς της Κύπρου και χαρακτηριζόταν από την Κεντρική Τράπεζα Κύπρου ως δεύτερη συστημική τράπεζα (Κεντρική Τράπεζα Κύπρου, 2013). Ο σκοπός της έρευνας επιτεύχθηκε μετά από επιθεώρηση της υφιστάμενης επικρατούσας τάσης των Ε&Σ (Εξαγορών & Συγχωνεύσεων) σε παγκόσμιο επίπεδο. Κατόπιν εντοπισμού των ερευνητικών κενών της υπάρχουσας βιβλιογραφίας δινεργήθηκε πρωτογενής έρευνα στην Κύπρο για να προσδώσει φως στον τομέα «δεδομένα και γνώση» των εξαγορών στην Κύπρο με το ένα συμβαλλόμενο μέρος στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς να είναι δημόσια εταιρεία.

Συνεπώς, ένας από τους θεμελιώδεις στόχους της έρευνας είναι η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνηδένισης της αξίας των μετόχων, το οποίο να αποτελεί ένα ισχυρό εργαλείο μείωσης ρίσκου και αποτυχίας των Ε&Σ σε διεθνές περιβάλλον γεγονός το οποίο επαληθεύτηκε στην παρούσα έρευνα στο κεφάλαιο 10.

1.1 Στόχοι

Οι κύριοι στόχοι της παρούσας έρευνας η οποία διερεύνησε τα αποτελέσματα των εξαγορών που διενεργήθηκαν στην Κύπρο με βάση ποσοτικά κριτήρια είναι οι πιο κάτω:

1. Να διερευνήσει τους λόγους διενέργειας των εξαγορών στην Κύπρο και αν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος πριν από την εξαγορά με βάση τα πεδία επιμέλειας: (α) Εσωτερική επιμέλεια: ανταγωνιστές, έρευνα & ανάπτυξη, παραγωγικές δυνατότητες, πατέντες και τεχνολογία, (β) Οικονομική επιμέλεια: ιστορικά κέρδη, μελλοντικά κέρδη, ταμειακές ροές, περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις, (γ) Νομική επιμέλεια: ελεύθερη από οποιαδήποτε βάρη και συμβατικές υποχρεώσεις, (δ) Εμπορική επιμέλεια: προοπτική αγοράς, μελλοντικές προοπτικές και ανταγωνιστική θέση, (ε) Διοικητική επιμέλεια: διασφάλιση συμβατότητας μεταξύ αγοραστή και αγοραζόμενου, (ζ) Επιμέλεια εταιρικής κουλτούρας: διοικητικό στυλ, εταιρική συμπεριφορά, αξίες και πεποιθήσεις (Moeller and Brady, 2009; Bhagwan e tal., 2018).
2. Να εξερευνήσει τις εξαγορές στην Κύπρο και συγκεκριμένα:
2(α) Να καταδείξει τα ποσοστά εξαγορών ανά τομέα, συγγενικό ή μη συγγενικό.
2(β) Να καταδείξει τα ποσοστά επιτυχίας και αποτυχίας των εξαγορών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων διά της χρήσης πολλαπλών ποσοτικών αναλύσεων. 2(γ) Να προσδιορίσει το χρονικό σημείο επιτυχίας ή αποτυχίας των εξαγορών.
3. Να αναπτύξει μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ το οποίο θα οδηγεί σε ασφάλεια ή θα μειώσει το ρίσκο αποτυχίας των εξαγορών. Γεγονός το οποίο προκύπτει διαμέσου του θεμελιώδους στόχου της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των εξαγορών.
4. Να κάνει εισηγήσεις για μελλοντικές στρατηγικές εξαγορών προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας.

Η υλοποίηση των πιο πάνω στόχων οδήγησε στη ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων στην Κύπρο το οποίο να μπορεί να γενικευθεί και σε διεθνές επίπεδο. Συνεπώς, το αναμενόμενο αποτέλεσμα της παρούσας έρευνας όπως και κάθε επιστημονικής έρευνας, είναι να προσδώσει νέα γνώση στην ακαδημαϊκή, επαγγελματική και επιχειρηματική κοινωνία τόσο της Κύπρου όσο και διεθνώς.

1.2 Βιβλιογραφική Επισκόπηση

1.2.1 E&Σ σε Διεθνές Επίπεδο

Αυτή η έρευνα στηρίζεται στη θεωρία της στρατηγικής επέκτασης διαμέσου των εξαγορών βασιζόμενη στα δύο μοντέλα των Συγγενικών και Μη-Συγγενικών τομέων σε συνάρτηση με την πρόσδοση αξίας στους μετόχους (Markides and Williamson, 1994; Porter, 1998; Bowman and Helfat, 2001; Martin and Eisenhardt, 2001; Thomson and Strickland, 2001; Carleton and Lineberry, 2004; Galpin and Herndon, 2007; Moeller and Brady, 2009). Αφετέρου, συνδέεται με προηγούμενες έρευνες των Bowman and Helfat (2001), Martin and Eisenhardt (2001), Thomson and Strickland (2001), Carleton and Lineberry (2004), Galpin and Herndon (2007), Gunther (2007), Moeller and Brady, (2009), Anil et al. (2013), Daniliuc et al. (2014), Edi and Irayandi (2019), οι οποίοι ερευνήσαν το πεδίο των εξαγορών διαμέσου χρηματοοικονομικής αποτίμησης των εξαγορών.

Επιπλέον αυτή η έρευνα βασίζεται σε προηγούμενες μελέτες ως προς το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας, οι οποίες κάλυψαν τεράστια γεωγραφικά μήκη και πλάτη όπως ΕΕ, Αμερική, Μεγάλη Βρετανία, Ινδία και Αυστραλία των DeWit and Meyer (1998), KPMG (1999; 2001), Carleton and Lineberry (2004), Cartwright and Schoenberg (2006), Papadakis and Thanos (2010), Sinha et al. (2010), Jayesh (2012), Paulone, (2013), Kosonen and Blomqvist (2013), Nguyen et al. (2017) και οι οποίες κατέδειξαν από ελάχιστα μέχρι και μεγάλα ποσοστά αποτυχίας εξαγορών πέραν του 50%, με αρνητικά αποτελέσματα ως προς την αξία των μετόχων, για τους ακόλουθους λόγους: (1) ανεπάρκεια της ομάδας επίβλεψης και εκτέλεσης της εξαγοράς, (2) αποτυχία ενσωμάτωσης κοινής εταιρικής κουλτούρας, (3) αποτυχία αποκόμισης συνεργειών, (4) αποτυχία αποκόμισης οικονομιών κλίμακας, (5) αύξηση του ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο από μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες, (6) φιλελευθεροποίηση και (7) οι δραματικές τεχνολογικές αλλαγές.

Η παρούσα μελέτη επεκτείνεται πέραν της εκτίμησης των ποσοστών επιτυχίας ή αποτυχίας και πρόσδοσης αξίας στους μετόχους, στο πεδίο του ρίσκου αποτυχίας των εξαγορών σε διαχρονική βάση διά της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z Score. Στο πεδίο αυτό εντοπίστηκε ελάχιστη έρευνα στην διεθνή βιβλιογραφία με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα αποτίμησης των εξαγορών (Bruyland and Maeseneire, 2016; Gao et al., 2021; Bessler et al., 2020).

Οι Carleton and Lineberry (2004) στο ερευνητικό τους έργο κατέγραψαν ότι χιλιάδες E&Σ απέτυχαν να προσδώσουν οικονομικά οφέλη, με το ποσοστό αποτυχίας να έχει κυμανθεί μεταξύ 55 % - 77%, ένα ποσοστό αποτυχίας πολύ υψηλό χρήζει περαιτέρω

διερεύνησης. Αποτέλεσμα των αποτυχιών ήταν η απώλεια τεράστιων ποσών για τους οργανισμούς και κατ' επέκταση της αξίας των μετόχων.

Στην έρευνα τους οι Kovala and Skok (2015) καταγράφουν πράξεις E&Σ μαμούθ οι οποίες ποσοδούνται σε \$2.4 τρις, \$2.5 τρις, \$2.6 τρις, \$2.3 τρις και \$2.7 τρις στα έτη 2010, 2011, 2012 2013 και 2014 αντίστοιχα (Reuters 2014), γεγονός το οποίο καταγράφει την τεράστια σημασία των E&Σ στον κόσμο των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) ο αριθμός των E&Σ το 2017 κατέγραψε 50.600 πράξεις αξίας \$3,5 τρις παγκοσμίως σε σύγκριση με το 2016, οι πράξεις σημείωσαν αύξηση 2,9% σε αριθμό αλλά μείωση σε αξία κατά 2%.

Οι ερευνητές διαπίστωσαν δυναμικά οικονομικά οφέλη από τις στρατηγικές E&Σ, τα οποία συζητήθηκαν στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και επικεντρώνονται σε δύο πολύ βασικά σημεία, τις κλίμακες οικονομίας και σκοπού (economies of scale and scope) και στις διασταυρωμένες επιχειρηματικές συνέργειες (cross business synergies) (Markides and Williamson, 1994; Porter, 1998; Thomson and Strickland, 2001; Sacui and Maticiu, 2020).

Σύμφωνα με τους Thomson and Strickland (2001), οι ακόλουθοι πέντε παράγοντες δίνουν το στίγμα προς χάραξη και εκτέλεση E&Σ: 1) φθίνουσα πορεία ανάπτυξης στην παρούσα λειτουργική δραστηριότητα, 2) προοπτική ευκαιριών για να προστεθεί αξία στους πελάτες και να κερδηθεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, 3) ελκυστικές ευκαιρίες για να μεταφερθούν ικανότητες και δυνατότητες προς νέες επιχειρηματικές αρένες, 4) ευκαιρία για εξοικονόμηση στα κόστη, και 5) η ύπαρξη χρηματοδοτικών και οργανωτικών πόρων για τη στήριξη της στρατηγικής ανάπτυξης E&Σ.

Οι Santos et al. (2012) μέσα από διαχρονική έρευνα καταλήγουν στο συμπέρασμα και δηλώνουν με έμφαση ότι η στρατηγική των εξαγορών και γενικά των επεκτάσεων εμπεριέχει μεγάλα ρίσκα. Είναι σημαντικό για την ακαδημαϊκή και επαγγελματική κοινότητα, οι εκτελεστικοί διευθυντές και γενικά τα Διοικητικά Συμβούλια να καταλαβαίνουν πλήρως τις επιπτώσεις, τα κόστη και οφέλη, και γιατί χρειάζεται εξαιρετική γνώση και χάραξη στρατηγικής υλοποίησης (Zhu et al., 2020).

Οι Anil et al. (2013) στο ερευνητικό τους έργο κατέδειξαν ότι οι παράμετροι υλοποίησης των E&Σ διαφέρουν από χώρα σε χώρα και ειδικά στις ανεπτυγμένες. Τέτοιες παράμετροι είναι οι κυβερνητικές και εργασιακές σχέσεις, η αγορά, η παραγωγή, οι εργασιακοί παράγοντες και οι πολιτικοοικονομικές μεταβλητές.

Οι Yaghoubi et al. (2016) σε μία εκτενή βιβλιογραφική επισκόπηση των E&Σ εντόπισαν τα ακόλουθα σημαντικά ζητήματα: (1) μεγάλος μέρος της βιβλιογραφίας επικεντρώθηκε στα κέρδη του αγοραστή και τους παράγοντες που επηρεάζουν τα κέρδη, (2)

επικέντρωση της βιβλιογραφίας στις πηγές δημιουργίας αξίας μέσω των Ε&Σ παρά το γεγονός ότι αρκετές εμπειρικές έρευνες καταγράφουν ότι οι Ε&Σ καταστρέφουν την αξία των μετόχων, (3) σπάνια αντιμετωπίζονται οι μηχανισμοί καταστροφής της αξίας όπου συχνά αποδίδονται σε λάθη των διαχειριστών των Ε&Σ, και (4) τέλος τίθεται το σημαντικό ερώτημα «Ποιες είναι οι πηγές αξίας στις Ε&Σ».

Οι Martynov and Shafiti (2016) στο ερευνητικό πεδίο των Ε&Σ σε σχέση με τη μακροχρόνια απόδοση προτείνουν τη χρήση πολλαπλών παραγόντων σε ένα μόνο μοντέλο, το οποίο θα επιτρέψει στους ερευνητές να συγκρίνουν και να αντιπαραβάλουν το αποτέλεσμα τους και να διερευνήσουν πιθανές επιπτώσεις στις οποίες ένας παράγοντας μπορεί να επηρεάσει την επίδραση ενός άλλου συντελεστή της σταθερής απόδοσης.

Ο Gogia (2018) στην έρευνα του στον τραπεζικό τομέα της Ινδίας, τόσο σε ιδιωτικές όσο και σε δημόσιες εταιρείες, με πεδίο τις επιπτώσεις στη ρευστότητα και κερδοφορία στη μετά-εξαγορά περίοδο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτυχία των Ε&Σ που αποτελεί υπαρκτό πρόβλημα είναι απόρροια του γεγονότος ότι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές για την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ.

Οι Wei and Gregg (2020) μελέτησαν την ενσωμάτωση των εξαγορών στη μετά-εξαγορά περίοδο. Καταγράφουν το θεωρητικό κενό στο οποίο δεν υπάρχει σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.

Διαφαίνεται ότι τα μέχρι τώρα ερευνητικά αποτελέσματα είναι απογοητευτικά σε θέμα ποσοστών επιτυχίας, όπου ο δείκτης αποτυχίας ξεπερνά σε αρκετές μελέτες το 50%. Αυτό είναι σημαντικό εμπειρικό πρόβλημα διότι δεν γνωρίζουμε για ποιους λόγους τόσο μεγάλο ποσοστό καταλήγει αρνητικά και καταδεικνύεται η έλλειψη επαρκούς μελέτης η οποία θα καθορίσει αποτελεσματικό πλαίσιο ελέγχου εξαγορών που να μειώνει το ρίσκο της αποτυχίας και κατ' επέκταση θα καλύψει το υφιστάμενο θεωρητικό κενό το οποίο καταγράφεται στην υπό ενότητα 1.5. Με βάση λοιπόν τις υποδείξεις των πιο πάνω ερευνητών καταδεικνύεται ότι η αποτυχία των εξαγορών είναι πρακτικό θέμα το οποίο έχει και θεωρητικές προεκτάσεις και κενά.

Συνεπώς τα σημεία αναφοράς της παρούσας έρευνας είναι τα ακόλουθα: (1) να διαπιστωθούν οι λόγοι που οδήγησαν στην αποτυχία σε τοπικό επίπεδο και να συγκριθούν τα αποτελέσματα με τη διεθνή βιβλιογραφία, (2) να εξερευνηθεί το ρίσκο αποτυχίας των εξαγορών σε διαχρονική βάση, και (3) να ενσωματωθούν οι ορθές μεταβλητές σε ένα

μοντέλο ελέγχου χρηματοοικονομικής αποτίμησης των εξαγορών προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας το οποίο να εφαρμόζεται σε πραγματικό χρόνο.

1.2.2 Στρατηγικής Ανάπτυξης διαμέσου E&Σ σε Συγγενικό Τομέα

Οι Needham et al. (1995) αναφέρουν τον σημαίνοντα ρόλο των στρατηγικών συνεργειών. Ορίζουν ως συνέργειες το άθροισμα των μερών που συνεργάζονται ως πιο παραγωγικό σε αντίθεση από τα επιμέρους τμήματα που εργάζονται μόνα τους. Γι' αυτό θεωρείται ως θεμελιώδης αρχή η επίτευξη συνεργασίας μεταξύ τμημάτων στις E&Σ σε συγγενικό τομέα. Ο Porter (1998) εξέφρασε ότι η E&Σ μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία στο να κερδίσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί διαμέσου χρήσης κοινών πόρων, τεχνογνωσίας, κοινών παραγωγικών μονάδων έτσι ώστε να επιτευχθεί μείωση στα κόστη (Adams et al, 2019; Sacui and Maticiuc, 2020).

Έρευνα του Buelens (2008) κατέδειξε ότι ποσοστό της τάξης του 60% διενεργείται σε συγγενικούς τομείς. Συνεπώς τα πιο κάτω κρίσιμα ερωτήματα διερευνώνται στη βιβλιογραφική επισκόπηση:

1. Ποια είναι τα κριτήρια επιλογής του τομέα επέκτασης.
2. Ποια διευθυντική διαδικασία δρομολογήθηκε στην προ-εξαγορά περίοδο.
3. Ποιος μηχανισμός χαρτογραφήθηκε στην επίβλεψη και εντοπισμό της επιτυχίας ή και αποτυχίας ώστε να λειτουργήσει προληπτικά στη μετά-εξαγορά περίοδο.
4. Ποιες επιπτώσεις υπήρξαν στην αξία των μετόχων και ποιος τομέας εξαγοράς είχε τις θετικές ή αρνητικές επιπτώσεις.
5. Ποιες επιπτώσεις υπήρξαν στη χρηματοοικονομική θέση και ευρωστία της εξαγορασθείσας εταιρείας είτε θετικές ή αρνητικές επιπτώσεις.

Αρκετοί ερευνητές κατέδειξαν τα θετικά αποτελέσματα των συγγενικών εξαγορών όπως οι Rumelt (1974; 1982; 1986), Markides and Williamson (1994), Markides (1995), Porter (1998), Bowman and Helfat (2001), Brush, et al. (1999), Palich et al. (2000), Martin and Eisenhardt (2001), Thomson and Strickland (2001), Carleton and Lineberry (2004), Galpin and Mark (2007), Gunther (2007), Mishra and Akbar (2007), Buelens (2008), Moeller and Brady, (2009), Newmeyer et al. (2016) και Sacui and Maticiuc (2020), όπου διαπίστωσαν δυναμικά οικονομικά οφέλη από τις στρατηγικές E&Σ σε συγγενικούς τομείς όπως διασταυρωμένες επιχειρηματικές συνέργειες και οικονομίες κλίμακας που μπορούν να οδηγήσουν σε θετικά αποτελέσματα ως προς την αύξηση της αξίας των μετόχων.

Στον αντίποδα, η διεθνής βιβλιογραφία και έρευνα κατέδειξαν ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι εξαγορές ήταν επιζήμιες για την αξία των μετόχων (De Wit and Meyer, 1998; KPMG, 1999, 2001; Carleton and Lineberry, 2004; Cartwright and Schoenberg, 2006;

Papadakis and Thanos, 2010; Sinha et al., 2010; Yaghoubi et al., 2016) όπου καταγράφηκαν ποσοστά αποτυχίας αύξησης αξίας στους μετόχους μεταξύ του 50% ως 83%.

1.2.3 Στρατηγική Ανάπτυξης διαμέσου Ε&Σ σε Μη συγγενικούς Τομείς

Οι Thomson and Strickland (2001) υποστήριξαν ότι οι Ε&Σ σε μη συγγενικούς τομείς είναι ουσιαστικά μία καθαρά οικονομική προσέγγιση ως προς την αύξηση της αξίας των μετόχων σε αντίθεση με τις Ε&Σ σε συγγενικούς τομείς χαρακτηρίζοντας την ως θεμελιώδη στρατηγική προσέγγιση. Επιπρόσθετα οι Bearden et al. (2001) ενισχύοντας τη θέση των Thomson and Strickland (2001), υποστήριξαν ότι η Ε&Σ σε μη συγγενικούς τομείς δεν έχει ουδεμία σχέση με τα νέα προϊόντα και τις υπάρχουσες κοινές λειτουργικές δραστηριότητες (Ziva, 2018).

1.2.4 Ε&Σ σε Τοπικό Επίπεδο

Αν και οι Ε&Σ διαφέρουν από χώρα σε χώρα (Anil et al., 2013), έχει διαπιστωθεί κενό έρευνας σε πολλές χώρες (Oduro and Agyei, 2013). Η έλλειψη επαρκών επίκαιρων ερευνών στον τομέα των Ε&Σ στην Κύπρο, καταδεικνύουν το κενό της έρευνας και στο Κυπριακό περιβάλλον.

Ειδικότερα εντοπίστηκε έρευνα, η οποία αφορά την Κύπρο του καθηγητή Μαυρίδη (2008), ο οποίος ανέλυσε τις Ε&Σ την περίοδο 2000 έως 2007 από την οπτική γωνία της εκτελεστικών διευθυντών και το αποτέλεσμα της κατέδειξε ότι ποσοστό 76% πρόσθεσε αξία στους μετόχους. Η έρευνα Μαυρίδη καλύπτει μόνο μία οπτική γωνία, αυτή της άποψης των διευθυντικών στελεχών. Η μη χρήση λογιστικών αριθμοδεικτών ώστε να πιστοποιηθεί και η αξιοπιστία της έρευνας ως επιπρόσθετου ερευνητικού εργαλείου σε συνδυασμό με την ποσοτική μεθοδολογία που ακολουθήθηκε αφήνει κενά.

Παρόμοια έρευνα της KPMG σε Ε.Ε., ΗΠΑ και Μεγάλη Βρετανία (1999; 2001) κατέδειξε πραγματική αύξηση της αξίας των μετόχων στο 30% σε σύγκριση με το 17% της προηγούμενης έρευνας του 1999. Το παράδοξο και στις δύο έρευνες είναι ότι οι συμμετέχοντες απάντησαν ότι πέτυχαν αύξηση στην αξία των μετόχων με ποσοστά 82% για το 1999 και 75% για την έρευνα του 2001. Αυτό είναι ένα τρανταχτό παράδειγμα ότι τα ερωτηματολόγια που συμπληρώνονται από ανώτερα στελέχη φέρουν στοιχεία υποκειμενικά τα οποία διαφοροποιούνται σε σημαντικό βαθμό από τα αντικειμενικά. Συνεπώς οι διασταυρώσεις των πληροφοριών είναι σημαντικές για να μπορεί οποιαδήποτε έρευνα να έχει ισχύ και αξιοπιστία.

Επιπλέον έχουν περάσει δεκατρία χρόνια από την έρευνα Μαυρίδη η οποία πραγματοποιήθηκε το 2007 με τις οικονομικές συνθήκες να έχουν αλλάξει άρδην έκτοτε λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, της οικονομικής κρίσης στην Κύπρο έτσι ώστε

να είναι αμφίβολο εάν τα αποτελέσματα της έρευνας Μαυρίδη έχουν ακόμα ισχύ σήμερα. Συνεπώς, η παρούσα έρευνα επικαιροποίησε τη γνώση στον τομέα των Ε&Σ στην Κύπρο.

1.2.5 Θεωρητικά Ζητήματα σε Σχέση με την Παρούσα Έρευνα

Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας και εφαρμογής μεθοδολογιών και μεθόδων αποτίμησης των Ε&Σ, την πολυπλοκότητα του θέματος λόγω εμπλοκής πολλαπλών κριτηρίων και μεταβλητών, και την αναζήτηση έγκυρων συμπερασμάτων, εξάγονται τα πιο κάτω σημαντικά θεωρητικά ζητήματα.

Μεθοδολογία και Μέθοδοι Αποτίμησης των Ε&Σ: Οι ακόλουθοι ερευνητές έθεσαν ζήτημα ως προς τη μεθοδολογία και τις μεθόδους που επιβάλλεται να υιοθετούνται στην αποτίμηση των Ε&Σ, με στόχο την βελτίωση της θεωρίας (Clayton, 2010; Meglio and Risberg, 2010; Rajeev and Jyoti, 2011; Christofi et al., 2017; Wei and Cregg, 2020; Gomes et al., 2020), γεγονός το οποίο αποτελεί πολυετές θεωρητικό πρόβλημα.

Χρονικός Ορίζοντας Αποτίμησης των Ε&Σ: Οι Peng and Beamish (2014) και Gomes et al. (2020) κατέδειξαν ότι η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου και όχι περιστασιακά για να αποτιμάται αξιόπιστα η επιτυχία ή αποτυχία των Ε&Σ με βάση μελέτη γεγονότος περιορισμένου χρόνου (event study).

Έρευνα Ρίσκου Αποτυχίας και Απώλειας Αξίας Μετόχων: Με βάση τις διαχρονικές μελέτες και έρευνες των Ε&Σ, στη διεθνή βιβλιογραφία ενώ καταγράφεται πληθώρα ερευνών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων, ελάχιστη έρευνα έχει εντοπιστεί στη διερεύνηση τόσο του ρίσκου αποτυχίας σε διαχρονική βάση, όσο και αν υπήρξε πλήρης απώλεια της αξίας των μετόχων, δηλαδή η εξαγορασθείσα εταιρεία να πτωχεύσει μετά την εξαγορά με αποτέλεσμα να υπάρξει ολιστική απώλεια της επένδυσης με συνεπακόλουθο την ολική απώλεια της αξίας των μετόχων. Οι Yaghoubi et al. (2016) στην έρευνα τους με θέμα τη βιβλιογραφική επισκόπηση των Ε&Σ εντόπισαν τα ακόλουθα σημαντικά ζητήματα: (1) μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας επικεντρώθηκε στα κέρδη του αγοραστή και παράγοντες που επηρεάζουν τα κέρδη, (2) επικέντρωση της βιβλιογραφίας στις πηγές δημιουργίας αξίας μέσω των Ε&Σ παρά το γεγονός ότι αρκετές εμπειρικές έρευνες καταγράφουν ότι οι Ε&Σ καταστρέφουν την αξία των μετόχων, (3) σπάνια αντιμετωπίζονται οι μηχανισμοί καταστροφής της αξίας που συχνά αποδίδονται σε λάθη των διαχειριστών των Ε&Σ, και τέλος (4) τίθεται το σημαντικό ερώτημα «Ποιες είναι οι πηγές αξίας στις Ε&Σ». Οι Wei and Gregg (2020) μελέτησαν την ενσωμάτωση των εξαγορών στη μετά-εξαγορά περίοδο. Καταγράφουν το θεωρητικό κενό όπου δεν υπάρχει

σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.

Ανάπτυξη Θεωρητικού Πλαισίου Επίβλεψης Απόδοσης Εξαγορασθείσας Εταιρείας: Οι Martynov and Shafiti (2016) στο ερευνητικό πεδίο των Ε&Σ σε σχέση με τη μακροχρόνια απόδοση καταγράφουν ως μια θεωρία τη χρήση πολλαπλών παραγόντων σε ένα μόνο μοντέλο το οποίο θα επιτρέψει στους ερευνητές να συγκρίνουν και να αντιπαραβάλουν το αποτέλεσμά τους και να διερευνήσουν πιθανές επιπτώσεις στις οποίες ένας παράγοντας μπορεί να επηρεάσει την επίδραση ενός άλλου συντελεστή της σταθερής απόδοσης. Ο Gogia (2018) στην έρευνα του στον τραπεζικό τομέα της Ινδίας, τόσο σε ιδιωτικές όσο και σε δημόσιες εταιρείες, με πεδίο τις επιπτώσεις στη ρευστότητα και κερδοφορία στη μετά-εξαγορά περίοδο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτυχία των Ε&Σ που αποτελεί υπαρκτό πρόβλημα είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές για την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ.

Παρούσα Έρευνα: Τα πιο πάνω προαναφερόμενα ζητήματα λήφθηκαν υπόψη στην παρούσα έρευνα και υιοθετήθηκαν με την ενσωμάτωση πολλαπλών παραγόντων σε ένα μοντέλο (ποσοτικές αναλύσεις), όπως (1) ενσωμάτωση μοντέλου μεταβλητών (ανεξάρτητη, εξαρτημένη, ελέγχου) και συσχέτιση δεικτών σε εφαρμογές Pearson correlation και Regression analysis, (2) Altman Z score, (3) ανάλυση ευαισθησίας, και (4) περιγραφική στατιστική ανάλυση σε βάθος χρόνου πέντε έτη μετά την εξαγορά για την αποτίμηση των εξαγορών και εξερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων.

1.3 Ανάπτυξη Ερευνητικών Υποθέσεων

Με βάση τη βιβλιογραφική επισκόπηση αναπτύχθηκαν ερευνητικές υποθέσεις οι οποίες χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: 1) Γενικό Πλαίσιο όπου διαχωρίζονται σε δύο πυλώνες με βάση τον χρονικό ορίζοντα, πριν από την εξαγορά και μετά την εξαγορά, και 2) Εξειδικευμένο Πλαίσιο το οποίο βασίζεται καθαρά σε Χρηματοοικονομική Ανάλυση ποσοτικών λογιστικών δεικτών και μοντέλων ως προς την απόδοση και ανάλυση. Οι ερευνητικές υποθέσεις είναι αλληλένδετες με Σκοπό και Στόχους. Ο έλεγχος των ερευνητικών υποθέσεων έριξε φως σε δεδομένα και γνώση: (1) ως προς την επιτυχία και αποτυχία των εξαγορών, (2) στα κρίσιμα σημεία και ενέργειες πριν από την εξαγορά και μετά την εξαγορά χρονική περίοδο, (3) στις βασικές αιτίες αποτυχίας και επιτυχίας και (4) στο ρίσκο αποτυχίας ή χρεοκοπίας.

1.4 Ερευνητική Σύνδεση Σκοπού, Στόχων και Μεθοδολογίας & Μεθόδων

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει τη συνδυαστική δομή μεταξύ Σκοπού, Στόχων και Μεθοδολογίας:

Πίνακας 1-1: Συνδυαστική Δομή μεταξύ Σκοπού, Στόχων και Μεθοδολογίας & Μεθόδων

Σκοπός Έρευνας	
Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η αποτίμηση των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Κύπρο την περίοδο 1999 – 2015 με επέκταση μέχρι το 2020 και η εξερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας και κατά συνέπεια η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνησίσεως της αξίας των μετόχων.	
Στόχοι	Μεθοδολογία και Μέθοδοι
1ος Πυλώνας – Πριν από την Εξαγορά	
Στόχος1: Να αναλύσει τους στρατηγικούς λόγους διενέργειας των εξαγορών και αν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος πριν από την εξαγορά.	1. Αποστολή δομημένου Ερωτηματολογίου στα διευθυντικά στελέχη των 50 υλοποιηθεισών εξαγορών.
2ος Πυλώνας – Μετά την Εξαγορά	
Στόχος 2α: Να καταδείξει τα ποσοστά εξαγορών ανά τομέα, συγγενικό ή μη συγγενικό.	1. Πρωτογενής έρευνα, συλλογή και ανάλυση οικονομικών καταστάσεων στις υλοποιηθείσες 50 εξαγορές 2. Συλλογή πληροφοριών διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου. 3. Συλλογή δεδομένων από ΧΑΚ.
Στόχος 2β: Να καταδείξει τα ποσοστά επιτυχίας και αποτυχίας των εξαγορών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων με τη χρήση πολλαπλών ποσοτικών αριθμοδεικτών.	1. Πρωτογενής έρευνα, συλλογή και ανάλυση οικονομικών καταστάσεων διαμέσου αριθμοδεικτών κερδοφορίας, ρευστότητας, χρέους και επενδυτών, στις υλοποιηθείσες 50 εξαγορές αναλύοντας την Κατάσταση Οικονομικής Θέσης και Κατάσταση Κερδοζημιών, η οποία βασίστηκε σε ανάλυση πολλαπλών ποσοτικών αριθμοδεικτών. 2. Ποσοτική Πολλαπλή Ανάλυση: Μοντέλο Μεταβλητών, Λογιστική Ανάλυση Δεικτών, Pearson Correlation, Regression Analysis, Ποσοτική Ανάλυση Ερωτηματολογίου, Εφαρμογή μοντέλου Altman Z score. 3. Επιπλέον η ανάλυση των δομημένων ερωτηματολογίων αποτελεί επιπρόσθετο εργαλείο προς εξαγωγή συμπερασμάτων.
Στόχος 2γ: Να προσδιορίσει το χρονικό σημείο επιτυχίας και αποτυχίας των εξαγορών.	Ποσοτική Πολλαπλή Ανάλυση: Μοντέλο Μεταβλητών, Λογιστική Ανάλυση Δεικτών, Εφαρμογή μοντέλου Altman Z score.
Στόχος 3: Να αναπτύξει μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της	Ποσοτική Πολλαπλή Εφαρμογή: Altman Z Score, Ολιστική Ανάλυση Altman Z Score, Ανάλυση Ευαισθησίας Μοντέλου Altman

αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνηδένισης της αξίας των μετόχων.	Z Score σε CR και DR, Μοντέλο Μεταβλητών, Pearson Correlation Εξαρτημένης Μεταβλητής vs Μεταβλητών Ελέγχου, Regression Analysis, Περιγραφική στατιστική ανάλυση μεταβλητών ελέγχου (μέσου όρου, διάμεσου, τυπικής απόκλισης, μίνιμουμ και μάξιμουμ.
Στόχος 4: Να κάνει εισηγήσεις για μελλοντικές στρατηγικές εξαγορών.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Βιβλιογραφική Επισκόπηση. 2. Ανάλυση Ευρημάτων της παρούσας έρευνας διαμέσου της πρωτογενούς έρευνας των οικονομικών καταστάσεων και επιπλέον διαμέσου της ανάλυσης του δομημένου ερωτηματολογίου. 3. Με βάση τα ευρήματα της έρευνας γίνονται εισηγήσεις προς μελλοντικές έρευνες αναφορικά με τον τομέα των εξαγορών.

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

1.5 Θεωρητικό Κενό

Η βασική θεωρία που διέπει τις E&Σ είναι η θεωρία της δημιουργίας πρόσθετης αξίας (value creating theory), στην οποία αναμένεται ότι ο αγοραστής και η εταιρεία στόχος θα έχουν θετικές αποδόσεις λόγω συνεργατικών ωφελειών. Στη θεωρία δημιουργίας πρόσθετης αξίας οι ερευνητές διαχώρισαν σε δύο κατηγορίες: (1) μεγιστοποίηση της αξίας και (2) μη μεγιστοποίηση της αξίας (Leepsa and Mishra, 2016). Οι Gupta et al. (2021) σημειώνουν, επικαλούμενοι πληθώρα άλλων ερευνητών, ότι ο αντίκτυπος των εξαγορών στην προ εξαγορά και μετά εξαγορά περίοδο και η δημιουργία πρόσθετης αξίας αποτιμάται διαμέσου χρηματοοικονομικών δεικτών όπως ρευστότητας, κερδοφορίας, και χρέους. Οι ποιο κάτω ερευνητές με βάση την βασική θεωρία της πρόσθετης αξίας (value creation) εντόπισαν ερευνητικά κενά στην υπάρχουσα βιβλιογραφία τα οποία παραθέτουμε ανά ερευνητή.

Ο Gunther (2007) στην έρευνα του με τίτλο «Εταιρική Ανάπτυξη, Επέκταση και Επιτυχία» κάνει ξεκάθαρη αναφορά ότι το φαινόμενο των επεκτάσεων και κατά συνέπεια των εξαγορών είναι ελλιπές και επιπρόσθετα επικαλείται τον ερευνητή Gary (2005), ο οποίος καταδεικνύει την ξεκάθαρη ανάγκη στον εμπλουτισμό της υφιστάμενης θεωρίας στρατηγικής επέκτασης ως προς τον δυναμικό χαρακτήρα της προοπτικής των E&Σ. Ο ερευνητής καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ανάγκη στον εμπλουτισμό της γνώσης ως προς διαδικασία επέκτασης και στα ειδικά χαρακτηριστικά του εταιρικού προγράμματος επέκτασης. Συνεπώς άγεται η ανάγκη ανάπτυξης μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου

των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων.

Οι Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010), Rajeev and Jyoti (2011) διαπιστώνουν ότι οι επιστήμονες και επαγγελματίες επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες για να βρουν απαντήσεις προς βελτίωση της θεωρίας των Ε&Σ και περαιτέρω να βελτιώσουν το τεράστιο κενό με την εισαγωγή συγκεκριμένου πλαισίου. Οι Rajeev and Jyoti (2011) αναφέρουν συγκριμένα ότι μέσα από την έρευνα τους διαπιστώνουν ότι η πιο συνήθης ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της αξίας των Ε&Σ ήταν η μέθοδος των συσσωρευμένων μη αναμενόμενων κερδών (CARs – Cumulative Abnormal Returns) ως μελέτη γεγονότος (event study) η οποία παρουσιάζει αριθμό περιορισμών προς αξιόπιστο αποτέλεσμα. Γι' αυτό και οι Peng and Beamish (2014), Song (2014), και Gomes et al. (2020) κατέδειξαν ότι η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου και όχι περιστασιακά με μελέτες περιορισμένου χρόνου, για να αποτιμάται αξιόπιστα η επιτυχία ή αποτυχία των Ε&Σ. Οι ερευνητές Wei and Cregg (2020) καταγράφουν ότι η αξιοπιστία της ενσωμάτωσης και αποτίμησης των εξαγορών αποτελεί πρόκληση και είναι ένα πολυετές θεωρητικό πρόβλημα τόσο στην ακαδημαϊκή όσο και στην πρακτική κοινότητα και πρέπει να εξετάζεται διαμέσου ποσοτικής ανάλυσης ή συνδυασμού ποσοτικής και ποιοτικής ανάλυσης.

Οι Rajeev and Jyoti (2011) διαπιστώνουν ότι οι σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις Ε&Σ σε πλαίσιο οργανωτικού, ατομικού, τεχνολογικού και περιβαλλοντολογικού επιπέδου δεν εξετάστηκαν σε βάθος από τους σύγχρονους ερευνητές και χρήζουν μελλοντικών ερευνών. Η απώλεια του ανθρώπινου παράγοντα ως ο πιο σημαντικός στρατηγικός πόρος μπορεί να μειώσει την ανταγωνιστικότητα και βιωσιμότητα των οργανισμών. Συνεπώς χρήζει επαναχάραξης η διαδικαστική επίβλεψη των Ε&Σ στη μετά-εξαγορά εποχή ως προς την παρακολούθηση της πιθανής απώλειας υπαλλήλων σε καίριες θέσεις που θα επηρέαζαν την επιτυχία των Ε&Σ σε διαχρονική βάση.

Οι Alaranta and Martela (2012) καταδεικνύουν ότι πέραν του 50% των Ε&Σ αποτυγχάνουν. Υπάρχει ελάχιστη ως ανύπαρκτη βιβλιογραφία σε θέμα χαρτογράφησης μηχανισμών επιτυχούς εφαρμογής της βιωματικής γνώσης. Αποτέλεσμα της παρούσας έλλειψης επιτυχούς βιωματικής γνώσης και του τεράστιου κενού στις αποτυχίες υπάρχει η ανάγκη της επαναχάραξης της διαδικαστικής επίβλεψης των Ε&Σ στη μετά-εξαγορά εποχή ως προς τους δείκτες απόδοσης, γεγονός το οποίο υιοθετείται στην παρούσα έρευνα για να καλυφθεί το ερευνητικό κενό σε αυτό το πεδίο.

Οι Sergei et al. (2015) καταδεικνύουν ότι παρά την ύπαρξη πολυάριθμων μελετών οι οποίες αναλύουν Ε&Σ μέσα και έξω από τις ανεπτυγμένες οικονομίες, ένα πολύ μικρότερο πλήθος μελετών επικεντρώνεται σε Ε&Σ σε αναδυόμενες οικονομίες. Δεδομένου ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στο θεσμικό περιβάλλον, στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και στις αγορές μεταξύ ανεπτυγμένων και αναδυόμενων οικονομιών, οι υπάρχουσες γνώσεις στις Ε&Σ πρέπει να επεκταθούν στις αναδυόμενες οικονομίες μέσα και έξω από την Ε.Ε. Επιπρόσθετα οι ερευνητές καταλήγουν ως σκοπό να καταδείξουν τη σημαντικότητα των ευρημάτων τους, τα οποία θα βοηθήσουν στην ανάπτυξη ενός νέου θεσμικού πλαισίου.

Πρόσφατα ερευνητές όπως οι Martynov and Shafti (2016) στο ερευνητικό πεδίο των Ε&Σ σε σχέση με τη μακροχρόνια απόδοση καταγράφουν τη χρήση πολλαπλών παραγόντων σε ένα μόνο μοντέλο, ο Gogia (2018) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτυχία των Ε&Σ που αποτελεί υπαρκτό πρόβλημα είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές για την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ, και οι Wei and Gregg (2020) καταγράφουν το θεωρητικό κενό όπου δεν υπάρχει σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.

1.5.1 Σύνοψη Ερευνητικών Κενών

- Gunther (2007): εμπλουτισμό στη γνώση και δεδομένα των εξαγορών.
- Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010), και Wei and Cregg (2020): επιστήμονες και επαγγελματίες επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες για να βρουν απαντήσεις προς βελτίωση της θεωρίας.
- Alaranta and Martela (2012): το κενό που υπάρχει στην υφιστάμενη βιβλιογραφία εντοπίζεται στο πεδίο της βιοματικής γνώσης (μάθηση στην πράξη).
- Peng and Beamish (2014): η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου.
- Martynov and Shafti (2016): στο ερευνητικό πεδίο των Ε&Σ σε σχέση με τη μακροχρόνια απόδοση καταγράφουν ως μια θεωρία τη χρήση πολλαπλών παραγόντων σε ένα μόνο μοντέλο.
- Gogia (2018): καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτυχία των Ε&Σ όπου αποτελεί υπαρκτό πρόβλημα είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές για την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ.

- Wei and Gregg (2020): καταγράφουν το θεωρητικό κενό όπου δεν υπάρχει σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.

1.5.2 Κάλυψη Ερευνητικών Κενών στην Παρούσα Έρευνα

Με βάση τα πιο πάνω ερευνητικά κενά, στην παρούσα έρευνα αναλύθηκαν και δόθηκαν απαντήσεις στα παρακάτω σημαντικά ερευνητικά κενά.

1.5.2.1 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού Εξέτασης Ρίσκου Αποτυχίας ή και Χρεοκοπίας και απώλειας της Αξίας των Μετόχων

Ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε που ερευνά τις εξαγορές στις οποίες να υπήρξε αποτυχία ή και χρεοκοπία της εξαγορασθείσας εταιρείας και κατ' συνέπεια απώλεια της αξίας των μετόχων (Bruyland and Maeseneire, 2016; Gao et al., 2019; Bessler et al., 2020) και μάλιστα η υπάρχουσα έρευνα αποτιμά το ρίσκο χρεοκοπίας σε βραχυχρόνια βάση.

Στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε, (1) συλλογή δε

δομένων από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών που φάνηκε ότι αριθμός εταιρειών οι οποίες είχαν ρίσκο αποτυχίας είχαν εκκαθαριστεί, διαλυθεί ή διαγραφεί από το Μητρώο του Εφόρου Εταιρειών με συνεπακόλουθο την πλήρη εκμηδένιση της αξίας των Μετόχων, (2) ερευνήθηκε το ρίσκο αποτυχίας, μετρούμενο μέσα από τον δείκτη Z Score, κατά τα επόμενα πέντε έτη από την εξαγορά, και (3) ερευνήθηκαν οι παράμετροι που οδηγούν στην αύξηση ή μείωση του ρίσκου αποτυχίας.

1.5.2.2 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού στην υιοθέτηση Συνδυασμού Πολλαπλών Ποσοτικών Αναλύσεων σε Βάθος Χρόνου

Ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε με την υιοθέτηση συνδυασμού πολλαπλών μεταβλητών σε ένα μοντέλο και ενσωμάτωση ορθών μεταβλητών σε διαχρονική βάση αποτίμησης των Ε&Σ (Peng and Beamish, 2014; Martynov and Shafti, 2016; Gogia, 2018; Wei and Gregg, 2020).

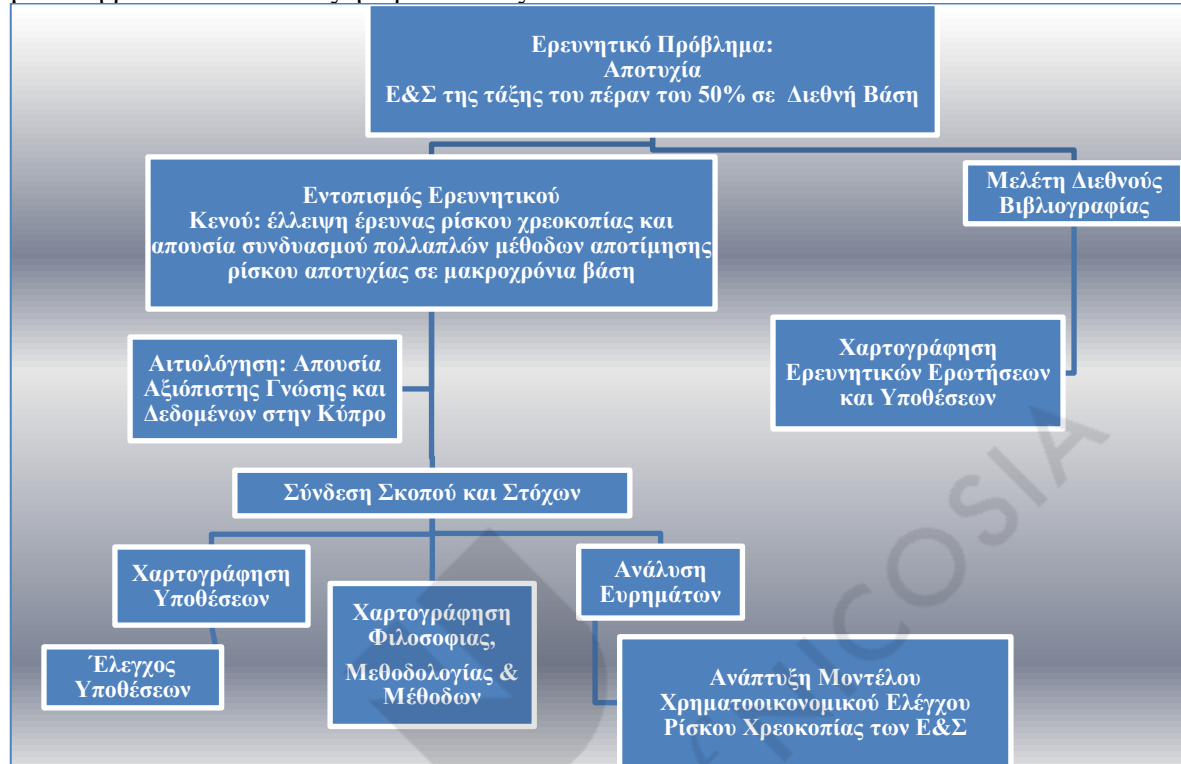
Στην παρούσα έρευνα υιοθετήθηκε πολλαπλός συνδυασμός μεθόδου ποσοτικής ανάλυσης ίσως για πρώτη φορά βασιζόμενη σε πέντε πυλώνες ανάλυσης δεδομένων ως εξής: (1) μοντέλο μεταβλητών, (2) πολλαπλοί χρηματοοικονομικοί δείκτες, (3) μοντέλο συσχέτισης Pearson Correlation και Regression Analysis, (4) ποσοτική ανάλυση ερωτηματολογίου, και (5) μοντέλο Altman Z Score. Επιπρόσθετα επεκτείνεται σε βάθος χρόνου πέντε χρόνια για να καταδείξει το χρονικό σημείο αποτυχίας ή επιτυχίας.

1.5.2.3 Ανάπτυξη Θεωρητικού Πλαισίου Επίβλεψης Απόδοσης Εξαγορασθείσας Εταιρείας

Με βάση το υπαρκτό θεωρητικό κενό το πιο κάτω διάγραμμα υλοποιείται και καταλήγει σε ακριβή συμπεράσματα με συνεπακόλουθο τη ανάπτυξη μοντέλου

χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων το οποίο θα λειτουργεί ως μηχανισμός επίβλεψης και ανατροφοδότησης Ε&Σ στην Κύπρο και σε διεθνές επίπεδο.

Γράφημα 1-1: Πορεία Ανάπτυξης Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση ρίσκου Απώλειας ή Χρεοκοπίας



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πέραν των πιο πάνω θεωρητικών κενών τα οποία καταγράφηκαν από τους ερευνητές, ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε που να ερευνά τις εξαγορές στις οποίες υπήρξε αποτυχία ή και χρεοκοπία της εξαγορασθείσας εταιρεία και κατά συνέπεια απώλεια της αξίας των μετόχων. Στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε, (1) η εξέλιξη του ρίσκου αποτυχίας μετρούμενο μέσα από τον δείκτη Z-score κατά τα επόμενα πέντε έτη από την εξαγορά, (2) ερευνήθηκαν οι παράμετροι που οδηγούν στην αύξηση ή μείωση του ρίσκου αποτυχίας και (3) συλλέχθηκαν δεδομένα από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών Κύπρου, καταδεικνύοντας ότι αριθμός εταιρειών που είχαν ρίσκο αποτυχίας είχαν εκκαθαριστεί, διαλυθεί, ή διαγραφεί από το Μητρώο του Εφόρου Εταιρειών, με συνεπακόλουθο την πλήρη εκμηδένιση της αξίας των μετόχων.

Με βάση το υπαρκτό θεωρητικό κενό το πιο πάνω διάγραμμα υλοποιείται και καταλήγει σε ακριβή συμπεράσματα με συνεπακόλουθο την ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων το οποίο θα

λειτουργεί ως μηχανισμός επίβλεψης και ανατροφοδότησης Ε&Σ στην Κύπρο και σε διεθνές επίπεδο.

1.6 Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι

1.6.1 Φιλοσοφία

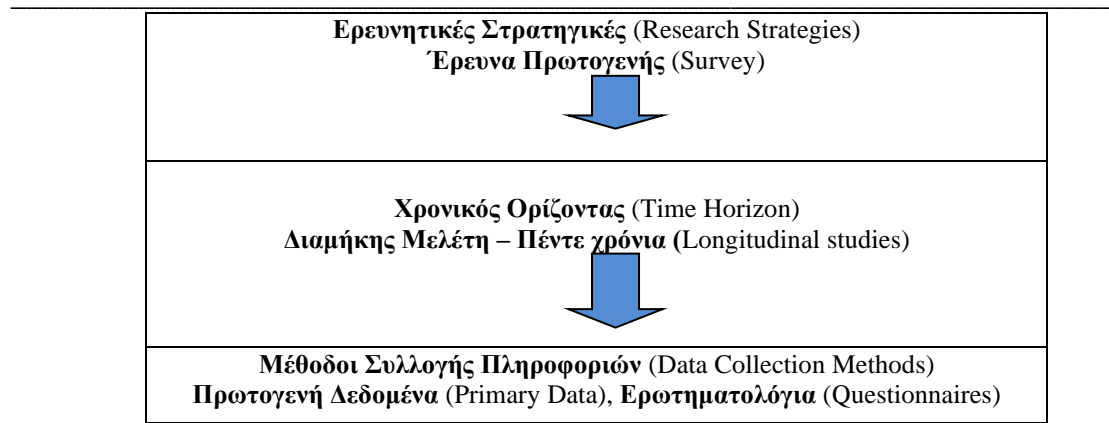
Η ερευνητική φιλοσοφία ανήκει στη θετικιστική έρευνα, η οποία είναι μία επιστημολογική θέση που υποστηρίζει την εφαρμογή των μεθόδων των Φυσικών Επιστημών στη μελέτη της κοινωνικής πραγματικότητας, με το τελικό αποτέλεσμα της έρευνας να μπορεί να γενικεύεται (Sunders et al., 2007). Η παρούσα έρευνα ανήκει στην θετικιστική έρευνα γιατί το ερευνητικό πεδίο δεν αφορά νέο φαινομενολογικό φαινόμενο αλλά αφορά ερευνητικό πεδίο το οποίο προϋπάρχει στο παγκόσμιο περιβάλλον τις Εξαγορές. Συστατικό μέρος της θετικιστικής έρευνας είναι η ανεξαρτησία και ελευθερία του ερευνητή από κάθε επηρεασμό. Συνεπώς, βασικό στοιχείο της παρούσας έρευνας είναι η συλλογή μετρήσιμων δεδομένων άνευ επηρεασμού, τα οποία θα βοηθήσουν στον έλεγχο και στην πιστοποίηση των υποθέσεων ή την απόρριψη τους (Sunders et. al, 2007). Έτσι η υιοθέτηση της μεθοδολογίας και των απαντήσεων προσδιορίζουν μια θετικιστική έρευνα.

Η στρατηγική της έρευνας (survey) είναι συνδεδεμένη με την επαγωγική μέθοδο, όπου η δοκιμή της επαγωγικής μεθόδου συνδέεται με το πρότυπο της θετικιστικής επιστημονικής ποσοτικής έρευνας στις κοινωνικές επιστήμες (Saunders et. al, 2007; Bitekhtine, 2005). Βασικός κανόνας της επαγωγικής διαδικασίας είναι η λήψη δεδομένων, ορισμός και επαλήθευση των υποθέσεων. Η έρευνα του φαινομένου των εξαγορών και η μελέτη της παρούσας θεωρίας βοήθησαν στην ανάπτυξη και έλεγχο των υποθέσεων.

Κατά τους Saunders et al. (2007) για να επιτευχθεί μετρήσιμο αξιόπιστο αποτέλεσμα και να μπορεί να γενικευθεί, επιτυγχάνεται διαμέσου πολύπλευρης ερευνητικής μεθοδολογικής διαδικασίας σε συνδυασμό με τη χρήση στατιστικών και αναλυτικών μεθόδων. Το πιο κάτω διάγραμμα παρουσιάζει την ερευνητική διαδικασία (Saunders et al., 2007).

Γράφημα 1-2: Πορεία Ερευνητικής Διαδικασίας

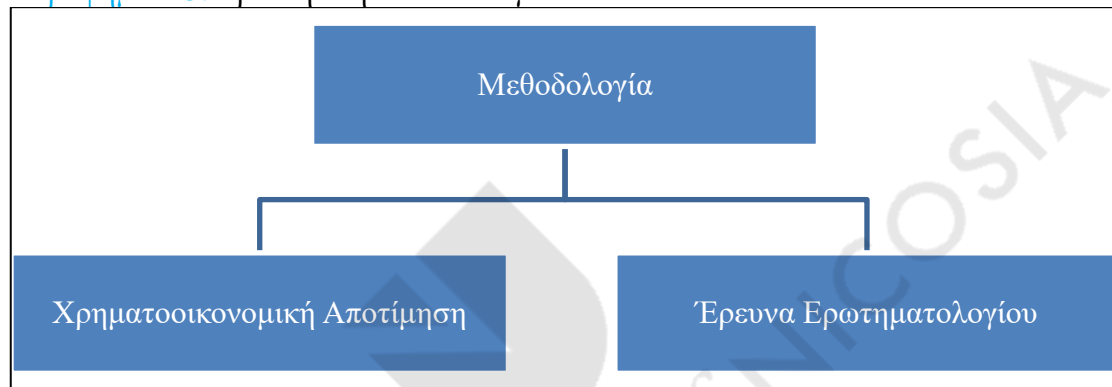




1.6.2 Ερευνητική Μεθοδολογία

Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει τη δομή της ερευνητικής μεθοδολογίας:

Γράφημα 1-3: Ερευνητική Μεθοδολογία



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με το πιο πάνω γράφημα η έρευνα βασίζεται σε δύο μεθοδολογίες συλλογής πληροφοριών, τη χρηματοοικονομική και την έρευνα ερωτηματολογίου. Συνεπώς, η εφαρμογή συνδυασμού μεθοδολογίας έδωσε τη δυνατότητα συλλογής πληροφοριών σε πολλαπλές μορφές διασταύρωσης της πληροφορίας ως προς την ορθότητα της. Η έρευνα οργανώθηκε με στόχο να δοκιμαστούν και να επαληθευτούν ή και να μην επαληθευτούν οι υποθέσεις (hypotheses) σε σχέση με την επίδραση στην αξία των μετόχων διαμέσου συνδυασμού μεθοδολογιών συλλογής πληροφοριών, τόσο πρωτοβάθμιας όσο και δευτεροβάθμιας για να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα και η αξιοπιστία της έρευνας διαμέσου της διασταύρωσης πληροφοριών (Saunders et al., 2007). Η παρούσα έρευνα είναι καινοτομική στη διαδικασία της μεθοδολογίας και ποσοτικής ανάλυσης για την Κύπρο όσο και σε διεθνές επίπεδο για τους εξής λόγους:

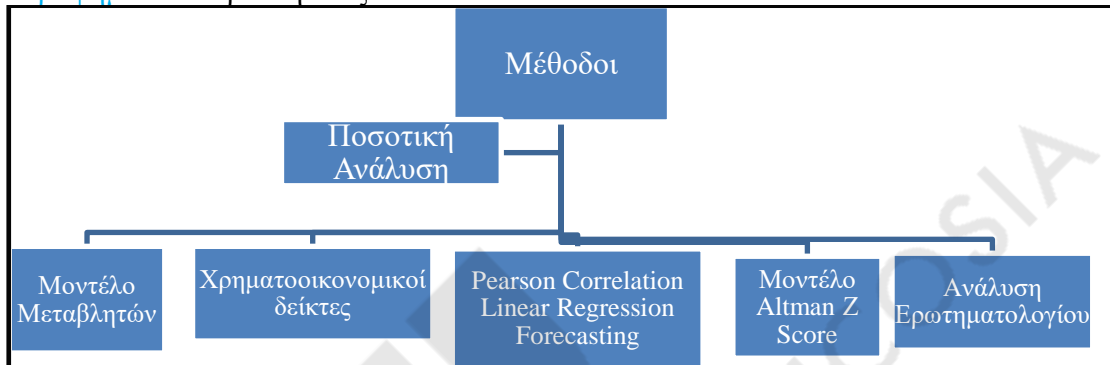
- Εμπερικλείει σχεδιασμό συνδυασμού μεθοδολογιών όπως συλλογή πληροφοριών από πρωτογενή έρευνα και συλλογή διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου.
- Στην παρούσα ερευνητική μελέτη χρησιμοποιήθηκε ίσως για πρώτη φορά πολλαπλή ποσοτική ανάλυση και διασταύρωση των πληροφοριών στους ακόλουθους τομείς:

χρήση μοντέλου μεταβλητών, ανάλυση διαμέσου λογιστικών δεικτών, συσχέτιση Pearson Correlation και Regression Analysis, χρήση ολιστικού δείγματος, εφαρμογή και ανάλυση μοντέλου Altman Z score, ποσοτική ανάλυση απαντήσεων ερωτηματολογίου, και ανάλυση δεικτών ΧΑΚ και ΑΕΠ σε σχέση με τους δείκτες ROA και ROE. Η πολλαπλή ποσοτική ανάλυση αποτέλεσε ένα δυναμικό εργαλείο στη διασταύρωση της εγκυρότητας των αποτελεσμάτων των Ε&Σ.

1.6.3 Ερευνητικές Μέθοδοι

Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει τη δομή των ερευνητικών μεθόδων και εφαρμογών ποσοτικών αναλύσεων:

Γράφημα 1-4: Ερευνητικές Μέθοδοι



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τον Malhotra (2007) οι δύο βασικότερες μέθοδοι συλλογής στοιχείων είναι η ποσοτική και η ποιοτική μέθοδος. Οι Wei and Cregg (2020) καταγράφουν ότι η αξιοπιστία της ενσωμάτωσης και αποτίμησης των εξαγορών πρέπει να εξετάζεται διαμέσου ποσοτικής ανάλυσης ή συνδυασμού ποσοτικής και ποιοτικής ανάλυσης. Η ποσοτική μέθοδος βοηθά στη σύνδεση μεταβλητών με τη χρήση ποσοτικών μετρήσιμων δεδομένων, ενώ στον αντίποδα η ποιοτική μέθοδος βοηθά στη συλλογή στοιχείων ποιοτικού χαρακτήρα και όχι ποσοτικού στατιστικού σε πιο γενικό πλαίσιο. Σύγχρονοι ερευνητές εισήγαγαν διαφορετικές χρήσεις μεθοδολογιών σκοπός των οποίων ήταν να επιτύχουν το μέγιστο δυνατό αποτέλεσμα για να μην υπάρξει αλλοίωση και παραπλάνηση στο ερευνητικό αποτέλεσμα (Krishnakumar and Sethi, 2012). Οι Reddy et al. (2019) στην έρευνα τους στον τομέα των Ε&Σ σε Κίνα και Ινδία, χρησιμοποίησαν πολλαπλές μεθόδους βασιζόμενοι σε τρεις πυλώνες: (1) ανώμαλα κέρδη (abnormal returns), (2) κέρδη αγοράς (χρηματιστηριακής αγοράς/market value) και (3) το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης (OLS/ordinary least squares) για να αποτιμηθεί η απόδοση των Ε&Σ. Συγκεκριμένα στο ερευνητικό τους άρθρο καταγράφουν επί λέξει «Εξ όσων γνωρίζουμε, τέτοιες ταυτόχρονες, πολλαπλές μέθοδοι δεν έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρελθόν».

Η παρούσα ερευνητική μέθοδος είναι πολλαπλή και υιοθέτησε ίσως για πρώτη φορά τον συνδυασμό των ακόλουθων πέντε πυλώνων εξαγωγής και ανάλυσης δεδομένων: (1) μοντέλο μεταβλητών, (2) πολλαπλοί χρηματοοικονομικοί δείκτες, (3) μοντέλο συσχέτισης Pearson Correlation και Regression Analysis, (4) ποσοτική ανάλυση ερωτηματολογίου, και (5) μοντέλο Altman Z Score. Επιπρόσθετα, η έρευνα επεκτείνεται σε βάθος χρόνου πέντε χρόνων για να καταδείξει το χρονικό σημείο αποτυχίας ή επιτυχίας.

1.6.4 Ερευνητικά Δεδομένα και Δείγμα

Τα ερευνητικά δεδομένα είναι συνδεδεμένα σε δύο πυλώνες: (1) οικονομικούς/ποσοτικούς και (2) διευθυντικούς/ποσοτικούς που διαχωρίζονται σε δύο χρονικά σημεία: (α) ανάλυση οικονομικών ποσοτικών δεικτών πριν από την εξαγορά δεδομένα σε χρονικό σημείο μηδέν '0' και (β) ανάλυση οικονομικών ποσοτικών δεικτών μετά την εξαγορά δεδομένα χρονικό σημείο 1-5 χρόνια. Το ερευνητικό δείγμα αφορά την περίοδο 1999 μέχρι 2015 με ορίζοντα επέκτασης το 2020, είναι ολιστικό και έχει παρθεί με πρωτογενή έρευνα δεδομένων από τις 50 εκτελεσθείσες εξαγορές όπου εντοπίστηκαν επαρκή δεδομένα με μία εταιρεία να ήταν δημόσια και εισηγμένη στο ΧΑΚ.

Συμμετέχοντες: Οι Dong et al., (2016) και Rottig (2017) υιοθέτησαν στην έρευνα τους την ανάπτυξη ερωτηματολογίου το οποίο στάλθηκε σε ανώτερα διευθυντικά στελέχη και εκτελεστικούς διευθυντές και οι απαντήσεις μετατράπηκαν σε ποσοτικά αποτελέσματα για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Έτσι και στην παρούσα έρευνα έχουν σταλεί ερωτηματολόγια σε ηλεκτρονική μορφή στους αρμόδιους διευθυντές οι οποίοι έχουν την γνώση να το συμπληρώσουν: (1) γενικούς διευθυντές και (2) οικονομικούς διευθυντές και οποιουσδήποτε άλλους διευθυντές κρίθηκε αναγκαίο όπως στρατηγικούς μάνατζερ και μάρκετινγκ μάνατζερ. Ο ερευνητής, ανέπτυξε ως οδηγό της έρευνας ένα δομημένο ερωτηματολόγιο το οποίο αποτελείται από τρία μέρη που είναι δομημένα να συλλέξουν τις απαιτούμενες χρηματοοικονομικές, λογιστικές και διευθυντικές πτυχές προς επιτυχία της έρευνας. Επιπλέον, ο ερευνητής ακολούθησε πιλοτικές συνεντεύξεις με τέσσερις συμμετέχοντες προκειμένου να καθοριστεί εάν το ερωτηματολόγιο ήταν σαφές ή αν χρειάζονταν αλλαγές και βελτιώσεις, ώστε να διασφαλιστεί ότι οι συμμετέχοντες θα απαντούσαν σε όλες τις ερωτήσεις. Περαιτέρω, βασικό στοιχείο του ερωτηματολογίου είναι η ανωνυμία.

1.6.5 Ανάλυση Δεδομένων

Έχει διενεργηθεί ανάλυση δεδομένων διαμέσου χρήσης προχωρημένων λογισμικών προγραμμάτων όπως SPSS και Advance Excel. Το αποτέλεσμα της χρήσης παρουσιάστηκε

διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής σε πίνακες, διαγράμματα και γραφικές παραστάσεις.

1.7 Εμπειρικά Κεφάλαια Παρούσας Έρευνας

Πέραν της εισαγωγής (κεφάλαιο 1), της βιβλιογραφικής επισκόπησης (κεφάλαιο 2) και μεθοδολογίας & μεθόδων (κεφάλαιο 3), αναπτύχθηκαν τα πιο κάτω εμπειρικά κεφάλαια τα οποία αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της παρούσας έρευνας:

Κεφάλαιο 4: Καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα των μεταβλητών ελέγχου (CR, DR, OPA, NPA, REA, TA, και FA) διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής.

Κεφάλαιο 5: καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα των μεταβλητών οι οποίες διαχωρίστηκαν σε τρεις πυλώνες: ανεξάρτητη μεταβλητή (Συγγενικές Εξαγορές, Μη-Συγγενικές Εξαγορές), εξαρτημένη μεταβλητή (ROA, ROE) και μεταβλητές ελέγχου (CR, DR, OPA, NPA, REA, TA, και FA).

Κεφάλαιο 6: Καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα της ανάλυσης του Μοντέλου Altman Z Score ως μεταβλητή ελέγχου και περεταίρω εξετάζεται το ρίσκο αποτυχίας διαμέσου συλλογής πληροφόρησης από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών αναφορικά με την κατάσταση της εξαγορασθείσας εταιρείας.

Κεφάλαιο 7: Καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα της συσχέτισης του μοντέλου Altman Z Score με τις μεταβλητές ελέγχου (CR, DR, OPA, NPA, και REA) και της εξαρτημένης μεταβλητής (ROA/ROE).

Κεφάλαιο 8: Καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας όσον αφορά την πορεία ΧΑΚ και ΑΕΠ με στόχο να καταδειχθεί η πιθανή επίδραση του ΧΑΚ και ΑΕΠ ως προς την επιτυχία ή αποτυχία των εξαγορών ή αν επιτυχία ή αποτυχία εξαρτιόταν από τις αποφάσεις των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

Κεφάλαιο 9: Καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας όσον αφορά την ανάλυση του δομημένου ερωτηματολογίου των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

Κεφάλαιο 10: Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφεται ο έλεγχος των υποθέσεων με βάση τις αναλύσεις των προηγούμενων κεφαλαίων 4, 5, 6, 7, 8 και 9, οι οποίες αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της έρευνας. Ο έλεγχος των υποθέσεων αφορά δύο φάσεις, την προ-εξαγορά περίοδο και μετά-εξαγορά περίοδο. Τέλος παρατίθεται απάντηση στο βασικό ερευνητικό ερώτημα: Ποιο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ θα μπορούσε να αναπτυχθεί προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνηδένιση της αξίας των μετόχων τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα;

Κεφάλαιο 11: Καταγράφονται τα ακόλουθα: (1) συμπερασματική ανάλυση όλων των κεφαλαίων από το 2ον μέχρι το 10ον, (2) θεωρητικά ζητήματα, (3) συμβολή στην ακαδημαϊκή και πρακτική κοινότητα, (4) περιορισμοί παρούσας έρευνας, (5) εισηγήσεις προς μελλοντική έρευνα, και (6) επίτευξη σκοπού και στόχων.

1.8 Συνοπτικά Αποτελέσματα Παρούσας Έρευνας

Τα ευρήματα της παρούσας έρευνας καταγράφονται συνοπτικά όπως παρακάτω κατά τμηματική ενότητα.

1.8.1 Εξαγορές με εμπλοκή Οικογενειακών Εταιρειών / Τοπικό vs Διεθνές Περιβάλλον

Τα αποτελέσματα δεν είναι τυχαία όπου εμπλέκονται οικογενειακές εταιρείες στις εξαγορές. Έχουν ερευνηθεί από πληθώρα ερευνητών εξαγορές με εμπλοκή οικογενειακών επιχειρήσεων σε διεθνές περιβάλλον όπου διαπιστώθηκαν κοινά σημεία με την παρούσα έρευνα στην Κύπρο όπως των Lafser (2006) σε Καναδά, Granata and Chirito (2010) στη δυτική Ευρώπη, Miller et al. (2010) σε Αμερική, Andre et al. (2014) σε Καναδά, Gleason et al. (2014) σε Αμερική, Aktas et al. (2016) σε 40 χώρες της Ευρώπης, Feldman et al. (2018) σε Αμερική, και Nogueira and Castro (2020) σε Βραζιλία, οι οποίες κατέγραψαν αρνητικά αποτελέσματα στην διενέργεια εξαγορών από οικογενειακές επιχειρήσεις.

Τα αποτελέσματα των κυπριακών εταιρειών ως αγοραστές συνάδουν πλήρως με το αποτελέσματα της έρευνας των Bouzgarou and Navate (2014) στην Γαλλία σε πλήρως ταυτόσημα σημεία ως ακολούθως: (1) δημόσιες εταιρείες εμπλεκόμενες σε εξαγορές όπου τον έλεγχο ασκούσαν οικογένειες, στην παρούσα έρευνα 70 από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών έγιναν από οικογενειακές εταιρείες, (2) η πλειοψηφία των εξαγορών διενεργήθηκε με τη χρήση μετρητών, γεγονός το οποίο καταγράφηκε στην έρευνα ερωτηματολογίου όπου το 50% των εξαγορών έγινε μόνο από τη χρήση μετρητών και επιπλέον ποσοστό 29% έγινε με χρήση μετρητών και μετοχών, (3) ποσοστό χρηματοδότησης ήταν απόρροια δανεισμού, γεγονός το οποίο καταγράφηκε από την αύξηση της αξίας των παγίων με ταυτόχρονη αύξηση του δείκτη χρέους και (4) ο υπερδανεισμός οδήγησε στην απώλεια της οικονομικής ευελιξίας, γεγονός το οποίο καταγράφηκε με την εξαγωγή των αποτελεσμάτων του δείκτη Altman Z score όπου ο δείκτης αυξήθηκε στην πορεία των πέντε ετών μετά την εξαγορά. Συνεπώς με βάση τα πιο πάνω δεδομένα εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα των εξαγορών σε τοπικό περιβάλλον έχουν αρκετές ομοιότητες με το διεθνές περιβάλλον.

1.8.2 Αιτίες Αποτυχίας των Εξαγορών

Η βασική αιτία αποτυχίας των εξαγορών ήταν η έλλειψη διενέργειας δέουσας επιμέλειας σε πολλαπλούς τομείς ταυτόχρονα, γεγονός το οποίο είχε ως αποτέλεσμα τη λήψη αποφάσεων εξαγορών χωρίς να υπάρχει πλήρης εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας όπως καταγράφηκε με βάση τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών. Η τεράστια σημασία της δέουσας επιμέλειας καταγράφηκε από πληθώρα ερευνητών όπως οι Bruner (2004), Granata and Chirito (2010), Baghwan et al. (2018), Lin et al. (2018), και Wangerin (2019) οι οποίοι καταγράφουν την τεράστια σημασία σε πολύ σημαντικά σημεία όπως τον καθορισμό της τιμής, καλύτερη διαπραγματευτική θέση, αποφυγή ρίσκου, και καθορισμός μεθόδου πληρωμής. Απόρροια του πιο πάνω γεγονότος όπου δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας, μεγάλο ποσοστό εξαγορών διενεργήθηκε με τιμές εξαγοράς υπέρ-το-άρτιο στο 35% και σε δίκαιη αξία στο 53% όπου η αποτίμηση της δίκαιης αξίας είναι υπό αίρεση την στιγμή που δεν υπήρξε σαφείς εικόνα, άρα λανθασμένη βάση αποτίμησης της εξαγορασθείσας εταιρείας. Εξού και το αποτέλεσμα του υπερδανεισμού και αποτυχίας στην πλειοψηφία των εξαγορών και η εξαγορά εταιρειών οι οποίες είχαν δείκτη οικονομικής ευρωστίας Altman Z score κάτω του ορίου ασφαλείας.

1.8.3 Χρηματοοικονομική Αποτίμηση των Εξαγορών

Διαμέσου της χρηματοοικονομικής αποτίμησης των εξαγορών καταγράφεται ότι η πλειοψηφία των εξαγορών απέτυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους. Εφαρμόστηκε το μοντέλο των μεταβλητών και τον μοντέλο Altman Z Score. Τα αποτελέσματα καταγράφονται πιο κάτω:

1.8.3.1 Μοντέλο Μεταβλητών (Απόδοση, Ρευστότητα, Χρέος, Κερδοφορία)

Με βάση τα τέσσερα πεδία αποτίμησης των εξαγορών ρευστότητας, χρέους και κερδοφορίας καταγράφηκε επιδείνωση των δεικτών μετά την εξαγορά εποχή ως ακολούθως: (1) στο πεδίο της απόδοσης σε δείκτες ROA και ROE η πλειοψηφία των εξαγορών κατέγραψε σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5) αρνητικούς δείκτες τόσο σε μέσο όρο όσο και διάμεσο δείκτη, (2) στο πεδίο της ρευστότητας ο διάμεσος δείκτης CR καταγράφει ότι από το έτος εξαγοράς (Y0) ήταν κάτω του δείκτη ασφαλείας 2:1 με δείκτη 1,9:1 όπου στην πορεία κατέγραψε σημαντική επιδείνωση και στο πέμπτο έτος (Y5) καταγράφεται στατιστικός δείκτης 1,3:1-, (3) στο πεδίο της μόχλευσης/χρέους το 62% από το δείγμα των εταιρειών στον δείκτη χρέους καταγράφει στο πέμπτο έτος μετά την εξαγορά δείκτη πέραν του δείκτη ασφαλείας φέροντας υψηλό ρίσκο αποτυχίας σε αντίθεση με μόνο 38% όπου είναι στα επίπεδα του δείκτη ασφαλείας, (4) στο πεδίο της κερδοφορίας, ο διάμεσος όρος των λειτουργικών κερδών στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική

μείωση μεταξύ του 53%-99%, ο διάμεσος δείκτης των καθαρών κερδών/(ζημιών) ήταν και για τα πέντε έτη αρνητικός και ο διάμεσος δείκτης καταγράφει την πτωτική πορεία των διάμεσων κρατηθέντων κερδών/(ζημιών) γεγονός που καταγράφεται ζημιά στο πέμπτο/Y5 έτος και μεγάλη μείωση στο τέταρτο/Y4 έτος. Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας συνάδουν με προηγούμενες έρευνες όπου πληθώρα ερευνητών εφάρμοσε το μοντέλο των μεταβλητών καταδεικνύοντας τις αρνητικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων όπως οι Kim et al. (2011), Doaei et al (2012), Prasad (2012), Sultan (2014), Lemonakis et al. (2016), Yanan et al. (2016), Jallow et al. (2017), Putra et al. (2018), Sujud and Hachem (2018), και Phukon et al. (2019).

1.8.3.2 Μοντέλο Altman Z Score – Εκτίμηση Οικονομικής Ευρωστίας (Αύξηση/Μείωση ρίσκου αποτυχίας) και Σημαντικότητα Δεικτών CR, DR

Καταγράφεται η αποτίμηση των εξαγορών σε βάθος χρόνου με βάση ανάλυσης το Μοντέλο Altman Z Score. Ίσως για πρώτη φορά εφαρμόστηκε η χρήση της ολιστικής μεθόδου ανάλυσης του δείκτη Z Score, όπου καταγράφεται ίσως για πρώτη φορά στις εξαγορές ότι ο δείκτης Z Score οδηγείται από τον δείκτη ρευστότητας κατά 85% και κατά δεύτερο λόγο από τον δείκτη χρέους κατά 70%, γεγονός στο οποίο υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι το ρίσκο αποτυχίας ή χρεοκοπίας οδηγείται κυρίως από τον δείκτη ρευστότητας.

Με βάση την χρηματοοικονομική αποτίμηση των εξαγορών στο πεδίο της οικονομικής ευρωστίας και εκτίμησης του ρίσκου αποτυχίας εφαρμόστηκε το μοντέλο Altman Z Score όπου καταγράφηκε επιδείνωση του δείκτη στην μετά εξαγορά εποχή. Συγκεκριμένα (1) ο διάμεσος δείκτης από τον δεύτερο χρόνο/Y2 μέχρι και τον πέμπτο/Y5 χρόνο κατατάσσεται στην κατηγορία του υψηλού ρίσκου πτώχευσης/αποτυχίας, (2) το ποσοστό των εξαγορασθεισών εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη στο έτος εξαγοράς (Y0) ήταν στο 47% ενώ στο πέμπτο έτος (Y5) αυξήθηκε στο 61%. Από την συλλογή πληροφόρησης από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών 27 εταιρείες τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, ή εκκαθάρισης ή διαγραφής, όπου από τις είκοσι επτά εταιρείες που αποτύχαν οι δεκατέσσερις έφεραν χαμηλό δείκτη Altman Z score, δηλαδή ποσοστό 52% και επί συνόλου ογδόντα δύο εξαγορών σε ποσοστό 17%-. Συνεπώς, τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης επαληθεύονται και από την πληροφόρηση από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών. Η εφαρμογή και αξιοπιστία του μοντέλου Altman καταγράφεται ως ένα αξιόπιστο εργαλείο από πληθώρα ερευνητών (πίνακας 2-8), μεταξύ αυτών και οι Odipo and Itati (2011) οι οποίοι καταγράφουν ποσοστό πρόβλεψης αποτυχίας

στο 90% και οι Radwan and Al-Oshaibat1 (2018) καταγράφοντας σημαντική προγνωστική ικανότητα.

1.8.4 Διοικητική Αποτίμηση των Εξαγορών

Με βάση τις απαντήσεις των ανώτερων διευθυντικών στελεχών καταδεικνύεται ότι ποσοστό κοντά στο 50% απότυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους. Γεγονός το οποίο επαληθεύεται και διαμέσου της ανάλυσης του μοντέλου Altman Z score που κατέδειξε ποσοστό με ρίσκο αποτυχίας στο 5^ο έτος της τάξης του 61% και περαιτέρω με την αρνητική επιδείνωση των διάμεσων δεικτών με βάση το μοντέλο των μεταβλητών. Εν κατακλείδι καταγράφεται η αποτυχία των πλείστων εξαγορών τόσο σε συγγενικούς τομείς όσο και μη συγγενικούς τομείς και κατά συνέπεια η μείωση της αξίας των μετόχων καθώς και ότι το ρίσκο αποτυχίας απορρέει κατά κύριο λόγο από τον δείκτη ρευστότητας και δευτερευόντως από τον δείκτη χρέους.

1.8.5 Συνοπτικά αποτελέσματα Αποτίμησης της αποτυχίας των Εξαγορών

Πιο κάτω παρουσιάζονται σε σύνοψη τα αποτελέσματα αποτίμησης των εξαγορών όπου καταδεικνύεται ότι η πλειοψηφία των εξαγορών απότυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους: (1) η πλειοψηφία των εξαγορών απότυχε να βελτιώσει τους δείκτες απόδοσης (ROA, ROE, λειτουργική και καθαρή κερδοφορία), (2) η πλειοψηφία των εξαγορών απότυχε να βελτιώσει τον δείκτη ρευστότητας (CR), (3) η πλειοψηφία των εξαγορών απότυχε να βελτιώσει τον δείκτη χρέους (DR), (4) η πλειοψηφία των εξαγορών κατέγραψε χειρότερηση του δείκτη Altman Z score ο οποίος καταγράφει την προοπτική αποτυχίας, και (5) είκοσι τρεις εξαγορασθείσες εταιρείες από τις ογδόντα δύο τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, ή διάλυσης, ή εκκαθάρισης, ή διαγραφής, ή ήταν ανενεργές για μεγάλο χρονικό διάστημα παραβαίνοντας τους κανονισμούς του Εφόρου Εταιρειών με ορίζοντα την άμεση διαγραφή. Δηλαδή ποσοστό 28% απότυχε πλήρως με συνέπεια οι μέτοχοι να απωλέσουν την επένδυση των.

1.9 Συμβολή στη Θεωρία και Πρακτική

Αυτή η έρευνα διαφέρει από πληθώρα άλλων ερευνών γιατί πέραν της αποτίμησης των Ε&Σ εξέτασε τα ακόλουθα σημαντικά σημεία: (1) εξερεύνησε το ρίσκο αποτυχίας σε διαχρονική βάση (2) εξερεύνησε ποιος ή ποιοι δείκτες οδηγούν τον δείκτη Altman Z score, (3) εφαρμόστηκε η ολιστική μέθοδος αποτίμησης του δείκτη Altman Z score, (4) αναπτύχθηκε ανάλυση ευαισθησίας με οριοθέτηση των βασικών δεικτών CR και DR, και (5) εξήχθησαν πολλαπλές αναλύσεις συσχετίσεων λογιστικών δεικτών διαμέσου των εφαρμογών όπως Pearson correlation, Παλινδρόμησης/Regression, και Στατιστικής

σημαντικότητας/Statistical significance. Το αποτέλεσμα της παρούσας έρευνας όπως και κάθε επιστημονικής και άλλης έρευνας, είναι να προσδώσει στην ακαδημαϊκή και πρακτική κοινωνία νέα γνώση. Αυτή η νέα γνώση καταγράφεται με τη συμπερίληψη των πιο πάνω εφαρμογών ανάλυσης στο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων. Το μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου είναι ένα ενιαίο στρατηγικό εργαλείο πολλαπλής ανάλυσης και πληροφόρησης από διαφορετικές οπτικές γωνίες. Οι Ε&Σ είναι ένα πρακτικό ζήτημα με θεωρητικές προεκτάσεις, και η συμβολή στην θεωρία και πρακτική της παρούσας έρευνας καταγράφεται πιο κάτω.

1.9.1 Συμβολή στη Θεωρία

Η παρούσα έρευνα συμβάλει στην θεωρία πρόσθετης αξίας (value creation) στο πεδίο των Ε&Σ στα πιο κάτω σημαντικά σημεία:

- **Πρώτος σημείο συνεισφοράς η ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ:** βασικός στόχος της παρούσας έρευνας αποτέλεσε η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ (γράφημα 10:4) όπου αποτελεί το θεωρητικό πλαίσιο ελέγχου των εξαγορών προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων. Το μοντέλο αποτελεί ένα στρατηγικό εργαλείο το οποίο θα λειτουργεί ως μηχανισμός πρόληψης και συνεχούς ανατροφοδότησης προς στρατηγική λήψη αποφάσεων με στόχο την επίτευξη αύξησης της αξίας των μετόχων. Εξού και οι ακόλουθοι ερευνητές έθεσαν ένα πολύ σημαντικό ζήτημα, την ανάγκη ανάπτυξης πλαισίου επίβλεψης των Ε&Σ (Newmeyer et al., 2016; Martynov and Shafti, 2016; Yaghoubi et al, 2016; Bhagwan et al., 2018; Gogia, 2018; Boloupremo and Ogege, 2019).
- **Δεύτερο σημείο συνεισφοράς στο πεδίο εξερεύνησης ρίσκου αποτυχίας με βάση το μοντέλο Altman Z score σε συνδυασμό με τους κρίσιμους δείκτες CR και DR:** με βάση τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτη καταδεικνύεται ότι οι δείκτες που επηρεάζουν και οδηγούν το μοντέλο Altman Z score είναι κατά προτεραιότητα ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85% και κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους με ποσοστό 70%. Συγκεκριμένα η ανάλυση κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών όπου ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 ως 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% ως 71%. Δηλαδή εταιρείες όπου ο δείκτης ρευστότητας έπεφτε κάτω από το <1,05 σε συνδυασμό με το δείκτη χρέους να ξεπερνά το >48%, έφεραν το ρίσκο της αποτυχίας. Συνεπώς καταγράφεται το σημείο

συνδυασμού μεταξύ των δύο δεικτών, γεγονός το οποίο ίσως να καταγράφεται για πρώτη φορά σε μελέτη σε διεθνές επίπεδο. Στην διεθνή βιβλιογραφία εντοπίστηκαν έρευνες με βάση μεμονωμένη προσέγγιση όπως των Mohamed and Kim-Soon (2012), Thai et al. (2014), και Meeampol et al. (2014) όπου εξέτασαν τον δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη CR, οι Pratap et al. (2017) όπου εξέτασαν τον δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη κεφαλαίου κίνησης, οι Madhushani and Kawssala (2018) εξέτασαν το δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη χρέους.

1.9.2 Συμβολή στην Πρακτική

Η παρούσα έρευνα πέραν της συνεισφοράς στην θεωρία, συμβάλλει στην πρακτική στο πεδίο των Ε&Σ στο πιο κάτω σημαντικό σημείο:

Σημείο συνεισφοράς η χρησιμότητα προς όλους τους ενδιαφερόμενους (stakeholders): Η μελέτη αυτή αναμένεται να είναι χρήσιμη για τους ενδιαφερόμενους σε μία εταιρεία η οποία είτε εξαγοράστηκε ή λειτουργεί αυτόνομα όπως διευθυντές, μέτοχοι, δανειστές, επενδυτές και άλλοι οι οποίοι ασκούν επιρροή και έχουν άμεσα ή έμμεσα συμφέρον στον οργανισμό (Matuleviciene and Stravinskiene, 2015). Αυτό το γεγονός απορρέει από την εφαρμογή στην πράξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου όπου θα παρέχει τα σήματα οικονομικής δυσχέρειας πριν από το περιστατικό. Συνεπώς οι διευθυντές θα μπορούν να δώσουν μεγαλύτερη προσοχή στη διαχείριση και τον έλεγχο της χρηματοοικονομική σταθερότητας και ρευστότητας των επιχειρήσεων τους. Θα μπορούν επίσης να εντοπίσουν σε ποια ζώνη υπάγονται με βάση το μοντέλο Altman Z score και κατά συνέπεια θα μπορούν να λαμβάνουν αποφάσεις προς βελτίωση έγκαιρα (Meeampol et al., 2014).

Η εφαρμογή στην πράξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου μπορεί να τεθεί σε τριμηνιαία βάση, ή εξαμηνιαία βάση ή χρονιαία βάση ανάλογα με την φύση των λειτουργικών δραστηριοτήτων εκάστης εταιρείας. Οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΚ υποβάλλουν εξαμηνιαία αποτελέσματα. Συνεπώς με την ανάλυση των αποτελεσμάτων δια της χρήσης του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου και των κρίσιμων τιμών στους δείκτες CR και DR θα μπορούν έγκαιρα να λαμβάνουν στρατηγικές αποφάσεις προς βελτίωση των αποτελεσμάτων όταν υπάρχουν αποκλίσεις με κίνδυνο την αποτυχία. Επί της ουσίας θα μπορούν να επιτυγχάνουν σε πραγματικό χρόνο τα ακόλουθα: (1) διαχρονική αποτίμηση των εξαγορών με βάση τον δείκτη Altman Z Score και των δεικτών ROA, ROE, CR, DR, OPA, NPA, REA στην μετά εξαγορά εποχή, (2) εντοπισμός αποκλίσεων με βάση την εφαρμογή της στατιστικής συσχέτισης vs οικονομικής συσχέτισης/ προβλεψιμότητας

στους βασικούς δείκτες ROA/ROE vs CR, DR, (3) εντοπισμός συσχέτισης των μεταβλητών σε σχέση με τον δείκτη του Μοντέλου Altman Z Score, (4) αποτίμηση των κρίσιμων δεικτών σε βαθμό ρίσκου $CR < 1,05$ και $DR > 48\%$ οι οποίοι επηρεάζουν και οδηγούν το δείκτη του μοντέλου Altman Z Score.

Γι' αυτό και αρκετοί ερευνητές κατέδειξαν ότι οι επαγγελματίες πρέπει να συνεργαστούν με ερευνητές στον πραγματικό χρόνο των Ε&Σ ώστε οι δύο κοινότητες να εμπλουτίσουν τις γνώσεις τους και σε συνδυασμό γνώσης και πρακτικής εφαρμογής να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα, όπου καταγράφονται μεγάλα ποσοστά αποτυχίας. Γεγονός το οποίο καταγράφεται και από τους ερευνητές Antoniou et al. (2008), Wang (2017), Boloupremo and Ogege (2019) και Renneboog and Vansteenkiste (2019).

1.10 Αιτιολόγηση και Κίνητρο Παρούσας Έρευνας

Αιτιολόγηση: Κατά τη διάρκεια των ετών 1999 έως 2015 (επέκταση ανάλυσης μέχρι το 2020) έγιναν αρκετές εξαγορές χωρίς να δοθεί φως ως προς τις επιπτώσεις στην αξία των μετόχων. Η πλειονότητα των εταιρειών που διενέργησαν τις εξαγορές ήταν οικογενειακές επιχειρήσεις στις οποίες το πλειοψηφικό ποσοστό μετοχών ανήκε σε οικογένεια.

Προηγούμενη έρευνα στο πεδίο των εξαγορών στην Κύπρο στην οποία αναλύθηκαν τα αποτελέσματα των εξαγορών την περίοδο 2000 έως 2007 από την οπτική γωνία των εκτελεστικών διευθυντών κατέδειξε ότι ποσοστό 76% πρόσθεσε αξία στους μετόχους (Mavredis, 2007). Η έρευνα συγκεκριμένη έρευνα κάλυψε μόνο μία οπτική γωνία, αυτή της άποψης των διευθυντικών στελεχών. Η μη χρήση λογιστικών αριθμοδεικτών ώστε να πιστοποιηθεί και η αξιοπιστία της έρευνας ως επιπρόσθετου ερευνητικού εργαλείου σε συνδυασμό με την ποσοτική μεθοδολογία που ακολουθήθηκε αφήνει κενά. Επιπλέον έχουν περάσει δεκατρία χρόνια από την έρευνα η οποία πραγματοποιήθηκε το 2008 με τις οικονομικές συνθήκες να έχουν αλλάξει λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, της οικονομικής κρίσης στην Κύπρο έτσι ώστε να είναι αμφίβολο εάν τα αποτελέσματα της έρευνας έχουν ακόμα ισχύ σήμερα.

Διενεργήθηκαν αρκετές έρευνες στο πεδίο των εξαγορών, μεταξύ των και οι ακόλουθες: (1) Ευρώπη των Borodin et al. (2020), (2) Αμερική των Elis et al. (2009), Rabier (2017), Trujillo et al. (2019), (3) Μεγάλη Βρετανία του Henry (2015), (4) Ινδία των Sinha et al. (2010), (5) Κίνα των Boateng et al. (2017), Zhao et al. (2019), και (6) Ελλάδα των Papadakis and Thanos (2010) οι οποίες κατέδειξαν ότι τα μέχρι τώρα ερευνητικά αποτελέσματα είναι απογοητευτικά σε θέμα ποσοστών επιτυχίας, με τον δείκτη αποτυχίας να ξεπερνά σε αρκετές μελέτες το 50%. Αυτό είναι σημαντικό εμπειρικό πρόβλημα διότι

δεν γνωρίζουμε για ποιους λόγους τόσο μεγάλο ποσοστό καταλήγει αρνητικά και καταδεικνύεται η έλλειψη επαρκούς μελέτης η οποία θα καθορίσει ένα αποτελεσματικό πλαίσιο ελέγχου εξαγορών που να μειώνει το ρίσκο της αποτυχίας και κατ' επέκταση θα καλύψει το υφιστάμενο θεωρητικό κενό. Συνεπώς, το σημείο αναφοράς είναι να διαπιστωθούν οι λόγοι που οδήγησαν στην αποτυχία σε τοπικό επίπεδο και να συγκριθούν τα αποτελέσματα με τη διεθνή βιβλιογραφία.

Με βάση τις υποδείξεις των ερευνητών καταδεικνύεται ότι η αποτυχία των εξαγορών είναι πρακτικό θέμα το οποίο έχει και θεωρητικές προεκτάσεις αλλά και κενά. Γι' αυτό λοιπόν τέθηκε ως ένας από τους βασικούς στόχους της παρούσας έρευνας η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων, μοντέλο το οποίο θα αποτελεί σημαντικό εργαλείο στην θεωρητική και πρακτική κοινότητα. Από την παρούσα έρευνα απορρέει ότι το ρίσκο αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων επηρεάζεται κατά πρώτο λόγο από τον δείκτη ρευστότητας και κατά δεύτερο λόγο από τον δείκτη χρέους όπου αποτελούν τον βασικό συνδυασμό δεικτών αποτίμησης ρίσκου αποτυχίας. Συνεπώς είναι ένα από τα βασικά σημεία προς περαιτέρω διερεύνηση προς εμπλουτισμό και ενδυνάμωση της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Κίνητρο: κατά τους Zain et al. (2011) το κίνητρο κάθε ερευνητή πρέπει να είναι η ανάπτυξη της έρευνας, το βαθύ ενδιαφέρον για το πεδίο έρευνας, η απόκτηση νέων γνώσεων και η προθυμία να μοιραστούν πληροφορίες με συναδέλφους. Συνεπώς και στην παρούσα έρευνα το κίνητρο αφορά τα ακόλουθα πεδία: (1) υπάρχει έλλειψη γνώσης στον τομέα των εξαγορών σε ταυτόχρονο συνδυασμό θεμάτων απόδοσης και εξερεύνησης του ρίσκου αποτυχίας στην ίδια έρευνα, (2) υπάρχει ανάγκη ο εμπλουτισμός της γνώσης να μπορεί να μεταφερθεί σε επαγγελματίες του τομέα των εξαγορών στην Κύπρο και στο εξωτερικό (3) υπάρχει ανάγκη εμπλουτισμού της γνώσης μέσω ανάπτυξης μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων, όπου το οικονομικό ρίσκο θα μπορεί να αποτιμάται σε πραγματικό χρόνο, (4) η εξερεύνηση αιτιών καταστροφής της αξίας των μετόχων (Yaghoubi et al., 2016), και (5) εξερεύνηση εξαγορών στην Κύπρο όπου εμπλέκονται οικογένειες στην διοίκηση και σύγκριση με παρόμοιες έρευνες σε διεθνές επίπεδο.

1.11 Περιορισμοί της Έρευνας

Όπως και με άλλες έρευνες, η παρούσα έρευνα έχει επίσης ορισμένους περιορισμούς που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία των ευρημάτων της παρούσας διατριβής. Ωστόσο, οι περιορισμοί αυτοί παρέχουν τις ευκαιρίες για περαιτέρω έρευνα (Chen and Werle, 2014). Οι κύριοι περιορισμοί περιγράφονται ως πιο κάτω:

Ο πρώτος περιορισμός της παρούσας έρευνας είναι ότι περιορίζεται και επικεντρώνεται στη χρηματοοικονομική πτυχή και συγκεκριμένα στις επιπτώσεις της αξίας των μετόχων μετά τη διενεργηθείσα εξαγορά, είτε θετική είτε αρνητική. Σημαντικό σημείο αναφοράς είναι ότι οι εξαγορές διενεργήθηκαν σε ένα σταθερό και συνεχές οικονομικό αναπτυσσόμενο περιβάλλον με βάση τον δείκτη του ΑΕΠ ως έχει αποτυπωθεί στον γράφημα 8:1-.

Ο δεύτερος περιορισμός αφορά την απόσυρση και αναστολή διαπραγμάτευσης τίτλων από το ΧΑΚ ορισμένων εξαγορών της τάξης του 29% σε σύντομο χρονικό διάστημα όταν επιτεύχθηκε η εξαγορά με συνεπακόλουθο να μην καταστεί δυνατόν η συλλογή οικονομικών πληροφοριών προς αποτίμηση των συγκεκριμένων εξαγορών με βάση την χρηματοοικονομική ανάλυση. Όμως στον αντίποδα έχει παρθεί πληροφόρηση από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών για την κατάσταση και των 82 εξαγορασθείσων εταιρειών, γεγονός που καταδεικνύει την αποτυχία των εξαγορών.

Ο τρίτος περιορισμός απορρέει από το γεγονός ότι η Κύπρος είναι χώρα μικρής εμβέλειας και ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στον ΧΑΚ είναι πιο μικρός σε σύγκριση με άλλες χώρες. Τέλος σημαντικός αριθμός εισηγμένων αφορά οικογενειακές επιχειρήσεις όπου στην παρούσα έρευνα 70 από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών έγιναν από οικογενειακές εταιρείες. Συνεπώς, το πεδίο έρευνας αφορούσε αποτίμηση των εξαγορών με εμπλοκή οικογενειακών εταιρειών. Οι Νόμοι του ΧΑΚ «Οι Περί Αξιών και Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου Νόμοι» επέτρεπαν στην διασπορά κεφαλαίου μέχρι το 25%, συνεπώς μπορούσε ο βασικός μέτοχος να κατέχει το 75% του μετοχικού κεφαλαίου.

Ο τέταρτος περιορισμός αφορά στο περιορισμένο δείγμα απαντήσεων από τα διοικητικά στελέχη στο ερωτηματολόγιο στο οποίο ανταποκρίθηκε θετικά στη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου το 38% ή 19 από τα 50 ερωτηματολόγια. Το μικρό δείγμα ήταν απόρροια του γεγονότος ότι στόχευε μόνο στην ανώτερη διεύθυνση όπως διευθύνοντες συμβούλους και οικονομικούς διευθυντές. Ωστόσο παρά το ίσως μικρό δείγμα τα αποτελέσματα των απαντήσεων ήταν κοντά στα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Ο πέμπτος περιορισμός αφορά τη μη επίτευξη εφαρμογής περαιτέρω αναλύσεων προς εντοπισμό και άλλων αιτιών αποτυχίας πέραν των δύο αιτιών οι οποίες εντοπίστηκαν μέσα από τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών στο δομημένο ερωτηματολόγιο. Αυτό το γεγονός διασταυρώνεται και από την μείωση της απόδοσης στην πλειονότητα των περιπτώσεων και περαιτέρω η έρευνα του ρίσκου χρεοκοπίας και ανάπτυξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας, καλύπτει τον εν λόγω περιορισμό.





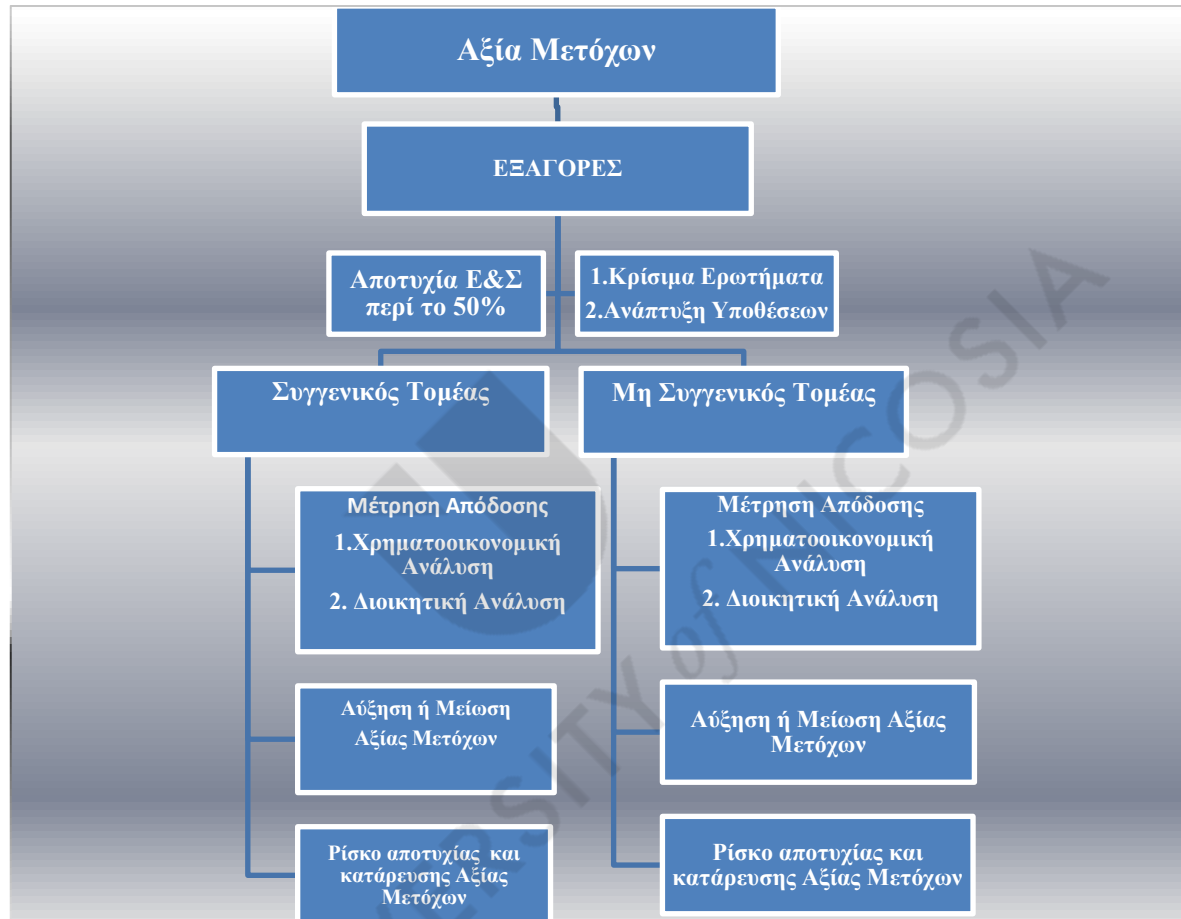
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

Θεωρία και Βιβλιογραφική Επισκόπηση

2.0 Εισαγωγή

Το πιο κάτω διάγραμμα σε ιεραρχική μορφή παρουσιάζει σε σύντομη μορφή τον κορμό της παρούσας έρευνας και με μια ματιά δίνει το αποτύπωμα της σε συνοχή και λογική σειρά όλων των βασικών ερευνητικών πεδίων. Η αποτυχία υλοποίησης του πιο κάτω δομημένου γραφήματος οδηγεί σε αύξηση του ρίσκου αποτυχίας ενσωμάτωσης των Ε&Σ και κατά συνέπεια απώλεια της αξίας των μετόχων.

Γράφημα 2-1: Συνοπτική Ερευνητική Μορφή



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση του συγγραφέα

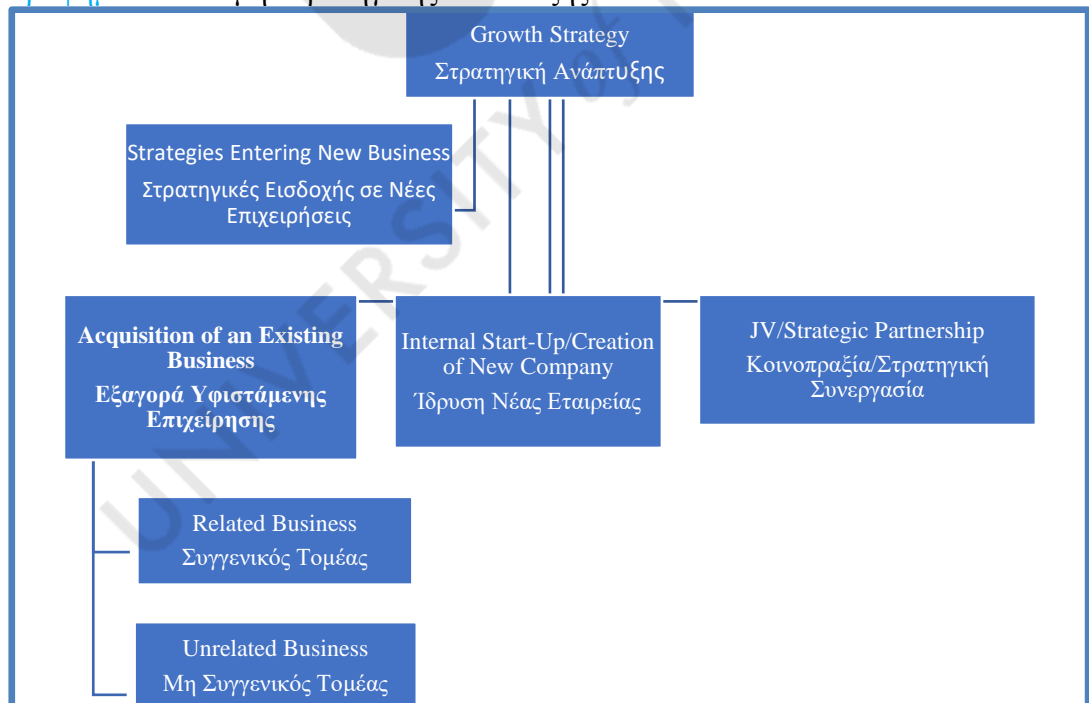
Η βιβλιογραφική επισκόπηση εξετάζει σε ποιες περιπτώσεις η στρατηγική ανάπτυξης διαμέσου εξαγορών & συγχωνεύσεων (Ε&Σ) αύξησε ή μείωσε την αξία των μετόχων. Στην Κύπρο δεν έχει πραγματοποιηθεί σημαντικός αριθμός συγχωνεύσεων γι' αυτό και αναφερόμαστε μόνο σε εξαγορές όσον αφορά το τοπικό περιβάλλον.

Αυτή η έρευνα στηρίζεται στη θεωρία της στρατηγικής ανάπτυξης διαμέσου των Ε&Σ και κατ' επέκταση της επιτυχίας ή αποτυχίας των Ε&Σ. Οι στρατηγικές Ε&Σ έχουν ερευνηθεί διεξοδικά από τους μελετητές στη χρηματοοικονομική και στρατηγική διοίκηση. Συνεπώς, το βασικό ερώτημα που καθοδηγεί την παρούσα έρευνα είναι κατά πόσον ή όχι η στρατηγική ανάπτυξης διαμέσου των Ε&Σ οδηγεί σε αύξηση, μείωση ή και απώλεια της

αξίας των μετόχων. Αυτή η έρευνα συνδέεται και στηρίζεται στην έρευνα των ερευνητών όπως οι Markides and Williamson (1994) Porter (1998), Bowman and Helfat (2001), Martin and Eisenhardt (2001), Thomson and Strickland (2001), Weston and Weaver (2001), Carleton and Lineberry (2004), Bruner (2004), Galpin and Herndon (2007), Moeller and Brady, (2009), Santos et al. (2012) , Anil et al. (2013), Krug et. al. (2014), και Ly and Shimizu (2018) οι οποίοι κατέδειξαν τα δυναμικά οφέλη και στον αντίποδα τα ρίσκα των Ε&Σ.

Προηγούμενοι ερευνητές κατέταξαν τις Ε&Σ στις στρατηγικές ανάπτυξης μεταξύ των οι ακόλουθοι: Gerald and Elisifa (2013), Dourmaz and Ilban (2015), CPA Australia (2017), Mwilu and Njuguna (2020). Το πιο κάτω διάγραμμα εξάγεται μέσα από το βιβλιογραφικό έργο των Thomson and Strickland (2001). Οι παρακάτω καταγράφουν ότι οι στρατηγικές ανάπτυξης διαμέσου των Ε&Σ είναι οι πιο συχνές με στόχο να αποκτηθεί μεγαλύτερη ανταγωνιστική δυνατότητα και μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Η επέκταση σε συγγενικούς και μη συγγενικούς τομείς μπορεί να επιτευχθεί διαμέσου των Ε&Σ, ίδρυση νέας εταιρείας και κοινοπραξίας/στρατηγικής συνεργασίας. Σύμφωνα με τις υποδείξεις των Thomson and Strickland (2001) εξάγεται το πιο κάτω γράφημα το οποίο τοποθετεί σε ιεραρχική δομή τις εξαγορές ως μέρος της στρατηγικής ανάπτυξης.

Γράφημα 2-2: Δομή Στρατηγικής Ανάπτυξης



Πηγή: Thomson and Strickland (2001), *Crafting and Executing Strategy*, p.269, p.299-300, Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Οι ερευνητές διαπίστωσαν δυναμικά οικονομικά οφέλη από τις στρατηγικές Ε&Σ, τα οποία συζητήθηκαν στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και επικεντρώνονται σε δύο πολύ

βασικά σημεία, τις κλίμακες οικονομίας και σκοπού (economies of scale and scope) και τις διασταυρωμένες επιχειρηματικές συνέργειες (cross business synergies) (Markides and Williamson, 1994; Porter, 1998; Thomson, and Strickland, 2001; Martin and Eisenhardt, 2001; Kode et al., 2003; Trivedi, 2013; Tripathi and Labpa, 2015; Ambrose et al., 2019). Τα πιο πάνω οφέλη αποτελούν πηγή αύξησης της αξίας των μετόχων και κατ' επέκτασης της επιτυχίας των Ε&Σ.

Η διεθνής βιβλιογραφία και έρευνα κατέδειξε ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι εξαγορές ήταν επιζήμιες για την αξία των μετόχων, όπως κατέδειξαν για παράδειγμα οι Chiek et al. (2015) σε έρευνα τους στη Μαλαισία και οι Reddy et al. (2019) σε έρευνα τους στην Ινδία και την Κίνα. Οι De Wit and Meyer (1998) κατέδειξαν στην έρευνα τους ότι η υπερτιμημένη αξία εξαγορών και η αποτυχία στην εφαρμογή κλίμακας οικονομιών και συνεργειών (economies of scale and synergies), ήταν δύο πολύ σημαντικοί παράγοντες που επηρέασαν αρνητικά στη στρατηγική επέκταση διαμέσου εξαγορών. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας γι' αυτό το θέμα αποκάλυψε ότι η εξοικονόμηση αναμενόμενου κόστους και η ανταλλαγή εμπειρογνωμοσύνης έχει επιπτώσεις στις αξίες των μετόχων. Οι εξαγορές της Jaguar από τη Ford και Banker's από την Deutsche Bank είναι μόνο δύο παραδείγματα που απεικονίζουν τον αντίκτυπο στην αξία των μετόχων (Thomson and Strickland, 2001).

2.1 Θεωρία και Ορισμοί των όρων Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (Ε&Σ)

Πιο κάτω διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας καταγράφονται και εξηγούνται η βασική θεωρία των Ε&Σ που είναι η πρόσδοση αξίας (value creation), οι υποκατηγορίες της βασικής θεωρίας και οι όροι των Ε&Σ.

2.1.1 Βασική Θεωρία των Ε&Σ της Πρόσθετης Αξίας (Value Creation)

Όπως έχει αναφερθεί πιο πάνω αυτή η έρευνα στηρίζεται στη θεωρία της στρατηγικής ανάπτυξης διαμέσου των Ε&Σ και κατ' επέκταση της επιτυχίας ή αποτυχίας των Ε&Σ, με τελικό αποτέλεσμα τη δημιουργία αξίας (value creation).

Οι Leepsa and Mishra (2016) στη ερευνητική τους αρθρογραφία καταγράφουν τις διάφορες θεωρίες των Ε&Σ οι οποίες εξηγούν τα διάφορα κίνητρα για τα οποία οι εταιρείες ωθούνται στις Ε&Σ αφού μελέτησαν και επικαλέστηκαν προηγούμενους ερευνητές (Romano, 1992; Kwoka and Pollitt, 2007; Motis, 2007; Vijgen, 2007; Giannopoulos, 2008; Gorton et al., 2009; Weston et al., 2011). Οι συνθέσεις προηγούμενων ερευνών σχετικά με τις θεωρίες των συγχωνεύσεων γίνονται για να φέρουν πληροφορίες για τα πιθανά οφέλη των Ε&Σ. Συνεπώς, η βασική θεωρία που διέπει τις Ε&Σ είναι η θεωρία της δημιουργίας πρόσθετης αξίας (value creating theory), κατά την οποία αναμένεται ότι ο αγοραστής και η

εταιρεία στόχος θα έχουν θετικές αποδόσεις λόγω συνεργιστικών οφελών. Στη θεωρία δημιουργίας πρόσθετης αξίας οι ερευνητές διαχώρισαν δύο κατηγορίες: (1) μεγιστοποίηση της αξίας και (2) μη μεγιστοποίηση της αξίας.

Υποκατηγορίες βασικής θεωρίας πρόσθετης αξίας: Περεταίρω οι Leersa and Mishra (2016) κατέγραψαν τις διάφορες υποκατηγορίες της βασικής θεωρίας (value creation) με βάση το κίνητρο της δημιουργία πρόσθετης αξίας ως ακολούθως: (1) Διαφορική θεωρία αποδοτικότητας (Differential efficiency theory) στην οποία το κίνητρο είναι η αποτελεσματική διαχείριση της εξαγοράς, (2) Αναποτελεσματική θεωρία διαχείρισης (Inefficient management theory) στην οποία η βελτίωση της αναποτελεσματικής διοίκησης υπερκαλύπτεται μέσω εξαγοράς, (3) Θεωρία κέρδους συνέργειας (Synergy gain theory) στην οποία το κίνητρο είναι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας άρα μείωση στα κόστη και αύξηση κερδοφορίας, (4) Καθαρή διαφοροποίηση (Pure diversification) στην οποία η αποκόμιση οφέλους προέρχεται διαμέσου της επέκτασης αγοράς και προϊόντων, (5) Στρατηγική επανευθυγράμμιση (Strategic realignment) όπου το όφελος προέρχεται από την απόκτηση ικανοτήτων ταχύτερης προσαρμογής στις περιβαλλοντικές αλλαγές από ό,τι θα μπορούσε να επιτευχθεί εάν αναπτυχθεί εσωτερικά, (6) Υποτίμηση (Undervaluation) στην οποία το όφελος προέρχεται από εξαγορά υποτιμημένης εταιρείας, (7) Πληροφορίες και σηματοδότηση (Information and signalling) με το όφελος να δημιουργείται με την πληροφόρηση στην αγορά ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες, (8) Πρόβλημα διευθυντών/διαχειριστών (Agency problems) στην οποία το όφελος δημιουργείται με την αντικατάσταση των διευθυντών που δεν ενεργούν προς το συμφέρον των ιδιοκτητών, (9) Διευθυντικότητα (Managerialism) στην οποία το όφελος δημιουργείται με την αύξηση μεγέθους της εταιρείας για να αυξηθεί η ισχύς και αμοιβή των διευθυντών, (10) Υπόθεση ελεύθερης ταμειακής ροής (Free cash flow hypothesis) όπου το όφελος δημιουργείται με την αύξηση των ελεύθερων ταμειακών ροών λόγω εξαγοράς, (11) Ισχύς στην αγορά (Market power) στην οποία το όφελος δημιουργείται με την αύξηση του μεριδίου αγοράς για τη βελτίωση της ικανότητας καθορισμού τιμών πάνω από τα ανταγωνιστικά επίπεδα, (12) Φορολογικό αντάλλαγμα (Tax consideration) στην οποία το όφελος προέρχεται από φορολογικά οφέλη διαμέσου ενσωμάτωσης φορολογικών εξόδων στα κέρδη, δηλαδή μείωση της κερδοφορίας συνεπάγεται μείωση της φορολογίας, (13) Ανακατανομή (Redistribution) στην οποία το όφελος προέρχεται από την ανακατανομή των διανεμηθέντων κερδών, και (14) Υβριδική υπόθεση (Hubris hypothesis) στην οποία το όφελος αναμένεται από την αποκόμιση συνεργειών προς κάλυψη της υπερπληρωμής.

Οι Gupta et al. (2021) στην ερευνητική τους αρθρογραφία με τίτλο «Ο αντίκτυπος των Ε&Σ στη δημιουργία αξίας: Εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία» επικαλούμενοι προηγούμενους ερευνητές όπως οι Singh and Montgomery, 1987; Harrison et al. 1991; Capron, 1999; Brown, 2002; Damodaran 2005; Rabier 2017; Ferrer, 2019; Sinkkonen, 2019 καταγράφουν ότι η προστιθέμενη αξία μπορεί να επιτευχθεί με τη δημιουργία συνεργειών και αποτελεσματικότητας από την ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιρειών. Περαιτέρω η δημιουργία αξίας μπορεί να δημιουργηθεί με την αύξηση του κύκλου εργασιών και μεριδίου αγοράς. Οι Gupta et al. (2021) σημειώνουν στην αρθρογραφία τους επικαλούμενοι πληθώρα άλλων ερευνητών, όπως οι Hitt et al., 1991; Elliot, 1971; Grabowski, 1968; Dickerson et al., 1997; Banerjee and Eckard, 1998; Banker, 2003; Narayanan, 2004; Jandika, 2005; Jandik and Makhija 2005; Papadakis and Thanos, 2010; Betschinger, 2012; Rahman et al., 2016; Yang et al., 2019, ότι ο αντίκτυπος των εξαγορών στην προ εξαγορά και μετά εξαγορά περίοδο και η δημιουργία πρόσθετης αξίας αποτιμάται διαμέσου χρηματοοικονομικών δεικτών όπως ρευστότητας, κερδοφορίας, και χρέους.

Οι Candra et al. (2021) στην ερευνητική τους αρθρογραφία καταγράφουν επί λέξη «Επί του παρόντος, η υπάρχουσα θεωρία δεν μπορεί να εξηγήσει το φαινόμενο των Ε&Σ στο σύνολό του. Ένα γεγονός Ε&Σ, μπορεί να εξηγηθεί από διάφορες θεωρίες, όχι από μια γενικά αποδεκτή θεωρία. Έτσι, θα είναι πολύ ενδιαφέρον αν στο μέλλον μπορέσουμε να βρούμε μια γενικά αποδεκτή θεωρία για όλες αυτές τις εκδηλώσεις Ε&Σ που να μπορούν να εξηγηθούν τόσο ακαδημαϊκά όσο και εμπειρικά».

Μεταξύ πληθώρας ερευνητών οι οποίοι έχουν μελετήσει το πεδίο των Ε&Σ και έχουν καταγράψει τα ευρήματα και τη θεωρητική συνεισφορά τους με στόχο την αύξηση αξίας (value creation) είναι και οι πιο κάτω, με τα ευρήματα να σχετίζονται με τον οικονομικό αντίκτυπο των εξαγορών που είναι υπό διερεύνηση στην παρούσα έρευνα:

Πίνακας 2-1: Διεθνής Βιβλιογραφία σε θέματα Θεωρητικής Συνεισφοράς στις Ε&Σ

Συγγραφέας	Άρθρο/Δημοσίευση	Ευρήματα και Θεωρητική Συνεισφορά
Seth (1990)	Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation/Πηγές Δημιουργίας Αξίας σε Εξαγορές: Μια Εμπειρική Έρευνα/Strategic Management Journal (R.4*)	Η μελέτη συμβάλει στην θεωρία της αύξησης αξίας διά της υιοθέτησης μεθοδολογίας η οποία μπορεί να εντοπίζει και καταγράφει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές.
Srikanth (2005)	Acquisition Experience and Value Creation/	Η πρόσθετη αξία δημιουργείται με την εμπειρία (βιωματική μάθηση) από προηγούμενες εξαγορές. Όπως προβλέπεται από τη θεωρία της οργανωτικής

	Academy of Management Journal (R.4*)	μάθησης διαπιστώνεται ότι η μάθηση βάσει εμπειρίας έχει θετικό αντίκτυπο στην εκτέλεση απλών εργασιών και αρνητικό αντίκτυπο στην εκτέλεση σύνθετων εργασιών. Η μελέτη συμβάλλει στην κατάδειξη ότι η θεωρία παρουσιάζει ένα επιχειρήμα έκτακτης ανάγκης για μάθηση από την εμπειρία και τα αποτελέσματά βασίζονται σε ένα μέτρο εκτίμησης απόδοσης της εξαγοράς.
Tanriverdi and Uysal (2011)	Cross-Business Information Technology Integration and Acquirer Value Creation in Corporate Mergers and Acquisitions/Ενοποίηση τεχνολογίας πληροφοριών μεταξύ επιχειρήσεων και δημιουργία αξίας αγοραστή σε εταιρικές συγχωνεύσεις και εξαγορές/ Information Systems Research (R.4*)	Η μελέτη αυτή συμβάλλει θεωρητικά στην εξήγηση και εμπειρική επικύρωση της νομολογικής σχέσης μεταξύ της ενοποίησης τεχνολογίας πληροφοριών μεταξύ αγοραστή και εξαγορασθείσας εταιρείας όπου οδηγεί στην αύξηση της απόδοσης των αγοραστών στις Ε&Σ.
Devers et. al. (2013)	Do they Walk the Talk? Gaining Acquiring CEO and Director Confidence in Value Creation Potential of Announced Acquisitions/Περπατούν και μιλούν; Απόκτηση εμπιστοσύνης CEO και Διευθυντή στο δυναμικό δημιουργίας αξίας των εξαγγελθέντων εξαγορών/ Academy of Management Journal (R.4*)	Η πρώτη συνεισφορά στη θεωρία είναι η παροχή μίας νέας σύνθεσης που επιτρέπει τη δοκιμή ανταγωνιστικών προβλέψεων που ρέουν από αυτές τις ξεχωριστές θεωρητικές προοπτικές ως προς την αύξηση της αξίας είτε στα κίνητρα ιδιωτικών συμφερόντων (CEO). Κατά συνέπεια, η μελέτη θέτει τις αρχικές βάσεις για την ανάπτυξη μιας βαθύτερης κατανόησης του κατά πόσον η βελτίωση της αξίας ή τα επιχειρήματα για το κίνητρο του ιδιωτικού συμφέροντος εξηγούν καλύτερα τον τρόπο με τον οποίο οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι διευθυντές διαχειρίζονται τις συμμετοχές των CEOs με βάση τα ίδια κεφάλαια. Δεύτερον, η συμβατική αντίληψη ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι είναι ιδιαίτερα σίγουροι για τη δημιουργία αξίας όταν η πραγματοποίηση εξαγορών κυριαρχεί στη βιβλιογραφία Ε&Σ. Αυτή η προοπτική βελτίωσης της αξίας υποδηλώνει ότι οι CEO είναι βέβαιοι ότι οι επικείμενες εξαγορές τους έχουν τη δυνατότητα να ενισχύσουν τη μακροπρόθεσμη σταθερή αξία, επειδή πραγματοποιούν εξαγορές όταν πιστεύουν ότι (α) οι εξαγορές τους θα δημιουργήσουν ιδιωτικές συνέργειες, (β) έχουν ανώτερες πληροφορίες σχετικά με τις ευκαιρίες απόκτησης, (γ) οι εξαγορές τους θα ενισχύσουν την ισχύ των εταιρειών τους στην αγορά ή (δ) διαθέτουν ανώτερη ικανότητα διαχείρισης στην ικανότητά τους να επιλέγουν και εξάγουν αξία από τους στόχους τους.
Ibrahimi and Meghouar (2019)	Sources of value creation and destruction in horizontal	Η έρευνα είναι διαφορετική από άλλες συνεισφορές, δεδομένου ότι η πλειονοψία της υπάρχουσας βιβλιογραφίας σχετικά με τις πηγές δημιουργίας

	mergers and acquisitions/Πηγές δημιουργίας και καταστροφής αξίας σε οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές/ Managerial Finance (R.1)	αξίας στις Ε&Σ βασίστηκε στο ερευνητικό πεδίο των μη φυσιολογικών αποδόσεων (abnormal returns). Η έρευνα αναλύει λογιστικά δεδομένα που είναι πιθανό να επηρεαστούν μακροπρόθεσμα από τη λήψη εταιρικών αποφάσεων. Αυτού του είδους οι αποφάσεις επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης καθώς και τα μακροπρόθεσμα κέρδη που οι βιομηχανικοί επενδυτές μπορεί να κερδίσουν. Η μελέτη αυτή συμβάλλει σημαντικά στην υπάρχουσα βιβλιογραφία στο βαθμό που επιδιώκει να διαιρέσει τις πηγές δημιουργίας αξίας σε τρεις κατηγορίες: συνέργεια πωλήσεων, συνέργειες κόστους και υβριδικές συνέργειες.
--	---	---

2.1.2 Ορισμοί των όρων Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (Ε&Σ)

Οι Ε&Σ και οι εταιρικές αναδιοργανώσεις είναι μεταξύ των πιο σημαντικών δράσεων του επιχειρηματικού κόσμου όπως και της χρηματοοικονομικής και διοικητικής επιστήμης. Ο στόχος των Ε&Σ αντικατοπτρίζεται από τη μαθηματική φόρμουλα ένα συν ένα ίσο τρία ($1+1=3$). Δηλαδή το αποτέλεσμα των Ε&Σ να μην είναι το άθροισμα των δύο συμβαλλομένων οργανισμών αλλά πολλαπλάσιο ώστε να δημιουργήσει περισσότερη αξία στους μετόχους.

Ορισμός Ε&Σ: Αν και προφέρονται ταυτόχρονα με το ακρωνύμιο «Ε&Σ», έχουν κάποιες διαφορές. Όταν ένας οργανισμός/εταιρεία εξαγοράζεται από άλλον οργανισμό/εταιρεία πληρώνοντας μια καθορισμένη αξία αγοράς τότε η πράξη ονομάζεται εξαγορά. Με την καθαρή έννοια του όρου συγχώνευση συμβαίνει όταν δύο επιχειρήσεις συμφωνούν να συγχωνευθούν με τη δημιουργία μιας νέας εταιρείας και όχι να παραμένουν χωριστές εταιρικές οντότητες. Για παράδειγμα, οι Daimler Benz και Chrysler συγχωνεύτηκαν, και δημιούργησαν μια νέα εταιρεία, την Daimler Chrysler (Begley and Donnelly, 2011). Περαιτέρω μια εξαγορά ή συγχώνευση κρίνεται ως φιλική ή εχθρική σύμφωνα με τον τρόπο απόκτησης και το πώς ανακοινώνεται. Δηλαδή αν ήταν σύμφωνη η γνώμη του διοικητικού συμβουλίου, των υπαλλήλων και μετόχων.

Οι Moeller and Brady (2009) διατύπωσαν τρεις βασικούς τύπους Ε&Σ όσον αφορά το επιχειρησιακό μέρος:

- Οριζόντιες Ε&Σ (Horizontal M&A): Εξαγορές μεταξύ ανταγωνιστών οι οποίοι λειτουργούν στον ίδιο κλάδο πριν από την απόκτηση και φέρουν τα ίδια σημεία της διαδικασίας παραγωγής και πωλήσεων.
- Κάθετες Ε&Σ (Vertical M&A): Αφορούν Ε&Σ συμφωνίες μεταξύ συμβαλλομένων (αγοραστών και πωλητών) όπου υπάρχει ένας συνδυασμός των

επιχειρήσεων που λειτουργούν σε διαφορετικά στάδια του ίδιου βιομηχανικού κλάδου.

- Ετερογενείς Ε&Σ (Conglomerate M&A): Αφορούν Ε&Σ μεταξύ μη συγγενικών εταιρειών οι οποίες δεν είναι ανταγωνιστικές και δεν έχουν οποιαδήποτε συγγένεια μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

Όπως διαπιστώνεται, μια εξαγορά μπορεί να είναι ελαφρώς διαφορετική από μια συγχώνευση. Στην πραγματικότητα, μπορεί να είναι διαφορετικές στο όνομα μόνο. Όπως και οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές είναι δράσεις όταν οι επιχειρήσεις αναζητούν οικονομίες κλίμακας, βελτίωση της αποτελεσματικότητας και προβολής της ενισχυμένης αγοράς. Σε αντίθεση με όλες τις συγχωνεύσεις, οι εξαγορές περιλαμβάνουν την αγορά μίας επιχείρησης ή την ενοποίηση ως μια νέα εταιρεία. Οι εξαγορές συχνά είναι συμπαιθείς, όταν όλα τα εμπλεκόμενα μέρη αισθάνονται ικανοποιημένα με τη διαπραγμάτευση. Άλλες φορές θεωρούνται ως εχθρικές και επιθετικές εξαγορές όταν δεν υπάρχει ενημέρωση (Junni and Teerikangas, 2019).

Ανεξάρτητως του τύπου Ε&Σ που κατέδειξαν οι Moeller and Brady (2009), η παρούσα έρευνα δεν εξετάζει τον τύπο της εξαγοράς αλλά την απόδοση διαμέσου χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Περαιτέρω, η διαδικασία και η φιλοσοφία πριν από την εξαγορά είναι η ίδια ανεξαρτήτως τομέα Ε&Σ.

2.2 Στρατηγική Ανάπτυξης Διαμέσου Ε&Σ στο Παγκόσμιο Περιβάλλον

Οι Ε&Σ χρονολογούνται προ εκατονταετίας. Οι Wallace and Moles (2012), ερευνήσαν τις Ε&Σ από το 1895 και τις διαχώρισαν σύμφωνα με τα χαρακτηριστικά τους σε πέντε φάσεις/κύματα ως πιο κάτω:

1. Κύμα του Σιδηροδρόμου (The railroad wave, 1895-1905): Στις ΗΠΑ παρατηρήθηκε το πρώτο κύμα Ε&Σ λόγω της υλοποίησης του σιδηροδρόμου που ένωνε τις διάφορες πολιτείες των ΗΠΑ. Η ένωση διά του σιδηροδρόμου δημιούργησε μια ενιαία αγορά και διευκόλυνε την παραγωγή και μετακίνηση προϊόντων σε εθνικό επίπεδο.
2. Κύμα Αυτοκινητοβιομηχανίας (Automobile wave, 1918-1930): Η συνδρομή της ένωσης των πολιτειών διά του σιδηροδρόμου επέδρασε πολύ θετικά ως προς την ανάπτυξη των πωλήσεων των αυτοκινητοβιομηχανιών, οι οποίες πλέον απέκτησαν πρόσβαση στις αγορές όλων των πολιτειών στις ΗΠΑ. Όπως και το αντίθετο με τους καταναλωτές οι οποίοι απέκτησαν πρόσβαση σε ευρεία γκάμα προϊόντων.

3. Κύμα Συγκροτημάτων Επιχειρήσεων (The conglomerate wave, 1955-1970): Η δυναμική ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ επέδρασε στην ώθηση των Ε&Σ σε εταιρικό επίπεδο. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι σημαντικός αριθμός Ε&Σ απέτυχε λόγω διευθυντικών προβλημάτων να επιτύχουν στην αποτελεσματική διεύθυνση της νέας εταιρείας. Ίσως να μην υπήρχε η γνώση την εποχή εκείνη.
4. Τεράστιο Κύμα Ε&Σ (The mega-merger wave, 1980-1990): Οι νομικές αλλαγές στο σύστημα των χωρών ΗΠΑ και Μεγάλης Βρετανίας σε συνάρτηση με τις αλλαγές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως οι μειώσεις των επιτοκίων βοήθησαν στις Ε&Σ, με αποτέλεσμα να πραγματοποιηθεί τεράστιος όγκος Ε&Σ.
5. Κύμα της Παγκοσμιοποίησης (The globalization wave, 1994 to the present): Το κύμα της παγκοσμιοποίησης οφείλεται στη δραματική ανάπτυξη της τεχνολογίας και των μέσων επικοινωνίας περιλαμβανομένου και του Ιντερνέτ. Οι εταιρείες είναι εκτεθειμένες σε παγκόσμιο επίπεδο και γι' αυτό τον λόγο είναι αναγκασμένες να αλλάζουν στρατηγική. Λόγω του ότι σε αρκετές χώρες ιδιωτικοποιήθηκαν κρατικοί οργανισμοί και λόγω της χαλάρωσης στο νομικό πλαίσιο, το «παιχνίδι» άλλαξε μορφή. Συνεπώς η αλλαγή στη νέα τάξη πραγμάτων είναι περισσότερο από επιβεβλημένη.

Συμπερασματικά, από τις πιο πάνω πέντε φάσεις οι Ε&Σ διαφαίνεται ότι επηρεάστηκαν από τη δραματική αλλαγή και ανάπτυξη της τεχνολογίας και στις αλλαγές στα νομικά πλαίσια και επί της ουσίας των χαλαρώσεων που επήλθαν ώστε να διευκολυνθούν οι Ε&Σ.

Μια μορφή Ε&Σ είναι και η αμυντική μορφή η οποία τονίζεται με τη χαρακτηριστική φράση των Gordon et al. (2009) «Eat or Be Eaten...», δηλαδή «φάτε ή φαγωθείτε στην κυριολεξία, μεταφορικό νόημα το οποίο παραπέμπει: εξαγοράστε τους ανταγωνιστές σας, ή θα σας εξαγοράσουν οι ανταγωνιστές σας». Στην έρευνα τους, τόνισαν ένα πολύ σημαντικό παράγοντα στον τομέα των Ε&Σ ως προς το κίνητρο: ότι τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη προχωρούσαν σε αμυντικές Ε&Σ για να μη χάσουν προνομιακά οφέλη. Ακόμα ένας σημαντικός παράγοντας που τονίστηκε ήταν ότι η επιτυχία ή αποτυχία των Ε&Σ εξαρτιόταν σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθος των συμβαλλομένων μερών (αγοραστή/εξαγορασμένος). Στην εμπειρική τους έρευνα οι Gordon et al. (2009) κατέδειξαν ότι οι μεγάλοι οργανισμοί σε μέγεθος μετά την Ε&Σ παρουσίαζαν πιο χαμηλή κερδοφορία από τους μικρούς σε όγκο οργανισμούς. Αυτό το σημείο καταδεικνύει ότι οι μεγάλοι οργανισμοί δεν είναι ευέλικτοι, γίνονται δυσκίνητοι από πλευράς αποτελεσματικότητας και το γεγονός αυτό τους οδηγεί σε μείωση της κερδοφορίας. Σε αντίθεση με τις Ε&Σ από μικρές σε μέγεθος εταιρείες οι οποίες

πραγματοποιούν μεγαλύτερα ποσοστά επιτυχίας, και περαιτέρω στις ενδιάμεσες σε μέγεθος όπου τα ποσοστά επιτυχίας είναι περίπου ισοζυγισμένα.

Αναμφίβολα το όχημα ανάπτυξης και επέκτασης των οργανισμών και εταιρειών αποτελεί το μοντέλο των Ε&Σ ανά το παγκόσμιο. Τα ποσά τα οποία καταγράφονται στην ετήσια έκθεση της Bloomberg (2012) όπου παρουσιάζεται η δραστηριότητα των Ε&Σ ΑΝΑ γεωγραφικό τομέα, καταγράφουν τεράστια ποσά. Συγκεκριμένα οι Ε&Σ το 2012 ανήλθαν στο ποσό των \$2,23 τρισ ενώ το έτος 2011 καταγράφηκαν ποσά της τάξης των \$2,42 τρισ. Οι Thomson Reuters (2012) στη μηνιαία έκθεση τους καταγράφοντας τις πιο σημαντικές σε ποσό Ε&Σ ανά το παγκόσμιο τον Οκτώβριο του 2012 κατέγραψαν τον αριθμό μαμούθ για ένα μήνα της τάξης των \$78,3δισ. Κατά τους Saboo et al. (2017), οι εξαγορές ανά το παγκόσμιο υπερέβησαν τα \$2 τρισ. τις προηγούμενες δεκαετίες, και υπολογίζεται ότι το 2015 οι εξαγορές ήταν κοντά στα \$5 τρισ. όταν και καταγράφηκαν οι μεγαλύτερες Ε&Σ στην ιστορία. Πρόσφατα οι Ε&Σ κατέγραψαν ποσά ως εξής: 2016 3,6τρис, 2017 3,8 τρίς., 2018 4,1τρис. και 2019 3,7τρис. (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliance, 2017-2020).

Οι Ε&Σ όχι μόνο δεν έχουν τέλος στο παγκόσμιο περιβάλλον, αλλά ο ρυθμός τους είναι αυξημένος και το παγκόσμιο περιβάλλον γίνεται πολύ σκληρό σε ανταγωνιστικό επίπεδο. Παρόλο που οι παγκόσμιες στατιστικές καταδεικνύουν ότι μεγάλα ποσοστά Ε&Σ καταλήγουν σε αποτυχία, οι αριθμοί οι οποίοι μιλούν για \$τρис καταγράφουν πόσο σκληρός είναι ο ανταγωνισμός (Saari, 2007; Lahovnik, 2011).

Οι Grave et al. (2012) κατέγραψαν σημαντικά στοιχεία στον τομέα των Ε&Σ παγκοσμίως όπως: (1) η παγκόσμια οικονομική κρίση άλλαξε τη στρατηγική των Ε&Σ, (2) οι οργανισμοί στοχεύουν εισδοχή σε νέες γεωγραφικές περιοχές πέραν των παραδοσιακών περιοχών των ΗΠΑ, Ιαπωνίας και Ευρώπης, (3) μελετούν σε βάθος την εφοδιαστική αλυσίδα των στοχευουσών εταιρειών, το πολιτικό σύστημα και το πλαίσιο της εξαγοράς. Αυτό καταδεικνύει τη σε βάθος έρευνα με στόχο να μειωθεί το ρίσκο αποτυχίας.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι Ε&Σ δεν είναι απελευθερωμένες από νόμους και ρυθμίσεις. Υπάρχουν νόμοι και κανόνες που απαγορεύουν τη δημιουργία μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και υπάγονται κάτω από τις εγκρίσεις των ρυθμιστικών αρχών σε εθνικό επίπεδο ή ακόμα και σε ενοποιημένο ευρωπαϊκό επίπεδο. Αν δεν υπήρχαν νόμοι, κανόνες και ρυθμιστικά πλαίσια η παγκόσμια αγορά θα κυβερνιόταν από παγκόσμιους κολοσσούς με αποτέλεσμα οι μικρομεσαίοι οργανισμοί να εξαφανίζονταν. Οι Wallace and Moles (2012) αναφέρουν ότι οι Ε&Σ επηρεάζονται από αρκετές παραμέτρους σε εθνικό επίπεδο. Τέτοιες παράμετροι είναι οι ακόλουθες: Περί Εταιρειών Νόμος, Περί Εργαζομένων Νόμος, Περί

Κοινοτήτων Νόμος, Κανονιστικές και Ρυθμιστικές Αρμοδιότητες, Κοινοτικός Κώδικας Πρακτικής, και Προστατευτισμός.

Οι Wallace and Moles (2012) καταδεικνύοντας τη σύνδεση των πιο πάνω νόμων και ρυθμίσεων στο έργο τους, αναφέρουν ότι στη Μεγάλη Βρετανία η Επιτροπή Ανταγωνισμού (Competition Commission) απαγόρευσε Ε&Σ όπου κρινόταν ότι υπήρχε περίπτωση να χειραγωγηθούν οι τιμές της αγοράς. Στη χώρα μας έχουμε την Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΠΑ), η οποία μπορεί να επέμβει και να σταματήσει μια πιθανή Ε&Σ αν κριθεί αναγκαίο.

2.2.1 Διεθνείς Τάσεις Ε&Σ

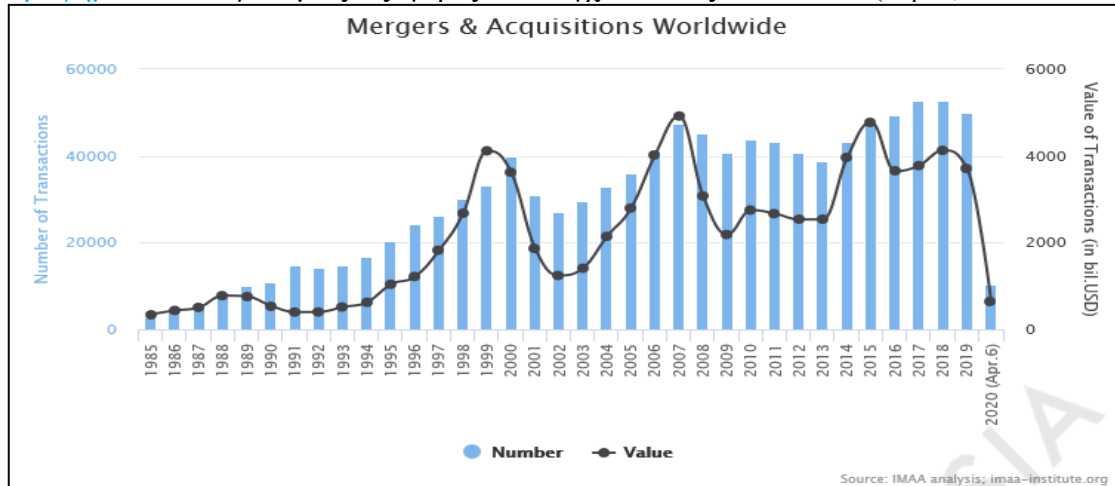
Ο τομέας των Ε&Σ αποτελούσε, αποτελεί και θα αποτελεί τομέα έρευνας και μελέτης. Τα ποσά είναι τεράστια όταν μιλούμε για τρισεκατομμύρια δολάρια. Οι Weston and Weaver (2001) ερεύνησαν την τάση των Ε&Σ για τα έτη 1985 έως 2000. Οι αριθμοί αντικατοπτρίζουν την πραγματικότητα, από το 1992 όταν οι Ε&Σ παρουσίασαν συμφωνίες αξίας \$322 δις., το 2000 εκτοξευτήκαν στα \$3,180 τρις., δηλαδή παρουσίασαν αύξηση της τάξης του 888%. Πίσω από κάθε ενέργεια ή φαινόμενο υπάρχουν τα αίτια και αφορμές. Οι Weston and Weaver (2001) στο συγγραφικό τους έργο μελέτησαν και παρουσιάζουν 10 βασικούς λόγους της δραματικής αύξησης των Ε&Σ της τάξης του 888% ως πιο ακολούθως: 1) Δρατική πρόοδος και αλλαγή της τεχνολογίας, 2) μείωση στα κόστη των επικοινωνιών και μεταφορών, 3) στόχευση των αγορών σε διεθνές επίπεδο, 4) Η επέκταση του ανταγωνισμού, 5) νέες αναδυόμενες αγορές, 6) χαλάρωση των νομικών πλαισίων σε αρκετές βιομηχανίες, 7) φιλικό οικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον στις περιόδους 1982 ως 1990 και 1992 ως 2000, 8) προοπτικές ανάπτυξης στο γενικό περιβάλλον, 9) οι ανισότητες στο εισόδημα και πλούτο έχουν διευρυνθεί και 10), αύξηση στα έσοδα ιδίων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τον Economist (2016) οι Ε&Σ για τους πρώτους εννέα μήνες του τρέχοντος έτους 2016 ήταν αξίας 2,5 τρις. δολάρια, 24% χαμηλότερη από την ίδια περίοδο του 2015, οπότε και καταγράφηκε η πρώτη πτώση σε τρία χρόνια. Η ψηφοφορία της Βρετανίας να εγκαταλείψει την Ευρωπαϊκή Ένωση, η αβεβαιότητα για τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές και μια πτώση στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να έχουν αποθαρρύνει τους επίδοξους αγοραστές. Τα 66,3 δισεκατομμύρια δολάρια προσφορά από την Bayer, μια εταιρία γερμανικών χημικών ουσιών, για την εξαγορά της εταιρείας Monsanto είναι η μοναδική απόκτηση πάνω από 50 δισεκατομμυρίων δολαρίων για την περίοδο μέχρι τον Οκτώβριο του 2016.

Σύμφωνα με το Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) ο αριθμός των Ε&Σ το 2017 κατέγραψε 50.600 πράξεις αξίας \$3,5 τρις ανά το παγκόσμιο σε σύγκριση

με το 2016 όταν οι πράξεις σημείωσαν αύξηση 2,9% σε αριθμό αλλά μείωση σε αξία κατά 2%. Στο πιο κάτω γράφημα παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία των εξαγορών 1985 – 2020 σε όγκο και χρήμα, γεγονός το οποίο καταγράφει τη δυναμική των Ε&Σ ως στρατηγική ανάπτυξης και επέκτασης ανεξάρτητα του αποτελέσματος (IMAA 2017-2020).

Γράφημα 2-3: Παγκόσμιες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις 1985-2019 (\$τρις)



Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances 2017-2020

Οι ερευνητές διατυπώνουν σαφείς λόγους της δραματικής αύξησης των Ε&Σ σε παγκόσμια κλίμακα. Αυτό καταδεικνύει ότι το παγκόσμιο περιβάλλον δεν είναι στατικό αλλά μεταβαλλόμενο σε συνεχή βάση. Ο έξυπνος μάνατζερ μελετά το παγκόσμιο περιβάλλον σε συνεχή βάση και αναπροσαρμόζει τη στρατηγική του. Τι εξυπηρετεί ο πιο πάνω στόχος; Στην εξεύρεση νέων αναδυόμενων αγορών, νέων τεχνολογικών και καινοτόμων πρακτικών διαμέσου Ε&Σ που ο απώτερος στόχος είναι το στοίχημα του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

2.2.2 Φαινόμενο Εξαγορών στην Κύπρο

Το φαινόμενο των εξαγορών στην Κύπρο άρχισε να διαφαίνεται από το 1999 με την ενδυνάμωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ). Από το 1999 μέχρι και το 2015 πραγματοποιήθηκαν 111 προτάσεις προς εξαγορές δημοσίων εταιρειών σύμφωνα με το αρχείο του ΧΑΚ (παράρτημα 1). Για θέμα συγχωνεύσεων δεν αναφερόμαστε γιατί ακόμα στην Κύπρο είναι σε νηπιακή μορφή για τον απλό λόγο ότι δεν υπάρχουν σημαντικές συγχωνεύσεις εταιρειών. Για αυτό τον λόγο η παρούσα έρευνα επικεντρώνεται στον τομέα των εξαγορών. Η ραγδαία εξάπλωση των εξαγορών την προαναφερθείσα περίοδο οφειλόταν στην παροχή κινήτρων, ειδικά φορολογικών, όσων εταιρειών εισάγονταν στο ΧΑΚ, όπου ο φορολογικός συντελεστής στα κέρδη από 25% μειωνόταν στο 12,5%, και η εισροή

κεφαλαίων στις δημόσιες εταιρείες με τη μορφή της δημόσιας τοποθέτησης προς το κοινό (Initial Public Offer – IPO) με στόχο τη ραγδαία ανάπτυξη.

Συνεπώς, με βάση την πιο πάνω ανάλυση των Ε&Σ, τις ιδιομορφίες και τα οφέλη σε διεθνές επίπεδο, διατυπώνεται το πιο κάτω ερευνητικό ερώτημα στην παρούσα ερευνητική μελέτη:

Ερευνητικό Ερώτημα 1: Ποιοι στρατηγικοί λόγοι οδήγησαν στις αποφάσεις των εξαγορών;

2.2.3 Ε&Σ στο Πεδίο των Οικογενειακών Επιχειρήσεων Διεθνές Περιβάλλον

Ο Lafser (2006) αναφερόμενος σε έρευνα των Ben-Amar and Andre η οποία διεξήχθη στον Καναδά το 2006 με πεδίο έρευνας τις αποφάσεις επιχειρήσεων για Ε&Σ που ελέγχονται από οικογένεια, καταγράφεται ότι οι αποδόσεις των Ε&Σ είναι υψηλότερες από τις Ε&Σ οι οποίες εμπίπτουν στην κατηγορία των οικογενειακών επιχειρήσεων. Το δείγμα αφορούσε 232 Ε&Σ από δημόσιες εταιρείες την περίοδο 1998-2002 και η μεθοδολογία η οποία εφαρμόστηκε βασιζόταν στην μελέτη γεγονότος (event study) και η μέθοδος αποτίμησης τα ανώμαλα κέρδη (abnormal returns). Η συνολική αξία των Ε&Σ ήταν \$29 δισεκατομμύρια σε σύγκριση με \$3,5 τρισεκατομμύρια, δηλαδή το ερευνητικό δείγμα κάλυψε το 12% από πλευράς όγκου εξαγορών (R.3).

Οι Granata and Chirito (2010) εξέτασαν τις Ε&Σ στη βιομηχανία Ποτών & Φαγητού (Food & Drink Industry) στη Δυτική Ευρώπη, ιδιωτικών μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, την περίοδο 2000-2008, με δείγμα οικογενειακές και μη-οικογενειακές εταιρείες. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές εταιρείες ως στόχοι Ε&Σ δεν είναι ελκυστικές.

Οι Miller et al. (2010) στην έρευνα τους υπογραμμίζουν τον ρόλο των μεγάλου ποσοστού μετόχων-ιδιοκτητών της ίδιας οικογένειας, των οποίων η επιθυμία είναι ο έλεγχος των εταιρειών τους να παραμείνει συγκεντρωμένος και να μεταφερθεί και στις επόμενες γενεές. Γι' αυτό και οι εξαγορές επηρεάζονται ως προς την επίδραση του οικογενειακού ιδιοκτησιακού καθεστώτος.

Έρευνα των Bouzgarou and Navate (2014) στην Γαλλία την περίοδο 1997-2008 στο πεδίο των Ε&Σ, με δείγμα 265 Ε&Σ με εμπλοκή δημόσιων εταιρειών όπου υπήρχαν οικογενειακές επιχειρήσεις που είχαν τον έλεγχο τους στις αποφάσεις, κατέδειξε ότι υπήρξε συσχέτιση αποφάσεων από τις οικογένειες που ασκούσαν τον έλεγχο και χρήσης μετρητών διά των Ε&Σ. Περαιτέρω καταγράφηκε ότι οι Ε&Σ χρηματοδοτούνταν από δανεισμό με αποτέλεσμα να υπάρχει υπερδανεισμός και απώλεια της οικονομικής ευελιξίας.

Έρευνα των Andre et al. (2014) την περίοδο 1997-2006 στον Καναδά όπου διενεργήθηκαν εξαγορές από οικογενειακές εταιρείες στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας μέσα από δείγμα 215 εξαγορών κατέληξε στο συμπέρασμα ότι στις εξαγορές που ο ιδρυτής ήταν ο εκτελεστικός σύμβουλος (CEO) είχαν καλύτερες αποδόσεις από τις εξαγορές όπου ο εκτελεστικός σύμβουλος ήταν άτομο εκτός οικογένειας.

Οι Gomez-Meja et al. (2018) στην έρευνα τους στο πεδίο των εξαγορών οικογενειακών επιχειρήσεων καταγράφουν την τάση της στόχευσης εξαγορών στο συγγενικό τομέα. Ερευνήθηκαν 834 εξαγορές στον βιομηχανικό τομέα από την βάση δεδομένων S&P την χρονική περίοδο 1997-2011.

Έρευνα των Gleason et al. (2014) στην Αμερική με πεδίο τις εξαγορές σε δείγμα 307 εξαγορών οικογενειακών επιχειρήσεων την περίοδο 1984-2000 καταγράφηκε ότι οι αποδόσεις σε ανώμαλα κέρδη των εξαγορασθεισών εταιρειών είναι χαμηλές αλλά θετικές στον πρώτο χρόνο, όμως στον αντίποδα στα έτη δύο μέχρι πέντε σημειώνουν σημαντικές ζημιές.

Οι Aktas et al. (2016) σε έρευνα διασυνοριακών εξαγορών σε 40 χώρες της Ευρώπης την περίοδο 1990-2013 σε οικογενειακές επιχειρήσεις (25% μετοχικού κεφαλαίου ανήκε σε οικογένεια), έδειξε ότι οι εταιρείες διενέργησαν εξαγορές χωρίς να μειωθεί ο έλεγχος της εξαγορασθείσας εταιρείας. Καταγράφηκε στην έρευνα ότι οι μη οικογενειακές εταιρείες διενεργούν περισσότερες εξαγορές από τις οικογενειακές.

Οι Feldman et al. (2018) στην έρευνα τους με δείγμα 940 εξαγορές οικογενειακών επιχειρήσεων την περίοδο 1994-2010 στην Αμερική, κατέγραψαν ότι «τα αναμενόμενα πλεονεκτήματα απόδοσης μιας οικογενειακής επιχείρησης διαλύονται όταν ο αντισυμβαλλόμενος της εταιρείας σε εξαγορά ή εκποίηση είναι επίσης οικογενειακή επιχείρηση. Με άλλα λόγια, το να είσαι οικογενειακή εταιρεία έχει οικονομικά πλεονεκτήματα μόνο σε εξαγορές και εκποιήσεις όταν η άλλη εταιρεία δεν είναι επίσης οικογενειακή εταιρεία».

Οι Nogueira and Castro (2020) σε έρευνα E&Σ δημόσιων εταιρειών στην Βραζιλία με πεδίο την ιδιοκτησιακή δομή κατέγραψαν ότι η πλειοψηφία των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών είχαν ως βασικό μέτοχο την οικογένεια. Η έρευνα διεξήχθη την περίοδο 1998-2007 πριν από την οικονομική κρίση με δείγμα 429 E&Σ. Σημαντικό γεγονός καταγράφεται ότι θεσμικοί επενδυτές αποφεύγουν την E&Σ όταν δεν μπορούν να συμμετέχουν αποτελεσματικά στην εταιρική διακυβέρνηση της εξαγορασθείσας εταιρείας. Περαιτέρω καταγράφηκε ότι οικογενειακές εταιρείες δεν έχουν πρόθεση σε E&Σ με προοπτική να χάσουν τον έλεγχο της εταιρείας.

2.2.3.1 Χαρακτηριστικά Οικογενειακών Επιχειρήσεων σε Τοπικό Περιβάλλον και Εμπειρικές Εξαγορές

Έρευνα της Mandi (2008) σε ευρωπαϊκό επίπεδο εκ μέρους του Αυστριακού Ινστιτούτου για Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις όπου περιλαμβάνονταν και η Κύπρος κατέδειξε τα ακόλουθα χαρακτηριστικά για τις κυπριακές επιχειρήσεις: (1) αναπτύχθηκαν πολύ από το έτος 2000 και μετά, (β) οι οικογένειες στην πλειοψηφία τους κατέχουν πέραν του 50% των μετοχών στις ιδιωτικές επιχειρήσεις και μίνιμουμ 10%-25% στις δημόσιες εταιρείες, (3) οι επιχειρήσεις μεταφέρονται από γενεά σε γενεά, (4) το 87% είναι μόνο μέλη της ίδιας οικογένειας, και (5) το 63% των διευθυντών κατείχαν ακαδημαϊκά προσόντα.

Το Συμβούλιο Οικονομίας και Ανταγωνιστικότητας Κύπρου (2019) καταγράφει ότι «...τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία για το 2017, το ποσοστό των Μικρομεσαίων (ΜμΕ) στην Κύπρο αγγίζει το 99,9%, με ποσοστό 93.6% να αφορά πολύ μικρές επιχειρήσεις, με λιγότερους δηλαδή από 10 εργαζόμενους, περιλαμβανομένου αριθμού μονοπρόσωπων εταιρειών. Βάσει του ορισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις ΜμΕ σε αυτές περιλαμβάνονται 3 κατηγορίες επιχειρήσεων (πολύ μικρές, μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις) οι οποίες διαφοροποιούνται ως προς τον αριθμό των εργαζομένων τους σε μονάδες ετήσιας εργασίας (έως 10, 50 και 250 αντίστοιχα), τον ετήσιο κύκλο εργασιών τους (έως 2, 10 και 50 εκατ. ευρώ αντίστοιχα) και/ή τον ισολογισμό τους (έως 2, 10 και 43 εκατ. ευρώ αντίστοιχα)».

Ο Πουντζιουρής (2020), σε έρευνα του με πεδίο τις οικογενειακές επιχειρήσεις στην Κύπρο, καταγράφει ότι υπάρχει επιδείνωση ως προς την επιβίωση των οικογενειακών επιχειρήσεων. Αναφέρει επί λέξει «Μόλις το ένα τρίτο των οικογενειακών επιχειρήσεων επιβιώνουν τη μεταβατική περίοδο, από τον ιδρυτή (πρώτη γενιά) στη δεύτερη γενιά του ιδιοκτήτη-διευθυντή, και μόνο το ένα τρίτο πάλι αυτών πετυχαίνουν να περάσουν στην επόμενη γενιά. Μέχρι την τέταρτη γενιά, μόνο 3-4% των οικογενειακών εταιρειών επιβιώνουν».

Εμπειρικά παραδείγματα εξαγορών στην Κύπρο: Πιο κάτω καταγράφονται εμπειρικές περιπτώσεις εξαγορών με εμπλοκή οικογενειακών επιχειρήσεων οι οποίες αποτύχαν λόγω αναποτελεσματικής εφαρμογής δέουσας επιμέλειας:

- ο Συγγενική εξαγορά εταιρείας στην Ελλάδα στον επισιτιστικό τομέα περί το 2006 κατέληξε σε πλήρη απώλεια της αξίας επένδυσης περί το 2012 με απώλεια επένδυσης της μητρικής εταιρείας περί τα €10 εκατ. Δεν διενεργήθηκε αποτελεσματική δέουσα επιμέλεια η οποία να μελετά τις τάσεις της τοπικής κουλτούρας οι οποίες ήταν διαφορετικές από την κυπριακή κουλτούρα.

- ο Συγγενική εξαγορά στον τομέα των κατασκευών περί το 2010 κατέληξε σε παύση εργασιών της εξαγορασθείσας εταιρείας, ανάληψη μεγάλους χρέους της μητρικής εταιρεία γιατί ήταν εγγυητής θέτοντας τη μητρική εταιρεία σε μεγάλο ρίσκο αποτυχίας. Δεν διενεργήθηκε αποτελεσματική δέουσα επιμέλεια η οποία να μελετά το ρίσκο αποτυχίας και το ρίσκο που θα περιέλθει η μητρική εταιρεία.
- ο Μη συγγενική εξαγορά περί το 1998 με τη μητρική εταιρεία να είχε δραστηριότητα στον κλάδο του εμπορίου με ευρύ φάσμα εργασιών, εξαγόρασε εταιρεία η οποία δραστηριοποιείτο στον τομέα των υπηρεσιών με την εξαγορά να αποτυγχάνει, εξού και χαρακτηριστική φράση του διευθύνοντος συμβούλου και μεγαλομέτοχου «πετάξαμε στον κάλαθο αχρήστων περί τις £700.000». Η εξαγορασθείσα εταιρεία κήρυξε παύση εργασιών περί το 2004. Η αιτία αποτυχίας ήταν η έλλειψη επιστημοσύνης της διοίκησης της εταιρείας στον μη συγγενικό τομέα όπου το μοντέλο λειτουργίας ήταν διαφορετικό από τη μητρική εταιρεία. Κατά συνέπεια δεν διενεργήθηκε αποτελεσματική δέουσα επιμέλεια για να εντοπίσει το διαφορετικό στυλ διοίκησης.

2.3 Οφέλη και Ρίσκα Ε&Σ

Αρκετές έρευνες και επιχειρήματα καταδεικνύουν ότι οι στρατηγικές επέκτασης διαμέσου Ε&Σ έχουν επιπτώσεις στην αξία των μετόχων είτε θετική είτε αρνητική. Υπάρχουν διαφορικές μέθοδοι στρατηγικής επέκτασης προκειμένου να επιτευχθεί αύξηση της αξίας των μετόχων. Πέραν της στρατηγικής των Ε&Σ υπάρχουν και οι ακόλουθες στρατηγικές: (1) η ίδρυση νέας εταιρείας και (2) η σύσταση κοινοπραξίας (joint venture), (Thomson and Strickland, 2001; Daft, 2000).

Δεν υπάρχει φόρμουλα για τον καθορισμό πότε μια επιχείρηση θα έπρεπε να εκτελέσει στρατηγική επέκτασης Ε&Σ (Thomson and Strickland, 2001). Στρατηγικοί και Εκτελεστικοί διευθυντές έχουν εξετάσει προσεκτικά τους παράγοντες οι οποίοι δίνουν το έναυσμα της επέκτασης διαμέσου των Ε&Σ. Σύμφωνα με τους Thomson and Strickland (2001), οι ακόλουθοι πέντε παράγοντες δίνουν το στίγμα προς χάραξη και εκτέλεση της στρατηγικής ανάπτυξης:

- (i) φθίνουσα πορεία ανάπτυξης στην παρούσα λειτουργική δραστηριότητα,
- (ii) προοπτική ευκαιριών για να προστεθεί αξία στους πελάτες και να κερδηθεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα,
- (iii) ελκυστικές ευκαιρίες για να μεταφερθούν ικανότητες και δυνατότητες προς νέες επιχειρηματικές αρénες,

- (iv) ευκαιρία για εξοικονόμηση στα κόστη, και
- (v) η ύπαρξη χρηματοδοτικών και οργανωτικών πόρων για τη στήριξη της στρατηγικής E&Σ.

Προηγούμενα ερευνητικά ευρήματα για θέματα στρατηγικής επέκτασης διαμέσου E&Σ τα οποία είναι συναφή με την παρούσα ερευνητική μελέτη καταδεικνύουν αύξηση της απόδοσης των οργανισμών και κατ' επέκταση αύξηση της αξίας των μετόχων (π.χ., Markides, 1995; Grant et al., 1998). Οι Thomson and Strickland, (2001) στο ερευνητικό τους πεδίο κατέγραψαν ότι για τη μελλοντική ανάπτυξη, προκειμένου να ενισχυθεί η αξία μετόχων, η εταιρεία πρέπει να επιτύχει στη διασπορά του κινδύνου σε περισσότερους τομείς ώστε να μειώνεται το ρίσκο της αποτυχίας. Ο Daft (2000), προτείνει ότι η αξία μετόχων μπορεί να αυξηθεί μέσω στρατηγικών απόκτησης διαμέσου εξαγορών επιπλέον επιχειρηματικών κλάδων.

Σημαντικές έρευνες κατέδειξαν τα πιθανά οικονομικά οφέλη των στρατηγικών ανάπτυξης μέσω εξαγορών όπου και αποτέλεσε κύριο θέμα στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και έρευνα, ως την επίτευξη του πεδίου εφαρμογής (economies of scope), επιχειρηματικών συνεργιών και κατ' επέκταση κλιμάκων οικονομίας (economies of scale) (Markides and Williamson, 1994; Porter, 1998; Palich et al., 2000; Thomson and Strickland, 2001).

Από την άλλη πλευρά, οι στρατηγικές επέκτασης διάμεσου E&Σ σε μη συγγενικούς τομείς κατέδειξαν ότι δεν δημιουργούν συνέργειες αλλά χρηματοοικονομικά οφέλη μέσα από οικονομικούς μηχανισμούς και πολιτικές (Janssen and Frenken, 2019). Ακαδημαϊκοί συγγραφείς δείχνουν ότι είναι μια ουσιαστικά οικονομική προσέγγιση για τη δημιουργία αξίας στους μετόχους. Η εταιρική στρατηγική για να ενισχύσει την αξία των μετόχων από τον επενδυτικό κίνδυνο, πρέπει να πραγματοποιηθεί διαμέσου της διασποράς του επενδυτικού χαρτοφυλακίου (Thomson and Strickland, 2001).

Έκθεση του συμβουλευτικού Οίκου Atkearney (2008) κατέδειξε ένα αξιοσημείωτο γεγονός αναφορικά με τις E&Σ στις αναδυόμενες οικονομίες. Συγκεκριμένα η έκθεση έδειξε ότι Ινδία, Τσεχία, Ινδονησία και Ρωσία είχαν σημαντικά μεγαλύτερα ποσοστά E&Σ από τον μέσο όρο. Οι E&Σ στην Ινδία αυξήθηκαν κατά 49%, στην Τσεχία και Ινδονησία κατά 38% και στη Ρωσία κατά 37%. Το γεγονός αυτό οφειλόταν στον παράγοντα ότι οι οργανισμοί στις αναδυόμενες οικονομίες είχαν καλύτερους δείκτες ως προς τιμή προς κέρδος (price-to-earnings) σε σύγκριση με τις ώριμες αγορές.

Έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας/European Central Bank (2009) καταγράφει ότι οι διασυννοριακές E&Σ έχουν παρουσιάσει αύξηση τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Συχνά γίνονται αναφορές για τη διασυννοριακή κίνηση κεφαλαίου, η οποία είναι

αποτέλεσμα της φιλελευθεροποίησης των πολιτικών, των κυβερνητικών πολιτικών και των τοπικών σε εθνικό επίπεδο πολιτικών. Σημαντικό σημείο της έρευνας κατέδειξε ότι στις χώρες όπου αυξανόταν το ΑΕΠ (Εθνικό Ακαθάριστο Προϊόν) κατά 10% οι Ε&Σ παρουσίαζαν αύξηση της τάξης του 5%.

Η πιο πάνω ανάλυση δεικνύει για ακόμη μία φορά ότι πριν από κάθε Ε&Σ απαιτείται η ανάλυση του περιβάλλοντος σύμφωνα με το στρατηγικό εργαλείο PEST (political, environmental, sociocultural and technological / πολιτικό, περιβαλλοντικό, κοινωνικό-πολιτιστικό και τεχνολογικό). Δηλαδή επιβάλλεται να μελετάται το περιβάλλον της κάθε χώρας και ανά το παγκόσμιο σε θέμα πολιτικών, οικονομικών, κοινωνικό-πολιτιστικών και τεχνολογικών πεδίων. Η έρευνα των Atkearney (2008) κατέδειξε μια σημαντική τάση σε θέμα Ε&Σ στις αναδυόμενες αγορές. Συνεπώς ο Στόχος Ε&Σ ανά το παγκόσμιο πρέπει να τεμαχιστεί σε γεωγραφικές περιοχές, σε περιοχές με ίδια χαρακτηριστικά για να μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα.

Οι Ε&Σ είναι μέρος της στρατηγικής των οργανισμών και πρέπει να συνδέονται με το συνεχές μεταβαλλόμενο περιβάλλον (Weston and Weaver, 2001). Οι Ε&Σ είναι αναπόσπαστο μέρος του πεδίου της παγκόσμιας στρατηγικής και του κόσμου της οικονομίας όπου οι κύριοι «παίχτες» αγοραστές και στοχευόμενες εταιρείες ζουν ή συνεργάζονται με τους ανταγωνιστές, συμβούλους, επενδυτές, νομικούς στην παγκόσμια κοινότητα (Moeller and Brady, 2009). Τα πιο πάνω σημεία δείχνουν την πολυπλοκότητα των Ε&Σ, γιατί παρόλο που είναι παγκόσμια στρατηγική με πιθανά οφέλη, από την άλλη πλευρά μπορεί να καταστρέψει και οργανισμούς κολοσσούς, όπως έχει αναφερθεί η περίπτωση της Bank of America η οποία εξαγόρασε την Countrywide (Ferguson, 2012; Borodin et al., 2020).

Ο Sharma (2016) κατέδειξε ότι η επιτυχία των Ε&Σ επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες όπως το νόμισμα, η μέθοδος πληρωμής, η κατάσταση της εταιρείας στόχου και η βιομηχανία στην οποία δραστηριοποιείται. Οι Nguyen and Rahman (2017) ερεύνησαν το περιβάλλον των Ε&Σ σε πολιτική αβεβαιότητα. Η έρευνα κατέδειξε αρνητική σχέση μεταξύ πολιτικής αβεβαιότητας και του αναμενόμενου θετικού αποτελέσματος. Κάτω από το πρίσμα της πολιτικής αβεβαιότητας οι Ε&Σ χρειάζονται μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για να υλοποιηθούν και λαμβανομένου του ρίσκου οι αγοραστές προσφέρουν πιο χαμηλή τιμή. Τέλος, η έρευνα, υποδεικνύοντας τις εκτεταμένες συνέπειες της πολιτικής αβεβαιότητας κατέδειξε ότι αυτή έχει αρνητικές επιπτώσεις τόσο στον αριθμό όσο και στη συνολική αξία των Ε&Σ.

2.3.1 Κίνητρα, Παράγοντες, Δέουσα Επιμέλεια και Ρόλος των CEO στις Ε&Σ

Ευρήματα προηγούμενων ερευνών και αναλύσεις όσον αφορά τη στρατηγική ανάπτυξης Ε&Σ είναι τα καλύτερα εργαλεία τα οποία μπορούν να έχουν οι εταιρείες προς την κατανόηση των οποιωνδήποτε ιδιομορφιών σχετικά με τη στρατηγική επέκτασης στον τομέα των Ε&Σ. Προκαταρκτικές μελέτες σε αυτόν τον τομέα επικεντρώθηκαν γενικά στα κίνητρα των Ε&Σ. Συγκεκριμένα, τα κίνητρα και οι παράγοντες που παρακίνησαν την επιλογή της στρατηγικής, αποτελούν τη βάση για γνώση των Ε&Σ. Παραδοσιακά κίνητρα των Ε&Σ είναι: ο συμψηφισμός στα κόστη, οφέλη για τους μετόχους, μείωση στα κόστη, αύξηση κερδοφορίας, και ευκαιρίες ανάπτυξης, με τα πιο πάνω προαναφερθέντα να οδηγούν στην αύξηση της αξίας των μετόχων.

Προηγούμενες έρευνες κατέγραψαν ότι η αγοράστρια εταιρεία πρέπει να στοχεύσει σε προβληματική εταιρεία με στόχο στη μετά-εξαγορά να επιτύχει σημαντικές βελτιώσεις με αποτέλεσμα την αποκόμιση σημαντικών αποδόσεων και ωφελειών (Norgaard and Crary, 1970; Chamberlain and Tennyson, 1998). Με βάση αυτό το γεγονός η στρατηγική επέκτασης Ε&Σ μπορεί να προσφέρει πολλαπλά οφέλη με ορθή χάραξη στρατηγικής, πλάνου και τακτικής. Η επιτυχία των Ε&Σ δεν εξαρτάται από έναν παράγοντα αλλά από πολλούς και πολυσύνθετους, όπως κερδοφορία, ρευστότητα, ανταγωνιστικότητα σε διαχρονικό επίπεδο, ευελιξία, αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα. Συνεπώς, μόνο εκτιμώντας το σύνολο των πιο πάνω παραμέτρων μπορεί να εκτιμηθεί η επιτυχία των Ε&Σ.

Οι Awan et al. (2020) καταγράφουν «...τον ρόλο και την παρακολούθηση του διοικητικού συμβουλίου σε λεπτές αποφάσεις εξαγορών. Οι διαχειριστές θα πρέπει επίσης να αξιολογούν το υφιστάμενο επίπεδο δυναμικότητας, τη διάρθρωση του κεφαλαίου, τους άυλους πόρους και τον προϋπολογισμό για τη διαφήμιση νέων προϊόντων πριν υπογράψουν συμφωνίες εξαγοράς». Γι' αυτό τον λόγο ο ρόλος των εκτελεστικών διοικητικών συμβούλων (CEO) είναι καταλυτικός στην επιτυχία των Ε&Σ (Park and Gould, 2017; Zhu et al., 2020).

Ο άνθρωπος για να παράγει έργο πρέπει να έχει κάποια κίνητρα, τα οποία θα λειτουργούν ως μοχλός πίεσης προς επίτευξη των στόχων, γεγονός το οποίο καταδεικνύεται και από τον Paige (2018) ως προς τα κίνητρα των CEO οι οποίοι εμπλέκονται στις Εξαγορές. Οι σύγχρονοι οργανισμοί σε όλα τα επίπεδα των διευθυντικών ομάδων εισάγουν το θεσμό του κινήτρου προς μεγιστοποίηση του οφέλους. Με απλά λόγια η επιτυχία σε οποιονδήποτε οργανισμό διεξάγει Ε&Σ εξαρτάται από την επιτυχία αμφίδρομου οφέλους, ώστε να αποφευχθεί το σύνδρομο του «Principal and Agent Theory». Οι Ε&Σ είναι σταθμός για τη

διαχρονική επιτυχία των οργανισμών γι' αυτό και το κίνητρο της επιτυχίας πρέπει να έχει αντίκτυπο και στη διευθυντική ομάδα η οποία διαχειρίστηκε την Ε&Σ.

Οι Anil et al. (2013) κατέδειξαν ότι οι παράμετροι της στρατηγικής επέκτασης Ε&Σ διαφέρουν από χώρα σε χώρα και ειδικά στις ανεπτυγμένες. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι κυβερνητικές και εργασιακές σχέσεις, η αγορά, η παραγωγή, οι εργασιακοί παράγοντες και οι πολιτικοοικονομικές μεταβλητές. Συνεπώς η επιτυχία της στρατηγικής διαμέσου εξαγορών χρειάζεται ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος σε βάθος. Στη διοικητική επιστήμη υπάρχει το εργαλείο ανάλυσης με το ακρωνύμιο PEST (political, economical, sociocultural, and technological). Τα αρχικά παραπέμπουν σε ανάλυση Πολιτικού, Οικονομικού, Κοινωνικοπολιτικού και Τεχνολογικού Περιβάλλοντος (Kotler, 2000; Daft, 2000). Αυτό το γεγονός καταδεικνύει ακόμα ένα βασικό σημείο στον τομέα «Ανάλυση Αγοράς», την ανάλυση του περιβάλλοντος γιατί όπως έχουν καταδείξει οι Anil et al. (2013) οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία ή την προδιαγραφόμενη επιτυχία των Ε&Σ είναι πολλοί και πολυσύνθετοι. Εξού και όλοι οι ερευνητές κατέγραψαν στις μελέτες τους την ανάγκη σύστασης ομάδας προς επιμέλεια της Ε&Σ.

Οι Leepsa and Mishra (2016), σε έρευνα που διενήργησαν στην Ινδία κατέληξαν ότι υπό το πρίσμα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης οι μελέτες έχουν ταξινομηθεί με βάση τα κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται για τις Ε&Σ τα οποία είτε είναι οικονομικά με βάση λογιστικούς δείκτες είτε με βάση τη μελέτη περίπτωσης είτε σε συνδυασμό και των δύο. Υπάρχουν αντιφατικά αποτελέσματα τόσο στην οικονομική/λογιστική πτυχή όσο και μελέτη περίπτωσης όπου η αιτία των αντιφατικών αποτελεσμάτων πηγάζει από το γεγονός ότι η απόδοση των Ε&Σ δεν είναι επικεντρωμένη στην οικονομική πτυχή της επιχείρησης, αλλά στη μη χρηματοοικονομική πτυχή. Κάθε Ε&Σ δεν είναι η ίδια και τα κίνητρα πίσω από κάθε συναλλαγή διαφέρουν το ένα από το άλλο. Συνεπώς, μελετώντας βαθιά τους επιχειρησιακούς στόχους που τίθενται πίσω από κάθε συναλλαγή και αν αυτοί έχουν εκπληρωθεί φωτίζεται αν η στρατηγική της Ε&Σ ήταν επιτυχής ή όχι.

2.3.1.1 Φορολογικά Κίνητρα

Έρευνα της KPMG (1998) έδειξε ότι οι δημόσιες εταιρείες που πραγματοποιούσαν εξαγορές αποκόμιζαν φορολογικά οφέλη. Στην Κύπρο η πολιτική της κυβέρνησης ενθάρρυνε τις εταιρείες να εισάγουν τους τίτλους των στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου προσφέροντας φορολογικά κίνητρα. Τέτοια φορολογικά κίνητρα ήταν η μείωση στον εταιρικό φόρο κατά 50% (από 25% σε 12,5%).

Οι Jones and Catanach (2002) κατέγραψαν ότι οι φορολογικές αρχές της Αμερικής επέτρεπαν τη μεταφορά ζημιών από την εξαγορασθείσα εταιρεία προς όφελος του αγοραστή

οργανισμού/εταιρείας. Αυτό λειτουργούσε ως κίνητρο για τις εταιρείες που είχαν ζημιές ώστε να εξαγοραστούν από επικερδείς οργανισμούς με ορίζοντα την αποκόμιση φορολογικού οφέλους και περαιτέρω, τη μετατροπή τους σε κερδοφόρες εταιρείες. Οι Hernandez et al. (2018) και Boloupremo and Ogege (2019) καταγράφουν την εξέταση της επίδρασης των δύο μεταβλητών ως προς τις Ε&Σ, 1) Αγορών και 2) Ρυθμιστικού & Φορολογικού.

Διαπιστώνεται από τα πιο πάνω ότι τα φορολογικά κίνητρα είναι ένας σημαντικός πυλώνας προς την ανάπτυξη των οργανισμών. Οι οργανισμοί σήμερα επιστρατεύουν έμπειρους τεχνοκράτες προς χάραξη φορολογικής πολιτικής προς όφελος των οργανισμών. Ο Ferguson (2012) κάνει ιδιαίτερη μνεία στο συγγραφικό του έργο «Η Μεγάλη Κομπίνα» όπου αναφέρει ονόματα εταιρειών στις ΗΠΑ που μέσα από νόμιμες πρακτικές επιτυγχάνουν να πληρώνουν μειωμένους φόρους προς το κράτος, γεγονός που προσδίδει στους οργανισμούς πιο μεγάλη κεφαλαιακή επάρκεια και ρευστότητα. Από την άλλη πλευρά η ενθάρρυνση προς Ε&Σ μέσω φορολογικών κινήτρων ίσως να αποτελεί και πρακτική των κρατών με στόχο οι οργανισμοί να μεγαλώνουν, να γίνονται πιο ανταγωνιστικοί προς όφελος και του ίδιου του κράτος, γιατί τυχόν κατάρρευση αυτών συνεπάγεται μείωση εσόδων.

2.3.1.2 Κίνητρα Κεφαλαιοποίησης

Προηγούμενες ερευνητικές μελέτες κατέδειξαν αλλαγές στα χαρακτηριστικά της απόδοσης πριν και μετά την εξαγορά. Η συνολική κεφαλαιοποίηση του αγοραστή αποδίδεται διαμέσου του λογιστικού δείκτη κεφαλαιοποίησης (*capitalisation ratio*), ο οποίος μεταφράζεται διά της φόρμουλας: $\text{μακροπρόθεσμο χρέος} / \text{μακροπρόθεσμο χρέος} + \text{ίδια κεφάλαια μετόχων} = \text{Long Term-Debt} / \text{Long-Term Debt} + \text{Owners' Equity}$ (Business, 2002). Η αναλογία κεφαλαιοποίησης παρέχει ένα μέτρο στο πεδίο μόχλευσης (*leverage*) της επιχείρησης. Με απλά λόγια όταν αναφέρουμε μόχλευση εννοούμε το ποσοστό δανεισμού της εταιρείας/οργανισμού σε σύγκριση με ίδια κεφάλαια. Ως δείκτης ισορροπίας θεωρείται ίδια συνεισφορά μετόχων και δανειστών 50% προς 50%, χωρίς αυτό να είναι απόλυτο. Ο υψηλός δείκτης μόχλευσης καταδεικνύει και μεγάλο ρίσκο. Δεν είναι τυχαία η κατάρρευση των επενδυτικών τραπεζών στις ΗΠΑ με το σκάσιμο της φούσκας των ακινήτων (Ferguson, 2012). Είχαν πολύ υψηλή μόχλευση. Γι' αυτό και σε πιθανή Ε&Σ επιβάλλεται να εκτιμηθεί ο δείκτης μόχλευσης γιατί μία υγιής εταιρεία με χαμηλό δείκτη μπορεί να κινδυνεύσει με κατάρρευση από Ε&Σ μιας εταιρείας με μεγάλο δείκτη μόχλευσης. Το σημαντικό πεδίο της κεφαλαιοποίησης καταγράφεται και σε πιο πρόσφατη έρευνα από τους Li et al. (2018) όπου η εταιρεία αγοραστής με δυνατή κεφαλαιοποίηση μπορεί να αποκομίσει καλύτερες

αποδόσεις της εξαγορασθείσας εταιρείας στα πεδία του κόστους πωλήσεων, εξόδων διανομής & πωλήσεων και αύξηση απόδοσης του ενεργητικού. Η σημαντικότητα της κεφαλαιοποίησης και έλκυσης επενδυτών καταγράφεται και στην έρευνα των Rossi et al. (2015) στον τομέα της βιοτεχνολογίας με τις εταιρείες βιοτεχνολογίας μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης να έχουν μεγάλες επενδύσεις στην έρευνα & ανάπτυξη και δεν είναι ασυνήθιστο για αυτές να αντλούν κεφάλαια μέσω των κεφαλαιαγορών κάθε δύο ή τρία χρόνια.

2.3.1.3 Κίνητρα Ρευστότητας

Η ρευστότητα οποιουδήποτε οργανισμού αναφέρεται στην ικανότητα του οργανισμού να καλύπτει τα χρέη τα οποία λήγουν. Αναφερόμαστε κυρίως στα τρεχούμενα και μεσοπρόθεσμα χρέη. Από πλευράς λογιστικής και οικονομικής πτυχής εστιάζουμε στη σχέση μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Libby and Libby, 2001). Ο δείκτης ρευστότητας δοκιμάζεται από τους ακόλουθους λογιστικούς δείκτες: τρεχούμενη ρευστότητα/current ratio, άμεση ρευστότητα/quick ratio, κύκλος εισπράξεων/receivable turnover ratio, και κύκλος αποθεμάτων/inventory turnover ratio. Προηγούμενη επισκόπηση έχει συνδεθεί με τους δείκτες ρευστότητας πριν και μετά την εξαγορά. Οργανισμοί οι οποίοι αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας έχουν ως κίνητρο τη στρατηγική ανάπτυξης διαμέσου εξαγορών προκειμένου να αυξήσουν τους δείκτες ρευστότητας, να άρουν τους οικονομικούς περιορισμούς και να βελτιώσουν την κεφαλαιοποίηση τους. Κατά συνέπεια, το γεγονός αυτό θα βοηθήσει τους οργανισμούς να αναζητούν τρόπους βελτίωσης της κεφαλαιοποίησης των (University of Leicester, 2001). Συνεπώς η Ε&Σ μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως όχημα άντλησης ρευστότητας χωρίς την άμεση χρηματοδότηση από την τράπεζα. Τονίζουμε ότι όταν εξετάζουμε λογιστικούς δείκτες δεν τους απομονώνουμε για να εξαγάγουμε μεμονωμένα συμπεράσματα. Κάθε πτυχή έχει διάφορες οπτικές γωνίες γι' αυτό και οι λογιστικοί δείκτες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και να εκτιμώνται στο σύνολο τους, μαζί με άλλους παράγοντες οι οποίοι μπορούν να επηρεάζουν τις Ε&Σ, όπως έχουμε αναφέρει το εξωτερικό περιβάλλον, τα χαρακτηριστικά της χώρας και η ίδια η αγορά. Συνεπώς ο τομέας της ρευστότητας είναι μέγιστης σημασίας τόσο για τον αγοραστή όσο και για την εταιρεία στόχο (Erel et al., 2021).

2.3.1.4 Δέουσα Επιμέλεια (Due Diligence)

Οι Granata and Chirito (2010) στην έρευνα τους με τομέα εξέτασης Ε&Σ στη βιομηχανία Ποτών & Φαγητού (Food & Drink Industry) στη Δυτική Ευρώπη, ιδιωτικών μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, την περίοδο 2000-2008, με δείγμα οικογενειακές και

μη-οικογενειακές εταιρείες, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει πρόβλημα με πρακτική προέκταση επειδή συνήθως διεξάγεται τυπικά μόνο χρηματοοικονομική δέουσα επιμέλεια με αποτέλεσμα να μην υπάρχει ορθή εικόνα για την εταιρεία στόχο.

Οι Baghwan et al. (2018) καταδεικνύουν ότι το στάδιο της δέουσας επιμέλειας είναι κρίσιμο για την αξιολόγηση εάν θα προχωρήσει η Ε&Σ. Καταγράφουν επί λέξει «Παρέχει βασικές πληροφορίες που χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό παραμέτρων διαπραγμάτευσης, τον καθορισμό των τιμών προσφοράς και την παροχή βάσης για συστάσεις ένταξης. Συνεπώς, η διαδικασία δέουσας επιμέλειας θα πρέπει να διαχειριστεί αποτελεσματικά για να εξασφαλίσει υψηλότερη πιθανότητα επιτυχίας της συμφωνίας».

Οι Lin et al. (2018) τονίζουν τη σημαντικότητα της πληροφόρησης και το ρίσκο που έχουν οι εταιρείες αγοραστές που προβαίνουν σε Ε&Σ όταν υπάρχει αδιαφάνεια στην πληροφόρηση.

Οι Ouyanga and Szewczyk (2019) στην έρευνα τους την περίοδο 1985-2011 στην Αμερική κατέγραψαν ότι οι ανώτεροι διευθυντές επιβάλλεται να μελετούν όχι μόνο την εσωτερική πληροφόρηση αλλά και να λαμβάνουν πληροφόρηση από τις χρηματαγορές για να καθορίσουν τη μέθοδο πληρωμής των Ε&Σ.

Ο Wangerin (2019) καταδεικνύει την μεγάλη σημασία της διενέργειας δέουσας επιμέλειας πριν από την Ε&Σ γιατί παρέχει πολλαπλή πληροφόρηση για το αναμενόμενο κόστος, οφέλη και κινδύνους και προσφέρει μια τελευταία ευκαιρία για επαναδιαπραγμάτευση ή τερματισμό μιας συναλλαγής. Καταγράφεται επί λέξει «Η μικρότερη δέουσα επιμέλεια σχετίζεται με χαμηλότερη κερδοφορία μετά την απόκτηση, μεγαλύτερη πιθανότητα απομείωσης της υπεραξίας που σχετίζεται με την απόκτηση και χαμηλότερες εκτιμήσεις εύλογης ποιότητας για τα αποκτηθέντα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Αυτά τα ευρήματα υπογραμμίζουν τη δέουσα επιμέλεια ως έναν σημαντικό παράγοντα που εξηγεί τις διατομές των επιδόσεων μετά την εξαγορά και τις χρηματοοικονομικές αναφορές για συνενώσεις επιχειρήσεων».

Εμπειρικό παράδειγμα: Δημόσια εταιρεία διενήργησε εξαγορά ιδιωτικής εταιρείας στον συγγενικό τομέα όπου διαφάνηκε εκ των υστέρων ότι δεν διενεργήθηκε αποτελεσματική δέουσα επιμέλεια στον τομέα ανθρώπινου δυναμικού γιατί ένα χρόνο μετά την εξαγορά ο διευθυντής αποχώρησε, ίδρυσε δική του εταιρεία και πήρε μαζί του το 70% του χαρτοφυλακίου των πελατών γιατί η σχέση εταιρείας και πελάτη βασιζόταν στην προσωπική σχέση του διευθυντή με τον πελάτη.

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση όπου καταγράφεται η τεράστια σημασία της δέουσας επιμέλειας από τους πιο πάνω ερευνητές εξάγεται το ερευνητικό ερώτημα ως πιο κάτω:

Ερευνητικό Ερώτημα 2: Σε ποιους τομείς διενήργησε δέουσα επιμέλεια η Ανώτερη Διεύθυνση στη στοχευόμενη υπό εξαγορά εταιρεία;

2.4 E&Σ σε Συγγενικό Τομέα

Οι Needham et al. (1995) αναφέρουν τον σημαίνοντα ρόλο των στρατηγικών συνεργειών. Ορίζουν ως συνέργειες το άθροισμα των μερών που συνεργάζονται ως πιο παραγωγικό σε αντίθεση από τα επιμέρους τμήματα που λειτουργούν μόνα τους. Γι' αυτό θεωρείται ως θεμελιώδης αρχή η επίτευξη συνεργασίας μεταξύ τμημάτων στις E&Σ σε συγγενικό τομέα. Ο Porter (1998) εξέφρασε ότι η E&Σ μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία στο να κερδίσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί διαμέσου χρήσης κοινών πόρων, τεχνογνωσίας, κοινών παραγωγικών μονάδων που σε τελική ανάλυση θα επιτευχθεί η μείωση στα κόστη.

Η κύρια σχέση της ύπαρξης της στρατηγικής επέκτασης διαμέσου εξαγορών από τις διευθύνσεις των οργανισμών είναι η σύνδεση στο κεφάλαιο «συγγένεια» μεταξύ των διαφορετικών επιχειρήσεων (Bruche, 2000). Επιπλέον οι Bearden et al. (2001), υποστηρίζουν ότι η στρατηγική επέκταση διαμέσου εξαγορών σε συγγενικούς τομείς συμβαίνει όταν υπάρχει η προοπτική, τα νέα προϊόντα και αγορές να έχουν σύνδεση με τα ήδη υπάρχοντα προϊόντα και αγορές.

Ο Gunther (2007) στην ερευνητική και συγγραφική του δραστηριότητα αναφορικά με το κεφάλαιο της στρατηγικής επέκτασης σε συγγενικό τομέα έκανε αναφορά στα οφέλη της συγγενικότητας τα οποία καταδείχθηκαν μέσα από το έργο των Pennings et al. (1994), Singht and Montgomery (1987), και Teece et al. (1994). Περαιτέρω ο Gunther (2007) έκανε ιδιαίτερη μνεία στο ερευνητικό έργο των Teece (1980), Rumelt (1974, 1982), Nayyar (1992), Robins and Wiersma (1995) και Piscitello (2004), όλοι οι παραπάνω έδειξαν τις ευκαιρίες που πηγάζουν από τις κοινές επιχειρηματικές μονάδες/τμήματα όπως μονάδες παραγωγής, αγορές, πόρων και εφοδιαστικών αλυσίδων. Συνεπώς, δεν είναι τυχαία ότι οι παγκόσμιες στατιστικές σε έρευνα του Buelens (2008) κατέδειξαν πως ποσοστό της τάξης του 60% διενεργούνται σε συγγενικούς τομείς. Πρόσφατη μελέτη της J.P. Morgan (2019) κατέγραψε από δείγμα εξαγορών δημόσιων εταιρειών των ΗΠΑ ότι το 2013 οι εξαγορές σε συγγενικούς τομείς ήταν στο ποσοστό του 64% σε αντίθεση με 36% σε μη-συγγενικό τομέα.

Στην ίδια μελέτη το 2018 τα ποσοστά διαφοροποιήθηκαν σε 78% με 22% αντίστοιχα σε συγγενικό και μη-συγγενικό τομέα.

Με βάση τα πιο πάνω αναφερθέντα ευρήματα από αρκετούς ερευνητές σε διαχρονική βάση διαφαίνεται ότι η στρατηγική επέκτασης Ε&Σ σε συγγενικούς τομείς μπορεί να επιφέρει σημαντικά οφέλη από συνέργειες και οικονομίες κλίμακας στους οργανισμούς. Η επιτυχία και αποτυχία εξαρτάται από τον ανθρώπινο παράγοντα. Συγκεκριμένα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ανώτερη διεύθυνση των οργανισμών στο πώς χαρτογραφείται και υλοποιείται το σχέδιο δράσης ως προς την αποκόμιση κερδών από την κοινή συμπόρευση τμημάτων/μονάδων.

2.4.1 Υπέρ και Κατά Ε&Σ Συγγενικού Τομέα

Η εφαρμογή της στρατηγικής Ε&Σ σε συγγενικούς τομείς επιτρέπει τη δημιουργία συνεργιών μεταξύ των διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων. Επιπλέον ένα τεράστιο πλεονέκτημα είναι η χρήση ιδίων κοινών δραστηριοτήτων στην εφοδιαστική αλυσίδα (value chain activities). Ως παράδειγμα, η οργάνωση ενός ενιαίου συστήματος προμηθειών συνεπάγεται ενιαία κοινή χάραξη στρατηγικού μάρκετινγκ, γεγονός που εξυπακούεται μείωση στα κόστη. Ο Porter (1987) στην έρευνα του κατέδειξε ότι οι ευκαιρίες πηγάζουν από την κοινή χρήση και ανταλλαγή δραστηριοτήτων στην εφοδιαστική αλυσίδα, μεταξύ συγγενικών μονάδων (related business units) λόγω της κοινής χρήσης και παρουσίας ιδίων προμηθευτών, καναλιών, τεχνολογιών και άλλων παραγόντων.

Τέτοιες κοινές δραστηριότητες, πηγάζουν από την κοινή χρήση σε τομείς όπως: έρευνα και ανάπτυξη, τεχνολογία, αλυσίδα εφοδιασμού, διανομής, πωλήσεων και μάρκετινγκ, διευθυντικές & διοικητικές υποστηρικτικές δραστηριότητες, όπου μπορούν να οδηγήσουν σε ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αν η κοινή χρήση οδηγεί σε μείωση στα κόστη (Porter, 1987; Porter, 1998; Daft, 2000; Kotler, 2000; Thomson and Strickland, 2001; Bearden et al., 2001; Etzel et al., 2001; Adams et al., 2019; Sacui and Maticiuc, 2020). Οι Thomson and Strickland (2001) εξέφρασαν ότι τέτοια απτή σχέση (tangible relationship) πηγάζει από την επίτευξη του όρου «πεδίου εφαρμογής / economies of scope» που είναι διαφορετική μεθοδολογία από την επίτευξη της επίτευξης οικονομιών κλίμακας (economies of scale).

Με βάση τις προηγούμενες έρευνες και εμπειρικές μελέτες, συμπεραίνεται ότι πηγάζουν τρεις μεγάλες προοπτικές συνεργιών από τη στρατηγική επέκτασης εξαγορών: (1) επίτευξη πεδίου εφαρμογής, (2) απόκτηση δύναμης στην αγορά (market), και (3) οικονομίες κλίμακας. Από την άλλη πλευρά, προηγούμενες έρευνες σχετικές με το παρόν

αντικείμενο κατέδειξαν ότι παρόμοιες στρατηγικές επέκτασης μπορούν να καταλήξουν σε αποτυχία (Chandera and Widjojo, 2012).

Για παράδειγμα, έρευνα των Ellis et al. (2009) στην Αμερική με πεδίο τις εξαγορές μεγάλων εταιρειών στον συγγενικό τομέα τη χρονική περίοδο 1995-1998 κατέδειξε ότι απέτυχαν να προσδώσουν αξία με αποτέλεσμα να μην επιτευχθούν οι προσδοκίες των επενδυτών, μάνατζερ και καταναλωτών. Επίσης, ο Rabier (2017) σε έρευνα στην Αμερική την περίοδο 2000 – 2010 με εμπλοκή δημόσιων εταιρειών καταγράφηκε ότι οι εξαγορές σε συγγενικό τομέα καταγράφουν μακροπρόθεσμα αρνητικά αποτελέσματα.

Ενέργειες που μπορεί να οδηγήσουν σε αποτυχία τις Ε&Σ είναι οι πιο κάτω (Chandera and Widjojo, 2012): (1) Οι εξαγορές υπέρ το άρτιο (at a premium) ίσως να είναι συμφέρουσες μόνο για τον πωλητή, όπου η πληρωμή υπερτιμημένης τιμής από τον αγοραστή τον εγκλωβίζει με αποτέλεσμα να στραγγαλίζει από θέμα ρευστότητας τον αγοραστή. Τρανταχτό παράδειγμα είναι η εξαγορά της WordPerfect από τη Novel για \$1,7δισ. σε μετοχές το 1994, με τις συνέργειες να μην έχουν επιτευχθεί ποτέ ώστε να ανταγωνιστεί τη Microsoft Word (Thomson and Strickland, 2001). Ο παράγοντας αυτός καταγράφεται και σε πρόσφατη έρευνα από τον Nanos (2020) όπου η υπερτιμημένη εξαγορά δημιουργεί οφέλη μόνο στον πωλητή, (2) Η συγχώνευση των εργασιών και ιδίως μεγάλων και πολύπλοκων οργανισμών καταδεικνύουν μεγάλη δυσκολία, πολυπλοκότητα και ακαμψία (Thomson and Strickland, 2001). Συνεπώς με βάση προηγούμενες έρευνες μπορεί το κόστος να αυξηθεί λόγω αποτυχίας συνεργιών με αποτέλεσμα να αποτύχει η εξαγορά (Ellis et al., 2009; Rabier, 2017; Gupta et al., 2021).

2.5 Ε&Σ σε Μη Συγγενικούς Τομείς

Οι Thomson and Strickland (2001) υποστήριζαν ότι η στρατηγική επέκταση σε μη συγγενικούς τομείς είναι ουσιαστικά μια καθαρά οικονομική προσέγγιση για την αύξηση της αξίας των μετόχων σε αντίθεση με τη στρατηγική επέκταση σε συγγενικούς τομείς όπου τη χαρακτήρισαν ως θεμελιώδη στρατηγική προσέγγιση. Επιπρόσθετα οι Bearden et al. (2001), ενισχύοντας τη θέση των Thomson and Strickland (2001), υποστήριζαν ότι η στρατηγική επέκταση σε μη συγγενικούς τομείς ουδεμία σχέση έχει με τα νέα προϊόντα και τις υπάρχουσες κοινές λειτουργικές δραστηριότητες (Ziva, 2018).

Κατά συνέπεια, καταδεικνύεται ότι η στρατηγική επέκταση Ε&Σ σε μη συγγενικούς τομείς και εφόσον δεν μπορούν να υπάρξουν συνέργειες σε οικονομίες κλίμακας και πεδίου σκοπού, η αύξηση στην αξία των μετόχων μπορεί να επιτευχθεί με την αγορά εταιρείας σε χαμηλή τιμή, στην αναδιοργάνωση της και στην πώληση της σε υψηλότερη και συμφέρουσα τιμή. Αυτή τη στρατηγική ακολουθούν οι τράπεζες με τη δημιουργία των τμημάτων

συμμετοχικών κεφαλαίων (venture capital) όπου συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο και όταν δημιουργηθεί υπεραξία τότε πωλούν το μερίδιο τους σε επενδυτές ή οργανισμούς.

2.5.1 Υπέρ και Κατά E&Σ σε Μη Συγγενικούς Τομείς

Το κλειδί της επιτυχίας στην εφαρμογή της στρατηγικής επέκτασης E&Σ είναι πώς επιτυγχάνεται το κτίσιμο ενός διευρυμένου επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου (portfolio) με στόχο τη μείωση του ρίσκου (Thomson and Strickland, 2001). Προηγούμενες μελέτες διατύπωσαν ότι ο πρωταρχικός στόχος της στρατηγικής E&Σ σε μη συγγενικούς τομείς είναι η διασπορά σε επιχειρηματικές μονάδες όπου μπορούν να προσφέρουν οικονομικά οφέλη. Ο Silbiger (2002) κατέδειξε ότι η κατοχή ενός διευρυμένου και με καλή διασπορά πορτοφολίου επενδύσεων μειώνει το ρίσκο της αποτυχίας, γιατί πιθανές ζημιές σε ένα τομέα και πιθανά κέρδη σε άλλο τομέα, λειτουργούν ως εκμηδένιση του ρίσκου, όταν συγχωνεύονται δηλαδή κέρδη και ζημιές.

Καλή ευκαιρία προς αποκόμιση σημαντικών κερδών είναι η στόχευση ελκυστικών εξαγορών όταν τα πάγια τους είναι υποτιμημένα, η αξία των μετοχών είναι υποτιμημένη και έχουν μειωμένη κεφαλαιακή επάρκεια (Thomson and Strickland, 2001; Silbiger, 2002; Nanos, 2020). Αυτό το γεγονός κατατάσσει ως ευάλωτες εταιρείες και οργανισμούς με καλή προοπτική, καλή θέση στην αγορά, καλή κερδοφορία, οι οποίες όμως μέσα από λανθασμένες πρακτικές αντιμετώπισαν προβλήματα ρευστότητας. Εξού και η χαρακτηριστική φράση «Cash is King / Η ρευστότητα είναι ο βασιλιάς». Εταιρείες και οργανισμοί δεν πτωχεύουν κατά κύριο λόγο από έλλειψη κερδοφορίας αλλά από έλλειψη ρευστότητας.

Ο Officer (2007), εξετάζοντας εξαγορές εταιρειών μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο όπου παρουσίαζαν πρόβλημα ρευστότητας, κατέγραψε ότι οι εταιρείες με περιορισμένη ρευστότητα είναι καλός στόχος γιατί εξαγοράζονται σε έκπτωση (μειωμένη αξία μετοχής) κατά 15% ως 30%. Συνεπώς ο στόχος του αγοραστή είναι η βελτίωση των αποτελεσμάτων και πώλησης των θυγατρικών εταιρειών υπέρ το άρτιο (at a premium).

2.6 E&Σ Συγγενικού Τομέα Vs Μη Συγγενικού Τομέα

Αρκετές έρευνες κατέδειξαν ότι η E&Σ σε συγγενικούς τομείς προσδίδει μεγαλύτερα κέρδη από τη στρατηγική E&Σ σε μη συγγενικούς τομείς και περαιτέρω ότι οι πιο ευέλικτοι και όχι πολύπλοκοι οργανισμοί έχουν καλύτερες αποδόσεις από τους μεγάλους και πολύπλοκους οργανισμούς (Christensen and Montgomery, 1981; Michel and Shaked, 1984; Rumelt, 1974, 1982, 1986; Keats, 1990; Thomson and Strickland, 2001). Ωστόσο, έρευνα

των Barai and Mohanty (2014) στην Ινδία κατέδειξε ότι οι εξαγορές και στους δύο τομείς, συγγενικό και μη συγγενικό μπορούν να προσδώσουν οφέλη.

Παρόλο που είναι καταγραμμένο στις έρευνες ότι η στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών σε συγγενικούς τομείς/βιομηχανίες είναι πολύ μεγαλύτερη σε ποσοστό σε σύγκριση με εξαγορές σε μη-συγγενικό τομέα, καταγράφονται και μεγάλες αποτυχίες (Ellis et al., 2009; Shim, 2011; Chandra and Widjojo, 2012; Rabier, 2017; Trujillo et al., 2019). Συνεπώς τα πάντα ξεκινούν από τη στρατηγικής στόχευσης, συγγενικό ή μη συγγενικό και σε τι οφέλη προσδοκά η στόχευση.

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση στην οποία καταγράφονται τα πλεονεκτήματα και τα διεθνή στατιστικά ποσοστά στον τομέα των εξαγορών σε συγγενικούς τομείς όπου υπερέχει κατά πολύ των εξαγορών σε μη συγγενικούς τομείς, εξάγεται το ερευνητικό ερώτημα ως πιο κάτω:

Ερευνητικό Ερώτημα 3: Έχει η πλειοψηφία των εξαγορών στόχευση τον συγγενικό τομέα;

2.6.1 Εξαγορές κατά Επιχειρησιακό Τομέα

Σημαντικό σημείο αναφοράς στον τομέα των Ε&Σ είναι ο εντοπισμός ερευνών κατά επιχειρησιακό τομέα ώστε να διαφανεί ποιοι τομείς προσθέτουν αξία στους μετόχους. Είναι λογικό να μην είναι όλοι οι τομείς τόσο ελκυστικοί γιατί δεν έχουν την ίδια προοπτική και ανάπτυξη.

Έρευνα του Bhalla (2014) στην Ινδία με εξεταζόμενη περίοδο μεταξύ 1996 – 2000, εξέτασε τις εξαγορές κατά επιχειρησιακό τομέα. Ο διαχωρισμός κατά τομέα σύμφωνα με τον ερευνητή ήταν για να καταδείξει ποιοι τομείς είχαν το μεγαλύτερο ποσοστό σε Ε&Σ, συνεπώς ποιοι τομείς είχαν τη μεγαλύτερη προοπτική προς κέρδη στους μετόχους. Καταγράφεται η σημαντικότητα του χρηματοοικονομικού τομέα και οι λόγοι που οδήγησαν στην αύξηση των Ε&Σ όπως η χαλάρωση στο νομικό πλαίσιο, η πρόοδος της τεχνολογίας και η παγκοσμιοποίηση.

Έρευνα των Thivant and Machkova (2017) στην Τσεχία την περίοδο 1993 – 2014 κατέγραψε ότι οι πιο σημαντικές Ε&Σ έγιναν από Γάλλους επενδυτές στους τομείς της παραγωγής, ενέργειας, καταναλωτικών αγαθών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ο στόχος της έρευνας ήταν να καταδείξει ποιοι τομείς ήταν πιο ελκυστικοί σε ξένες επενδύσεις, όπως και σε άλλες χώρες.

Οι Wilson and Vencatachellum (2020) ερευνήσαν την πορεία των εξαγορών στη Νότιο Αφρική την περίοδο 1991 – 2014 κατά επιχειρησιακό τομέα και σε αξία Ε&Σ με στόχο να καταγράψουν ποιοι τομείς είχαν την πιο μεγάλη προοπτική σε Ε&Σ. Οι ερευνητές

κατέγραψαν και τους παράγοντες που επηρεάζουν τις Ε&Σ όπως η συναλλαγματική ισοτιμία, ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη σε σχέση με το ΑΕΠ. Οι ερευνητές εισηγήθηκαν προς βελτίωση του οικονομικού κλίματος, τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και πληθωρισμού για να γίνει η χώρα πιο ελκυστική στις ξένες επενδύσεις.

Στις παραπάνω έρευνες καταγράφεται ότι ελάχιστες μελέτες έχουν εντοπιστεί ως προς τη διερεύνηση αποτίμησης των Ε&Σ κατά επιχειρησιακό τομέα, με στόχο να καταδειχθεί ποιοι τομείς αύξησαν ή μείωσαν την αξία των μετόχων, γιατί η καταγραφή των ποσοστών επένδυσης σε Ε&Σ δεν αποτελεί κριτήριο επιτυχίας των Ε&Σ.

2.7 Μέτρηση Απόδοσης Ε&Σ

Η στρατηγική επέκταση μέσω Ε&Σ είναι ένα από τα ενεργά ερευνητικά θέματα της χρηματοοικονομικής επιστήμης σε παγκόσμια και διαχρονική βάση. Ειδικά, θέματα αποδόσεων (performance) έχουν αποτελέσει αντικείμενο ερευνών από πληθώρα ακαδημαϊκών και επαγγελματιών. Η παρούσα έρευνα επικεντρώνεται στις εξαγορές των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου και η ερευνητική μελέτη εξετάζει την απόδοση της εξαγορασθείσας εταιρείας και κατ' επέκταση τις επιπτώσεις στην αξία των μετόχων των εταιρειών αγοραστών (acquirer). Η εξέταση της απόδοσης χαρτογραφήθηκε διαμέσου εφαρμογής συνδυασμού μεθοδολογιών και πολλαπλών χρηματοοικονομικών αναλύσεων. Υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία και καθώς και έρευνες που εξετάζουν τη σχέση στρατηγικής Ε&Σ και της απόδοσης. Η πληθώρα των μελετών κατέδειξε ότι εάν η στρατηγική αναφέρεται σε συγγενικούς τομείς, τότε οι αναδυόμενες ευκαιρίες προς επίτευξη του πεδίου σκοπού και οικονομικών κλίμακας είναι αυξημένες όπως έχει καταγραφεί στην υποενότητα 2.4.1. Τίποτα δεν είναι εύκολο και δεδομένο στον κόσμο των επιχειρήσεων και της οικονομίας. Ο Rogers (2000) ανέφερε ότι η φύση της στρατηγικής Ε&Σ και η σύνδεση της με την απόδοση της εταιρείας/οργανισμού φέρει στην επιφάνεια μια σειρά από πολύπλοκα θέματα για οικονομική ανάλυση και λήψη αποφάσεων. Πηγή της απόδοσης στρατηγικής Ε&Σ είναι η αύξηση των πωλήσεων, τα κέρδη, η απόδοση του κεφαλαίου το οποίο επενδύθηκε στην εταιρεία (Thomson and Strickland, 2001).

Οι Papadakis and Thanos (2010), στο ερευνητικό τους έργο χρησιμοποίησαν πολλαπλές μορφές εκτίμησης της απόδοσης των εξαγορών. Συγκεκριμένα χρησιμοποίησαν τις μεθόδους απόδοσης (1) λογιστική αποτίμηση εκτίμησης (accounting-based measures), (2) συσσωρευμένα ανώμαλα σε σύγκριση πριν και μετά την εξαγορά σε σύντομο χρονικό

διάστημα (κέρδη cumulative abnormal returns), και (3) υποκειμενικές αξιολογήσεις των διευθυντών (managers' subjective assessments). Ο Trivendi (2013) σε έρευνα του τραπεζικού τομέα στην Ινδία χρησιμοποίησε πολλαπλούς δείκτες κερδοφορίας και οι Lin and Lee (2010) και Leepsa and Mishra (2016) στην έρευνα τους στην Ταϊβάν και Ινδία χρησιμοποίησαν δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και μόχλευσης (χρέους).

Τα υφιστάμενα θεωρητικά πλαίσια και κριτήρια ελέγχου τα οποία παρατίθενται στον πιο κάτω πίνακα δεν περιόρισαν το ρίσκο της αποτυχίας των Ε&Σ εφόσον καταγράφονται υψηλά ποσοστά αποτυχίας:

Πίνακας 2-2: Θεωρητικά πλαίσια ελέγχου Ε&Σ

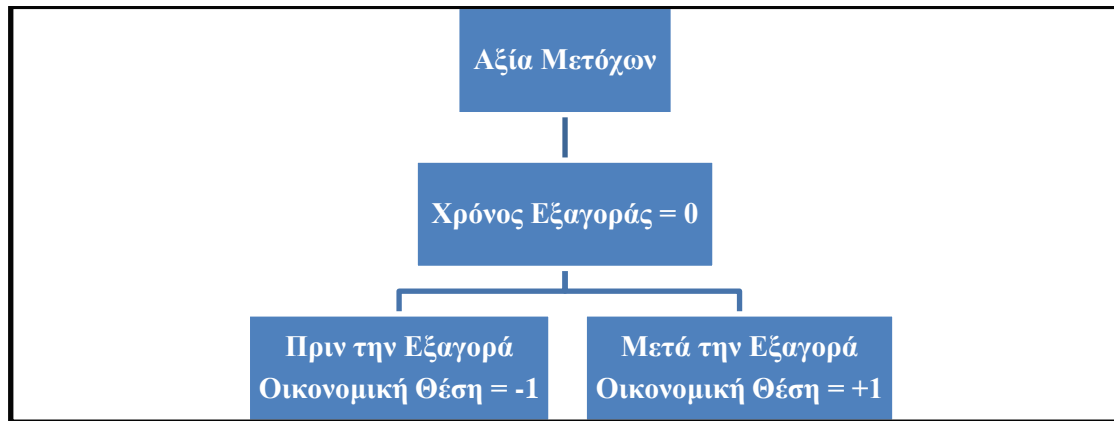
Ερευνητές	Θεωρητικά Πλαίσια Ελέγχου	Βάση Κριτηρίου Θεωρητικού Πλαισίου Ελέγχου
Porter (1987) και Thomson and Strickland (2001)	(α) δοκιμή της ελκυστικότητας (the attractiveness test), (β) δοκιμή κόστους εισόδου (the cost of entry Test), και (γ) η πιο ευημερούσα δοκιμή (the Better-Off test)	Στρατηγικό Οικονομικό Στρατηγικό
Rogers (2000)	(α) αύξηση των πωλήσεων, (β) αύξηση στα κέρδη, και (γ) η απόδοση του κεφαλαίου το οποίο επενδύθηκε στην εταιρεία	Οικονομικό Οικονομικό Οικονομικό
Papadakis and Thanos (2010)	(α) λογιστική αποτίμηση εκτίμησης (β) συσσωρευμένα ανώμαλα σε σύγκριση πριν και μετά την εξαγορά σε σύντομο χρονικό διάστημα (κέρδη cumulative abnormal returns), και (γ) υποκειμενικές αξιολογήσεις των διευθυντών.	Οικονομικό Οικονομικό Στρατηγικό
Ο Wilman (2002)	(α) Οικονομική Προοπτική (β) Εσωτερική Επιχειρηματική Προοπτική (γ) Καινοτομία και Μάθηση (δ) Πελατολογιακή Προοπτική	Οικονομικό Στρατηγικό Διοικητικό Στρατηγικό
Fisher and McGowan (1983) και Salmi and Martikainen (1994)	Μέτρηση της εσωτερικής απόδοσης	Οικονομικό
DeWi tand Meyer (1998)	Κουλτούρα οργανισμών	Διοικητικό

Moeller and Brady (2009)	(α) Προετοιμασία Πλάνου στην Πριν-Συγχώνευση Φάση, (β) Διατήρηση Υφιστάμενου και Νέου Πελατολογίου, (γ) Θετικότητα στην Νέα Εταιρεία	Στρατηγικό Στρατηγικό Διοικητικό
Nga and Kamolrat (2007)	(α) Οργάνωση ξεκάθαρου πλάνου με υποχρεώσεις, στόχους και σκοπό, (β) Ορισμού ηγέτη του έργου, (γ) Ορισμού ομάδας υλοποίησης του έργου, (δ) Επικοινωνία όλων των εμπλεκόμενων με ανταλλαγή πληροφοριών, (ε) Οριοθέτηση χρονοδιαγράμματος υλοποίησης, (ζ) Τιμή Ε&Σ και σχέδιο χρηματοδότησης, (η) Υπολογισμός ρίσκου Ε&Σ.	Στρατηγικό Διοικητικό Διοικητικό Διοικητικό Στρατηγικό Οικονομικό Οικονομικό
Galpin (2007)	Επιμέλεια (due diligence)	Στρατηγικό
Anil et al. (2013)	Ανάλυση Αγοράς	Εμπορικό
Jayesh (2012), Kosonen and Blomqvist (2013)	Εταιρική Κουλτούρα	Διοικητικό
Baker et al. (2016)	Δείκτης πολιτικής αβεβαιότητας (policy uncertainty index)	Στρατηγικό
Baghwan et al. (2018)	Επιμέλεια (due diligence)	Στρατηγικό
Wangerin (2019)	Επιμέλεια (due diligence)	Στρατηγικό

Στην παρούσα ερευνητική πρόταση η βάση κριτηρίου θεωρητικού πλαισίου ελέγχου αποτελείται από συνδυασμό οικονομικών (χρηματοοικονομική ανάλυση δεδομένων), στρατηγικών και διοικητικών κριτηρίων (ανάλυση δεδομένων ερωτηματολογίου).

Περαιτέρω στην παρούσα ερευνητική μελέτη έχει εισαχθεί ως μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης των εξαγορών η χρηματοοικονομική/λογιστική αποτίμηση σε βάθος πέντε χρονών από την ημερομηνία εξαγοράς συν τις υποκειμενικές/αντικειμενικές αξιολογήσεις των διευθυντών. Σε συνδυασμό με τη συλλογή πληροφοριών από τον ίδιο τον ερευνητή προσδίδει στον ερευνητή το μέτρο αξιόπιστης αποτίμησης και απόδοσης των αποτελεσμάτων. Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει τα χρονικά σημεία της εκτίμησης απόδοσης (Graham et al., 2002).

Γράφημα 2-4: Χρονοδιάγραμμα μέτρησης αλλαγών στην πρόσθετη αξία



Παρόλο όπου οι Graham et al (2002) διαχωρίζουν τα χρονικά σημεία στα σημεία αναφοράς σε πριν (-1) και μετά εξαγορά (+1), καθορίζει μόνο την οικονομική πτυχή και περαιτέρω δεν καθορίζεται ο ορίζοντας μέτρησης απόδοσης της επιτυχίας ή και αποτυχίας των Ε&Σ σε συνδυασμό και με άλλα κριτήρια και περαιτέρω σε βάθος εύλογου χρόνου, από 1 ως 5 χρόνια. Στην παρούσα ερευνητική μελέτη υιοθετήθηκε το πιο πάνω μοντέλο αξιολόγησης της επιτυχίας ή αποτυχίας των Ε&Σ καθορίζοντας το οικονομικό σημείο -1 ως τον χρόνο μηδέν κατά την εξαγορά και το χρονικό σημείο +1 στη μετά-εξαγορά εποχή ως χρονικό σημείο το πέμπτο έτος.

2.7.1 Μελέτες Περίπτωσης Ε&Σ (Case Studies)

Αρκετοί ερευνητές μελέτησαν περιπτώσεις Ε&Σ σε εταιρικό επίπεδο για να διαφανούν τα θετικά ή αρνητικά σημεία προς εμπλουτισμό της γνώσης. Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται μελέτες περίπτωσης με τα θετικά και αρνητικά σημεία της Ε&Σ.

Πίνακας 2-3: Μελέτες Περίπτωσης Ε&Σ (Case Studies)

Ερευνητές	Μελέτη Περίπτωσης	Θετικά Σημεία Ε&Σ	Αρνητικά Σημεία Ε&Σ
Ullrich et al. (2005)	Case Study of a German Industrial Merger		Η συγχώνευση απέτυχε να μεταφέρει την αίσθηση στο προσωπικό ότι θα συνεχίσουν την εργασία τους και έσπειρε την αβεβαιότητα λόγω της πολύ γρήγορης ενσωμάτωσης, και επιπλέον καταγράφηκε πρόβλημα στην επικοινωνία.
Ajay et al. (2012)	The case study: Cegedim's acquired Dendrite	Η Cegedim κατέστη οδηγός σε παγκόσμια βάση στον τομέα τεχνολογίας πληροφορικής υγείας, επιτεύχθηκε μέσα από την δράση του CEO/Ιδιοκτήτη με τοποθέτηση διευθυντών σε καίριες θέσεις, προσφορά	

		μπόνους, επικοινωνία με διευθυντικά στελέχη για να περάσει τα μηνύματα, και χρηματοδότηση της εξαγοράς με 50 εκατομμύρια από την οικογένεια/ιδιοκτήτη.	
Barsoux and Anand (2013)	A case study of Takeda	Διενεργήθηκαν 5 εξαγορές σε Ευρώπη και ΗΠΑ. Έγινε διεθνής εταιρεία από τοπική με μειωμένη προοπτική. Σημεία επιτυχίας: (1) οργάνωση ομάδας συμβούλων με διεθνή εμπειρία, (2) η αγγλική γλώσσα έγινε το εταιρικό μέσο επικοινωνίας σε όλες τις χώρες δραστηριοποίησης, (3) ενθαρρύνθηκαν οι μάνατζερ να αφομοιώσουν διεθνή κουλτούρα, (4) οργάνωση προγράμματος εκπαίδευσης ηγεσίας, και (5) οργάνωση προγράμματος με ονομασία 'open innovation' με συμμετοχή ακαδημαϊκών και ερευνητών όπου μπορούσαν να έχουν πρόσβαση στις εγκαταστάσεις της εταιρείας. Όλες οι πιο ενέργειες έγιναν από τον κ. Yasuchika Hasegawa ο οποίος ανέλαβε την διοίκηση χωρίς να είναι μέλος της οικογένειας των μετόχων.	
Chang (2015)	Marvell Technology Group acquired RDA Microelectronics Inc.	Επιτυχημένη εξαγορά με αύξηση στην αξία των μετόχων διαμέσου των οικονομιών κλίμακας, επέκταση στην αγορά, μείωση χρόνου παραγωγής, μείωση στα κόστη και αύξηση κερδοφορίας.	
Chiu et al. (2016)	A case study of Google's acquisition of Motorola		Καταγράφηκαν αρνητικά σημεία για τους μετόχους της εξαγορασθείσας εταιρείας Motorola, οι οποίοι έχασαν 12% κατά την διάρκεια της πρότασης εξαγοράς λόγω του ότι θεώρησαν ότι η τιμή εξαγοράς ήταν υπερτιμημένη γι' αυτό και τα ανώμαλα κέρδη επηρεάστηκαν αρνητικά, επίτευξη συνεργειών χρειάζεται χρόνο να επιτευχθεί,

			δημιουργήθηκε προοπτική συγχώνευσης ανταγωνιστών Nokia και RIM.
Singh (2016)	Consolidations: Indian Case Study with Mergers and Acquisition (ICICI Bank and State Bank of India)	Αύξηση κερδοφορίας ICICI Bank εκτός της μεικτής κερδοφορίας, Βελτίωση στην ρευστότητα και κερδοφορία στην State Bank of India.	Αποτυχία αύξησης παραγωγικότητας ICICI Bank, Μείωση κερδοφορίας της State Bank of India.
Shah and Butt (2018)	A Case Study of Acquisition of Avon Organics Limited by Arch Pharmalabs Limited		Η εξαγορά απέτυχε να αποδώσει αξία στους μετόχους της εξαγορασθείσας εταιρείας στα πεδία της λειτουργικής και οικονομικής απόδοσης.
Srivastava (2018)	A case study of Sun Pharmaceutical	Η έρευνα θα βοηθήσει τους μάνατζερ να αντιληφθούν τις συναισθηματικές επιδράσεις σε μακροχρόνιο ορίζοντα παρά σε κοντινό ορίζοντα. Περαιτέρω η έρευνα θα βοηθήσει τους μάνατζερ να αντιλαμβάνονται την χρηματοοικονομική ανάλυση για να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις.	Καταγράφηκε ως Ε&Σ ρίσκου, επηρέασε την κερδοφορία και τιμή μετοχής αρνητικά, αριθμός προσωπικού από το τμήμα πωλήσεων παραιτήθηκε νοιώθοντας φόβο.

Διαμέσου της κάθε μελέτης περίπτωσης (case study) μπορεί να εξαχθεί αρκετή γνώση ως προς την επιτυχία και αποτυχία. Η κάθε περίπτωση είναι διαφορετική και μέσα από τα πιο πάνω παραδείγματα που Ε&Σ πέτυχαν/απέτυχαν μπορούν να αποτελέσουν ως βάση σε μελλοντικές έρευνες τόσο από ακαδημαϊκούς όσο και από την πρακτική κοινότητα γιατί το πεδίο των Ε&Σ είναι πρακτικό θέμα με θεωρητικές προεκτάσεις.

Σε αρκετές χώρες έχει δρομολογηθεί πλάνο επιμόρφωσης απάντων με θέμα τον χρηματοοικονομικό αναλφαβητισμό ώστε η κοινωνία ως σύνολο να μπορέσει να κάνει βήματα μπροστά. Στην Ελλάδα το 2016 ιδρύθηκε το Ινστιτούτο Χρηματοοικονομικού Αλφαβητισμού, του οποίου η αποστολή είναι η διάδοση της χρηματοοικονομικής γνώσης και στην καταπολέμηση του χρηματοοικονομικού αναλφαβητισμού. Κατά τη Χαννή (2020) το πρόβλημα του χρηματοοικονομικού αναλφαβητισμού είναι υπαρκτό τόσο στην Κύπρο όσο και στην ΕΕ. Κατά τον Κυριάκου (2021) ο χρηματοοικονομικός αλφαβητισμός είναι πολυδιάστατη έννοια, με βάση ορισμό του ΟΟΣΑ, χρηματοοικονομικός αλφαβητισμός είναι ο συνδυασμός (1) γνώσεων/δεξιοτήτων, (2) συμπεριφοράς και (3) στάσης/νοοτροπίας.

Εμπειρικό Παράδειγμα: Ως εκπαιδευτής επί σειρά ετών του Κυπριακού Εμπορικού Επιμελητηρίου Κύπρου (KEBE) σε θεματικές ενότητες όπως χρηματοοικονομικά για μη

λογιστές, προϋπολογισμοί, διαχείριση ταμειακών ροών, βασικές αρχές διοίκησης, και ανάπτυξη σχεδίων δράσεις, με ακροατήριο ανώτερα διευθυντικά στελέχη και επιχειρηματίες εξήχθη το συμπέρασμα ότι η Κύπρος χρειάζεται σχολή εκπαίδευσης επιχειρηματιών και ανώτερων διευθυντικών στελεχών στα πιο πάνω πεδία επιμόρφωσης γιατί υπήρχε έλλειψη γνώσης στις πιο πάνω θεματικές ενότητες, ιδέα η οποία έγινε αποδεκτή προς υλοποίηση από πανεπιστημιακό ίδρυμα στην Κύπρο, όμως δεν υλοποιήθηκε λόγω αποχώρησης του πρύτανη. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι οι ερευνητές Barsoux and Anand (2013) και Srivastava (2018) διαπιστώνουν ότι οι μάνατζερ επιβάλλεται να αντιλαμβάνονται τη χρηματοοικονομική ανάλυση και χρηματοοικονομική θέση των εταιρειών για να μπορούν να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις.

2.8 Χρηματοοικονομική Μέτρηση Απόδοσης

Αρκετές μελέτες κατέδειξαν ότι ο πιο συνηθισμένος τρόπος μέτρησης απόδοσης είναι οι λογιστικοί δείκτες. Οι Pandya and Rao (1998) και οι Shah and Khan (2017) σε θέματα διεύθυνσης μεγίστης σημασίας όπως η στρατηγική, χρησιμοποίησαν στη μελέτη τους συνδυασμό πολλαπλών λογιστικών δεικτών όπως δείκτη απόδοσης επένδυσης (ROI/Return on Investment), δείκτη απόδοσης συμφέρον μετόχων (ROE/Return on Equity), και δείκτη απόδοσης παγίων (ROA/Return on Assets) ως μέτρο κάλυψη ρίσκου σε ευρεία μορφή. Στον αντίποδα των λογιστικών δεικτών οι Fischer and McGowan (1983) υποστήριξαν κατηγορηματικά ότι η χρήση από μόνη της σε λογιστικούς δείκτες δεν αποτυπώνει το ορθολογιστικό αποτέλεσμα γι' αυτό και έχει δεχθεί κριτική στο παρελθόν.

Ο Robert Kaplan ανέφερε ότι το σύστημα μέτρησης απόδοσης οργανισμών, Balance Scorecard, είναι ένας οδικός χάρτης για την πλήρη κατανόηση του τι συμβαίνει μέσα στον οργανισμό και επιπρόσθετα αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο του ελέγχου της στρατηγικής και βελτίωσης της (Business, 2002). Ο Wilman (2002) υπέδειξε ότι το σύστημα/μοντέλο Balance Scorecard το οποίο ανέπτυξαν οι (Kaplan and Norton, 1993) αποτελεί ένα στρατηγικό εργαλείο το οποίο βοηθά στον εντοπισμό των αποκλίσεων και περαιτέρω βοηθά τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη να υλοποιούν τους εταιρικούς στόχους. Το σύστημα βασίζεται σε τέσσερις πυλώνες ως πιο ακολούθως: Οικονομική προοπτική, εσωτερική επιχειρηματική προοπτική, καινοτομία & μάθηση, και πελατολογιακή προοπτική.

Σε αντίθεση με τα πιο πάνω αναφερθέντα οφέλη του συστήματος Balance Scorecard, οι Thomson and Strickland (2001), κατέδειξαν μερικές αδυναμίες του πιο πάνω συστήματος:

- (α) δεν καταδεικνύει τη συνεισφορά των υπαλλήλων και προμηθευτών,

- (β) δεν εντοπίζει τον ρόλο της κοινότητας και του περιβάλλοντος όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία, και
- (γ) δεν προσδιορίζει τη διαδικασία μέτρησης ως αμφίδρομη διαδικασία.

Αρκετές μελέτες κατέδειξαν και την εκτίμηση των στρατηγικών Ε&Σ στο πεδίο των επενδυτικών στρατηγικών, δηλαδή εξαγοράς επενδυτικών εταιρειών πέραν των εμπορικών και άλλων δραστηριοτήτων. Οι Fisher and McGowan (1983) και Salmi and Martikainen (1994) υπέδειξαν ότι ως σημείο μέτρησης τέτοιων δραστηριοτήτων είναι η μέτρηση της εσωτερικής απόδοσης (Internal Rate of Return / IRR) ως μέτρο αξίας των μετόχων. Ο Pawaskar (1999), πηγαίνοντας ένα βήμα πιο πέρα, κατέδειξε ότι πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πολλαπλοί δείκτες εσωτερικής απόδοσης (IRR) και να λαμβάνεται υπόψη ο μέσος όρος, ως ένα πιο ρεαλιστικό μέσο μέτρο αποτίμησης της απόδοσης.

Επιπρόσθετα με όσα προαναφέρθηκαν από τους ερευνητές, επαγγελματίες και ακαδημαϊκούς, υπάρχουν και άλλα σημαντικά εργαλεία στην αποτίμηση της μέτρησης απόδοσης των οργανισμών, τα οποία πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ως πιο κάτω:

(1) διαδικασίες όπου θα συνεισφέρουν σε πιο αποδοτικό εταιρικό μάνατζμεντ όπως η υλοποίηση της στρατηγικής, οι προϋπολογισμοί και άλλες μέθοδοι προβλέψεων όπως μελέτες βιωσιμότητας (feasibility studies),

(2) μεθοδολογίες που θα συμπεριλαμβάνουν συστήματα εκτίμησης κόστους ανά δραστηριότητα (activity based costing) και αξίας διαχείρισης (VBM/value based management), και

(3) μετρήσεις που παρέχουν στοιχεία και για τους στρατηγικούς και οργανικούς στόχους πέραν των ποσοτικών μετρήσεων, όπως ποιοτικών μετρήσεων.

Οι Thomson and Strickland (2001) κατέδειξαν ότι η αποτίμηση των οικονομικών καταστάσεων δεν είναι επαρκές εργαλείο για την αποτίμηση της δυναμικής στρατηγικής Ε&Σ, αλλά επιβάλλεται να λαμβάνονται υπόψη και στοιχεία τα οποία να προσθέτουν οικονομική αξία (Economic Value Added/EVA) και αγοραία αξία (Market Value Added/MVA). Συνεπώς, η αποτίμηση της οικονομικής κατάστασης μιας εξαγορασθείσας εταιρείας περνά διαμέσου πολλαπλών δεικτών σε διάφορα επίπεδα.

Πιο πρόσφατα, οι Edi and Irayanti (2019) και Tryjillo et al. (2020) χρησιμοποίησαν στις μελέτες τους συνδυασμό πολλαπλών λογιστικών δεικτών όπως δείκτες απόδοσης μεικτής κερδοφορίας/gross profit margin, λειτουργικής κερδοφορίας/operating profit margin, καθαρής κερδοφορίας/net profit margin, απόδοση κεφαλαίου κίνησης/return on capital employed, απόδοση ανά μετοχή/earnings per share, απόδοση ενεργητικού/ROA, και απόδοση ιδίων κεφαλαίων/ROE. Συνεπώς καταγράφεται ότι η χρήση των λογιστικών

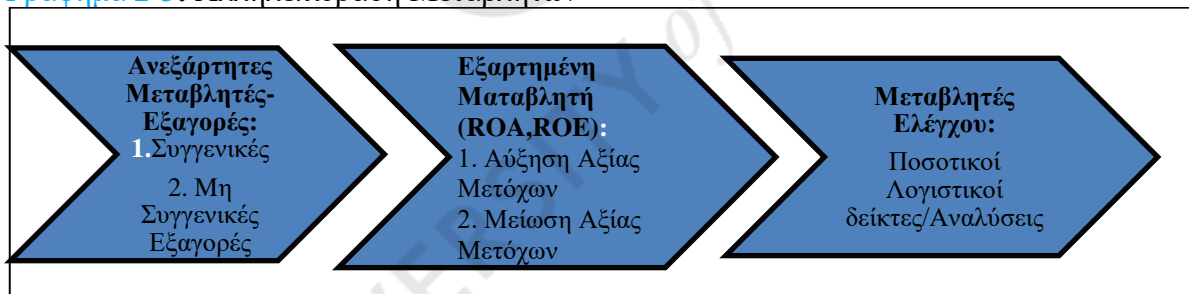
δεικτών αποτελεί ένα διαχρονικό εργαλείο αποτίμησης των εξαγορών το οποίο εφαρμόζεται εδώ και δεκαετίες. Ο Gogia (2018) πέραν των δεικτών κερδοφορίας εισήγαγε στην έρευνα του και τον δείκτη ρευστότητας.

Στην παρούσα έρευνα η απόδοση των εξαγορών αποτιμάται διαμέσου πολλαπλών ποσοτικών δεικτών ώστε να μην υπάρξει το ενδεχόμενο οδήγησης σε λανθασμένο αποτέλεσμα. Τέτοιοι σημαντικοί δείκτες είναι οι δείκτες ρευστότητας, δείκτες χρέους, δείκτες κερδοφορίας, δείκτης μοντέλου Altman Z Score, συσχέτιση Pearson Correlation και Regression Analysis πριν από την εξαγορά και μετά την εξαγορά. Επιπλέον διενεργείται και αποτίμηση των απαντήσεων των διοικητικών στελεχών διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου.

2.8.1 Χρήση Μεταβλητών

Η χρήση των μεταβλητών έχει εφαρμοστεί από τους ακόλουθους ερευνητές: Masud, 2015; Joash, 2015; και Lois et al., 2021. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή όπου το αποτέλεσμα της εξαρτημένης μεταβλητής αποτιμάται διαμέσου των δεικτών απόδοσης ενεργητικού ROA και απόδοσης συμφέρον μετόχων ROE και περαιτέρω διενεργείται ο έλεγχος της επίδραση των μεταβλητών ελέγχου στις εξαρτημένες μεταβλητές (Salkind, 2006). Το πιο κάτω διάγραμμα παρουσιάζει τη σύνδεση, συνοχή και αλληλεπίδραση των μεταβλητών (Gunther, 2007).

Γράφημα 2-5: Αλληλεπίδραση Μεταβλητών



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

2.8.2 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Εξαρτημένης Μεταβλητής

Η εξαρτημένη μεταβλητή καταγράφει το αποτέλεσμα της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας ως προς το συμφέρον των μετόχων, δηλαδή την αύξηση της αξίας των μετόχων, τη μείωση της αξίας των μετόχων, ή ουδεμία ουσιαστική αλλαγή (Gunther, 2007). Κατά τον Xiaorong (2007) οι πιο διαδεδομένες μετρήσεις απόδοσης από προηγούμενες έρευνες είναι η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA) και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE). Αυτοί οι δείκτες έχουν χαρακτηριστεί ως ευκολονόητοι και μπορούν να καταγράψουν την απόδοση των εταιρικών επιδόσεων.

Δείκτης Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού (ROA): Συνήθης τρόπος μέτρησης της απόδοσης ενός οργανισμού εκφράζεται μέσω της μέτρησης απόδοσης δείκτη απόδοσης παγίων (ROA/Return on Assets). Ο εν λόγω δείκτης καταγράφει πόσο αποδοτικά η διεύθυνση ενός οργανισμού διαχειρίστηκε το επενδυμένο κεφάλαιο. Εκφράζεται μέσω της λογιστικής φόρμουλας $\text{Καθαρό Κέρδος} \times 100 / \text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Net Income} \times 100 / \text{Total Assets}$, (Libby et al., 2001).

Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE): Κατά τους Ghallacher et. al. (2000), Wild (2000) και Libby et. al. (2001) ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων καταγράφει την απόδοση καθαρών κερδών σε σχέση με τη συνεισφορά ιδίων κεφαλαίων των κοινών μετόχων. Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων εξάγεται με τη φόρμουλα $\text{ROE} = \text{Net Income} / \text{Common Equity}$ (Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρό Κέρδος / Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο).

2.8.2.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Μέτρησης Απόδοσης Εξαρτημένης Μεταβλητής

Πληθώρα μελετών έχουν διεξαχθεί στον τομέα της εκτίμησης απόδοσης των Ε&Σ σε διεθνές περιβάλλον ως μέρος της χρηματοοικονομικής μέτρησης απόδοσης με τη χρήση των δεικτών απόδοσης ROA και ROE (Pandya and Rao, 1998; Ghallacher et al., 2000; Libby et al., 2001; Gunther, 2007; Xiaorong, 2007; Khuram, 2014; Naba and Chen, 2014; Masud, 2015; Jallow et al., 2017; Sujud and Hachem, 2018; Putra et al., 2018). Συνοπτικά τα αποτελέσματα της απόδοσης των Ε&Σ καταγράφονται πιο κάτω:

- ο Οι DeWit and Meyer (2001) κατέδειξαν ότι μεταξύ των ετών 1993 και 1995 οι εταιρείες αγοραστές έχασαν το 10% της επένδυσής τους.
- ο Ο Balls (2003) σε έρευνα του κατέδειξε ότι την τελευταία εικοσαετία οι εξαγορές μεγάλων επιχειρήσεων οδήγησαν σε απώλεια πέραν των 226 δισεκατομμυρίων δολαρίων και κατά συνέπεια μείωσαν δραματικά την αξία των μετόχων.
- ο Οι Carleton and Lineberry (2004) στο ερευνητικό τους έργο κατέγραψαν ότι οι οργανισμοί χάνουν πέραν από το 3% ως προς τα κεφάλαια των μετόχων.
- ο Οι Carr & Elton (2005) στην έρευνα για την επιτυχία των Ε&Σ και με στόχο να καταδείξουν σημεία υιοθέτησης επιτυχίας και μείωσης ρίσκου κατέγραψαν ότι τα 2/3 (δύο τρίτα) αποτυγχάνουν να προσδώσουν ουσιαστική αξία στους μετόχους.
- ο Οι Cartwright and Schoenberg (2006) σε βάθος μελέτης των εξαγορών τα τελευταία 30 χρόνια, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός αποτυχίας των Ε&Σ παραμένει μεγάλος και κατά συνέπεια καταστροφικός για τους μετόχους

- ο Οι Saari (2007) και Lahovik (2011) καταγράφουν ότι μεγάλα ποσοστά E&Σ καταλήγουν σε αποτυχία.
- ο Οι Papadakis and Thanos (2010) σε έρευνα τους σχετικά με το πεδίο της απόδοσης με βάση πολλαπλά κριτήρια στο θέμα E&Σ στην Ελλάδα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ποσοστό αποτυχίας κυμαίνεται από 50% ως 60%.
- ο Ο Shim (2011) διαμέσου εμπειρικής έρευνας εξετάζοντας την απόδοση των E&Σ σε δείκτες απόδοσης ROA/ROE στις ΗΠΑ την περίοδο 1989-2004 στον κλάδο της ασφάλισης αστικής ευθύνης κατέγραψαν τη μείωση των δεικτών ROA/ROE στη μετά-εξαγορά περίοδο. Περαιτέρω εισηγούνται μελλοντικές έρευνες προς εξέταση των αιτιών αποτυχίας αν πηγάζει από τις εταιρείες στόχους.
- ο Οι Satapathy and Kaushik, (2015) σε έρευνα τους στον τομέα των εξαγορών στην Ινδία σε δείγμα 35 εξαγορών στην περίοδο 2004 – 2014 κατέδειξαν απώλεια της αξίας των μετόχων στη μετά-εξαγορά περίοδο.
- ο Ο Akrofi (2016) ερευνώντας τη διεθνή βιβλιογραφία για τα ποσοστά και τους λόγους αποτυχίας των E&Σ καταλήγει σε ποσοστό αποτυχίας στο 50% να αποτυγχάνουν στη δημιουργία πρόσθετης αξίας για τους μετόχους.
- ο Οι Boateng et al. (2017) σε έρευνα με δείγμα 340 E&Σ στην Κίνα καταγράφουν την αρνητική λειτουργική απόδοση στην περίοδο Y1-Y3 μετά την E&Σ.
- ο Οι Zhao et al. (2019) καταγράφουν σε έρευνα στην Κίνα με δείγμα 437 E&Σ την περίοδο 2003-2014 ότι οι μικρές εταιρείες έχουν μειονέκτημα έναντι των μεγάλων εταιρειών λόγω του μικρού μεγέθους στο να δημιουργήσουν αξία στους μετόχους μακροπρόθεσμα.
- ο Οι Trujillo et al. (2019), μέσα από αριθμό 2.834 E&Σ, επέλεξαν δείγμα 295 E&Σ οι οποίες έγιναν στις ΗΠΑ στον τομέα των φαρμακοβιομηχανιών την περίοδο 1996-2017 και κατέδειξαν ότι τα έσοδα μειώθηκαν μετά την E&Σ και τα κέρδη δεν ήταν τα αναμενόμενα.

2.8.3 Μεταβλητές Ελέγχου

Η εξέταση των μεταβλητών ελέγχου ως προς την επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή υιοθετήθηκε από διάφορους ερευνητές όπως καταγράφεται από τον Gunther (2007) ο οποίος επικαλείται προηγούμενες έρευνες των Samuel and Smith (1968), Hitt et.al. (1997), Vermeulen and Barkema (2002), και Hayward (2002). Οι Henningsson et al. (2018), Boloupremo and Ogege (2019) εισάγουν στην έρευνα τους τη χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών ως μεταβλητές που δίνουν στατιστικά μετρήσιμο αποτέλεσμα.

Οι Daniliuc et al. (2014) εξέτασαν τις επιπτώσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα σύμφωνα με την απόδοση μετά την εξαγορά. Στην έρευνα τους έχουν αναπτύξει ένα χρηματοπιστωτικό μέτρο που σχετίζεται με την ενσωμάτωση της εξαγοράς η οποία βασίζεται σε αλλαγές στις καθαρές αγορές/πωλήσεις των φυσικών περιουσιακών στοιχείων. Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέδειξαν εν μέρει την ασυνέπεια στις προηγούμενες μελέτες στην εστίαση στη σχέση απόδοσης σύμφωνα με τη στρατηγική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων των αυστραλιανών εταιρειών οι οποίες ήταν ενταγμένες στο χρηματιστήριο.

Οι Rani et al. (2014) και Soni (2014) στις έρευνες τους για την αποτίμηση της οικονομικής απόδοσης των Ε&Σ καταγράφουν τη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης όσον αφορά τους δείκτες κερδοφορίας, οι οποίοι καταγράφουν τη μέτρηση αποδοτικότητας των χρηματοπιστωτικών πόρων της διοίκησης σε ορίζοντα πέντε ετών και τριών ετών αντίστοιχα.

Οι Lin and Lee (2010) στην έρευνα τους στην Ταϊβάν και την Ινδία καταγράφουν πώς επηρεάζουν την απόδοση των Ε&Σ οι δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και μόχλευσης (χρέους). Οι Leepsa and Mishra (2016) καταγράφουν ότι οι Ε&Σ υποφέρουν από φθίνουσα πορεία κερδοφορίας μετά την Ε&Σ με τα κέρδη να είναι πολύ μικρά σε ποσοστά κάθε χρόνο μετά την Ε&Σ, η ρευστότητα αυξάνεται μετά την Ε&Σ αλλά οι δείκτες μόχλευσης να είναι στάσιμοι.

Οι Carleton and Lineberry (2004) στο συγγραφικό τους έργο με τίτλο «Επιτυγχάνοντας την επιτυχία στη μετά-εξαγορά» καταγράφουν ότι ο έλεγχος της επιτυχίας περνά μέσα από την πληροφόρηση των ακόλουθων χρηματοοικονομικών δεικτών: α) Αύξηση ή μείωση της τιμής μετοχής, β) Αύξηση ή μείωση των εσόδων (κύκλου εργασιών), γ) Αύξηση ή μείωση του λειτουργικού κέρδους, και δ) Αύξηση ή μείωση της κερδοφορίας.

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται η χρήση των λογιστικών δεικτών ως μεταβλητές για την αποτίμηση των εξαγορών σε προηγούμενες έρευνες (Yanan et al., 2016):

Πίνακας 2-4: Διεθνής Βιβλιογραφία Μεταβλητών Αποτίμησης Εξαγορών

Ερευνητής	Πρόταση (Εμπειρική/ Εννοιολογική)	Μέτρηση /Μεταβλητές
Raiyani (2010)	Εμπειρική	-Capital /Κεφάλαιο -Assets /Ενεργητικό -Management /Διοίκηση -Earnings / Κερδοφορία -Liquidity /Ρευστότητα
Kouser (2011)	Εμπειρική	-Gross Profit Margin/Ποσοστό Μεικτής Κερδοφορίας

		-Operating Profit Margin/Ποσοστό Λειτουργικής Κερδοφορίας -Net Profit Margin/Ποσοστό Καθαρής Κερδοφορίας -Return on Capital Employed/Ποσοστό Κεφαλαίου Κίνησης -Debt Equity Ratio/Αναλογία Χρέους έναντι Συμφέρον Μετόχων
Ghatak (2012)	Εμπειρική	-Current Profitability/Παρούσα Κερδοφορία -Current Size/Τρέχον Μέγεθος -Current Market Size/Παρόν Μέγεθος Αγοράς -Current Market Share/Τρέχον Μερίδιο Αγοράς
Kithitu et. al. (2012)	Εμπειρική	-the profitability /Κερδοφορία -shareholders' value creation / Δημιουργία αξίας Μετόχων -management efficiency / Διοικητική απόδοση
Khuram(2014)	Εμπειρική	-return on equity (ROE) /Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on assets (ROA) /Απόδοση Ενεργητικού -earnings per share (EPS) / Απόδοση ανά Μετοχή
Abbas et al. (2014)	Εμπειρική	-Profitability /Κερδοφορία - Liquidity / Ρευστότητα -Leverage /Μόχλευση-Χρέους -Pre & Post Analysis / Πριν & Μετά-Εξαγορά Ανάλυση
Naba and Chen (2014)	Εμπειρική	-liquidity ratio /Δείκτης Ρευστότητας -performance ratios (ROA and ROE) / Απόδοση Ενεργητικού και Συμφέρον Μετόχων -investment valuation variables (earnings per share,) / Απόδοση ανά Μετοχή
Bhutta et al. (2015)	Εμπειρική	-operating income margin/Ποσοστό λειτουργικής κερδοφορίας -net profit margin/Ποσοστό καθαρής κερδοφορίας -return to total asset/Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού -return on equity/Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on investment/Απόδοση Επένδυσης
Joash (2015)	Εμπειρική	-Profitability /Κερδοφορία -efficiency /Αποτελεσματικότητα -liquidity ratios /Ρευστότητα -leverage / Χρέους-Μόχλευσης
Masud (2015)	Εμπειρική	-return on equity (ROE) /Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on assets (ROA) /Απόδοση Ενεργητικού -earnings per share (EPS) / Απόδοση ανά Μετοχή
Trujillo et al. (2020)	Εμπειρική	-Operating Profit/Απόδοση Λειτουργικής Κερδοφορίας -Total Revenue/Total Assets/Απόδοση Ενεργητικού έναντι Συνολικών Εσόδων -Operating Expenses/Total Assets/Λειτουργικά έξοδα έναντι συνολικών παγίων

2.8.4 Μεταβλητές Ελέγχου: Λογιστικοί Δείκτες

Η τεχνική της χρήση των μεταβλητών ελέγχου οι οποίες μπορούν να προσδώσουν μετρήσιμο κριτήριο στο αποτέλεσμα της εξαρτημένης μεταβλητής ώστε να μην αμφισβητείται το αποτέλεσμα καταγράφεται από τον Gunther (2007) ο οποίος επικαλείται ερευνητές όπως οι Samuel and Smith (1968), Hitt et.al. (1997), Vermeulen and Barkema

(2002), και Hayward (2002). Ο Stephen (2013) και οι Li et al. (2018) εισάγουν στην έρευνα τους τη χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών, οι οποίοι δίνουν στατιστικό μετρήσιμο αποτέλεσμα. Πιο κάτω καταγράφονται οι μεταβλητές ελέγχου της παρούσας μελέτης.

2.8.4.1 Δείκτης Ρευστότητας (Current Ratio)

Κατά τους Ghallacher et. al. (2000), και Wild (2000) ο δείκτης ρευστότητας καταδεικνύει την ικανότητα, της εταιρείας να αποπληρώσει τις τρεχούμενες υποχρεώσεις και σχετίζεται με το τρεχούμενο ενεργητικό και τρεχούμενο παθητικό. Διαδεδομένος δείκτης είναι ο δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας ($\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities}$) και εκφράζεται με τη φόρμουλα = $\text{τρεχούμενο ενεργητικό} / \text{τρεχούμενο παθητικό}$. Δείκτης ασφαλείας καταγράφεται το 2, δηλαδή για κάθε 1 ευρώ τρεχούμενο παθητικό πρέπει να υπάρχουν 2 ευρώ διαθέσιμα τρεχούμενο ενεργητικό. Οι πιο πάνω ερευνητές καταγράφουν ότι ο ιδανικός δείκτης επηρεάζεται και από τη βιομηχανία την οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία. Ο δείκτης εκφράζεται με την πιο κάτω φόρμουλα:

$$\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities}$$

$$\text{Τρεχούμενη Ρευστότητα} = \text{τρεχούμενο ενεργητικό} / \text{τρεχούμενο παθητικό}$$

Κατά τους Gallagher and Andrew (2000), οι δείκτες ρευστότητας είναι πολύ σημαντικοί γιατί αν οι εταιρείες δεν μπορούν να αποπληρώσουν τις τρεχούμενες υποχρεώσεις τους τότε οδηγούνται σε πτώχευση. Οι τραπεζίτες και δανειστές χρησιμοποιούν τους δείκτες ρευστότητας για να έχουν γνώση για την πιστοληπτική ικανότητα των εταιρειών. Όσο πιο ψηλοί είναι οι δείκτες τότε καταδεικνύεται μεγαλύτερη ικανότητα αποπληρωμής των τρεχόμενων υποχρεώσεων.

Κατά τον Wild (2000) αρκετοί χρήστες αποδέχονται ως ικανοποιητικό δείκτη το 2:1 ως βοηθητικό εργαλείο αποτίμησης της ικανότητας της εταιρείας να αποπληρώσει τις άμεσες υποχρεώσεις της. Δηλαδή για κάθε δύο ευρώ ως τρεχούμενο ενεργητικό υπάρχει οφειλή ένα ευρώ ως τρεχούμενο παθητικό. Εταιρείες με μεγαλύτερο δείκτη του 2:1 είναι πιο ασφαλείς σε έκθεση πιστωτικού κινδύνου σε κοντινό ορίζοντα, όμως πάντα λαμβάνονται υπόψη ακόμη τρεις παράγοντες: (1) είδος επιχείρησης, (2) σύνθεση τρεχούμενου ενεργητικού και (3) ανακύκλωση των στοιχείων του τρεχούμενου ενεργητικού.

Κατά τους Libby et al. (2001), ο δείκτης του 2:1 είναι συντηρητικός από τους αναλυτές. Ο ιδανικός δείκτης εξαρτάται από το επιχειρησιακό περιβάλλον που δραστηριοποιείται η εταιρεία. Σε σταθερό περιβάλλον ο δείκτης μπορεί να είναι κάτω από το 2:1, όμως όταν υπάρχει αστάθεια ο δείκτης είναι πιο ελκυστικός όταν είναι στο 2:1.

Κατά την Τουρνά (2015) ο δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας εξαρτάται από τον κλάδο επιχειρηματικής δραστηριότητας που ανήκει η επιχείρηση, από το μέγεθός της και τη

γενικότερη χρηματοοικονομική πολιτική που ακολουθεί. Οι μέσες τιμές όλων των κλάδων και μεγεθών επιχειρήσεων ενδεικτικά θα ήταν δυνατόν να είναι 2:1.

Κατά τον Αποστόλου (2015) ένας σχετικά υψηλός αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη ύπαρξης ρευστότητας μιας επιχείρησης, πράγμα που της δίνει τη δυνατότητα να εκπληρώσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της κατά την ημερομηνία λήξης τους. Η αύξηση του αριθμοδείκτη δηλώνει τρέχουσα βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης, ενώ η μείωση του δηλώνει ότι υπήρξε επιδείνωση της ρευστότητας της επιχείρησης. Ωστόσο, ο κανόνας του 2:1 θα πρέπει να χρησιμοποιείται για την ερμηνεία του αριθμοδείκτη, λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο την ποσότητα αλλά και την ποιότητα του κυκλοφοριακού ενεργητικού. Οι επιχειρήσεις που έχουν αναλογία λιγότερη από 2:1 μπορεί να έχουν μια καλύτερη ρευστότητα ακόμη και από επιχειρήσεις που έχουν αναλογία πάνω από 2:1. Θεωρητικά, αν ο αριθμοδείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, η εταιρεία αντιμετωπίζει προβλήματα στην εξόφληση των υποχρεώσεών της, που σημαίνει ότι μπαίνει στον φαύλο κύκλο του όλο και μεγαλύτερου δανεισμού.

Οι Gorbenko and Malenko (2018) καταγράφουν την τεράστια σημασία των αποθεμάτων ρευστότητας στην απόφαση εκτέλεσης εξαγορών, σημειώνοντας ότι οι πλειοδότες δίνουν τεράστια σημασία στα υφιστάμενα ταμειακά αποθέματα και την ικανότητα να αντλούν ρευστό όταν αποφασίσουν πολιτικές εξαγορών.

Οι Erel et al. (2021) ερευνώντας δείγμα 47.615 εξαγορών σε 36 χώρες με πεδίο έρευνας την ρευστότητα των εταιρειών και τις αποφάσεις για να προχωρήσουν σε εξαγορές κατέληξαν ότι οι εταιρείες με δυνατή ρευστότητα και καλό ισολογισμό έχουν την δυνατότητα να προχωρήσουν σε επενδύσεις και το πλεονέκτημα να αποφύγουν το κόστος χρηματοδότησης όταν είναι υψηλό. Την ισχυρή σημαντικότητα της ρευστότητας κατέδειξαν και οι ερευνητές Massa and Hu (2013) και Yang et al. (2019) όπου κατέδειξαν οι εταιρείες στόχοι με καλή ρευστότητα επηρεάζουν θετικά ως προς τις αποφάσεις σε Ε&Σ. Τέλος οι Acharya and Pedersen (2005) κατέδειξαν την μεγάλη σημασία του ρίσκου ρευστότητας το οποίο μπορεί να επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής.

2.8.4.2 Δείκτης Χρέους (Debt Ratio)

Κατά τους Ghallacher et. al. (2000) και Wild (2000) ο δείκτης χρέους καταδεικνύει το ποσοστό του ενεργητικού το οποίο είναι δανειοδοτημένο, συνεπώς καταγράφεται η σχέση χρέους προς ενεργητικό. Ο δείκτης χρέους εκφράζεται με τη φόρμουλα $\text{Debt Ratio} = \text{Total Liabilities} / \text{Total Assets}$ (δείκτης χρέους = σύνολο παθητικού / σύνολο ενεργητικού). Όσο πιο ψηλός είναι ο δείκτης τόσο πιο μεγάλο είναι το ρίσκο. Δείκτης ελέγχου είναι κοντά στο 40% όμως αυτό εξαρτάται και από άλλους παράγοντες όπως τη κερδοφορία και τη

βιομηχανία που δραστηριοποιείται η εταιρεία. Ο δείκτης εκφράζεται με την πιο κάτω φόρμουλα:

$$\text{Debt Ratio} = \text{Total Debt} / \text{Total Assets}$$

$$\text{Δείκτης Χρέους} = \text{Συνολικό Χρέος} / \text{Συνολικό Ενεργητικό}$$

Οι Gallagher and Andrew (2000), καταγράφουν ότι οι οικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν τον δείκτη χρέους για να αποτιμήσουν την ικανότητα της εταιρείας αν μπορεί να αποπληρώσει τα δάνεια της. Ο ιδανικός δείκτης χρέους εξαρτάται από αρκετούς παράγοντες όπως κερδοφορία, είδος επιχείρησης, και προοπτικές σταθερής ανάπτυξης.

Κατά τον Wilde (2000) συνήθης πρακτική των εταιρειών για την αγορά πάγιου ενεργητικού (εξοπλισμού) είναι ένα μέρος να χρηματοδοτείται μέσω δανεισμού και ένα μέρος μέσω ιδίων κεφαλαίων. Εταιρείες, οι οποίες προβαίνουν σε υψηλό δανεισμό για την αγορά περιουσιακών στοιχείων, έχουν υψηλό ρίσκο δανεισμού (μόχλευσης). Υψηλότερος δανεισμός συνεπάγεται υψηλότερο ρίσκο γιατί απαιτείται η πληρωμή τόκων σε τακτική βάση και το ρίσκο, είναι να αποτύχει η εταιρεία στην αποπληρωμή των τόκων όπου κατά συνέπεια θα κινδυνεύει με πτώχευση. Οι Humphry-Jenner and Powell (2011) επικαλούμενοι τους Malone et al. (1993), καταγράφουν ότι οι αδύναμοι δείκτες μόχλευσης επηρεάζουν την κερδοφορία (Drobetz et al., 2013).

Κατά την Τουρνά (2015) ο Δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης συγκρίνει τις συνολικές υποχρεώσεις της επιχείρησης με το συνολικό ενεργητικό της. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χρηματοδοτηθεί από τρίτους, κάτι που βοηθάει να καθοριστεί πόσο καλά οι δανειστές προστατεύονται σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμών της επιχείρησης. Έχει ήδη αναφερθεί, ότι το ποσοστό της δανειακής επιβάρυνσης εξαρτάται από τον κλάδο και το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό το ποσοστό είναι ευνοϊκό για τους πιστωτές, όταν κυμαίνεται μεταξύ 30%-40% του ενεργητικού, δηλαδή όταν μόνο το 30-40% έχει χρηματοδοτηθεί από τρίτους και το 60%-70% από ίδια Κεφάλαια. Συνεπώς με βάση την πιο πάνω ανάλυση το ρίσκο μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε δύο κατηγορίες ως εξής: Μειωμένο Ρίσκο = 0%-40%, και υψηλό Ρίσκο = 61%-100%.

Ο Henry (2015) σε έρευνα στην Μεγάλη Βρετανία με δείγμα 782 εξαγορών από βρετανικές εταιρείες μεταξύ 1982-2009, κατέδειξε τον αντίκτυπο των διασυνοριακών εξαγορών στη χρηματοοικονομική μόχλευση. Η έρευνα κατέδειξε ότι οι διασυνοριακές εξαγορές έχουν αρνητικό αντίκτυπο στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εξαγορασθεισών εταιρειών.

2.8.4.3 Δείκτες Κερδοφορίας

Δείκτης Καθαρής Κερδοφορίας (Net Profit Margin): Κατά τους Ghallacher et. al. (2000) και Wild (2000) ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας καταγράφει τι καθαρό κέρδος έχει απομείνει από την πώληση αξίας ενός δολαρίου. Επί της ουσίας καταγράφεται τι κέρδος έχει απομείνει όταν από τις πωλήσεις αφαιρεθούν όλα τα έξοδα μηδενός εξαιρουμένου, όπως κόστος πωλήσεων, λειτουργικά, χρηματοδοτικά και φόροι. Ο δείκτης εκφράζεται με τη φόρμουλα $\text{Net Profit Margin} = \text{Net Income} / \text{Sales}$ (Καθαρή Κερδοφορία = Καθαρό Κέρδος / Πωλήσεις).

Δείκτης Λειτουργικής Κερδοφορίας (Operating Profit Margin): Κατά τους Ghallacher et. al. (2000), ο δείκτης λειτουργικής κερδοφορίας είναι η επέκταση του δείκτη μεικτής κερδοφορίας μείον τα λειτουργικά έξοδα. Ο δείκτης εκφράζεται με τη φόρμουλα $\text{Operating Profit Margin} = \text{Earnings Before Interest and Taxes} / \text{Sales}$ (Δείκτης Λειτουργικού Κέρδους = Κέρδος πριν Τόκους και Φόρους / Πωλήσεων). Όσο πιο μεγάλος ο δείκτης τόσο το καλύτερο.

Συσσωρευμένα Κέρδη (Retained Earnings): Οι Ball et al. (2020) στην έρευνα τους με θέμα την επίδραση στα χρηματοοικονομικά των εταιρειών και συγκεκριμένα ως προς την αναμενόμενη απόδοση μέσα από διάφορους δείκτες έκαναν χρήση ως έναν από τους δείκτες μέτρησης τα συσσωρευμένα κέρδη. Ένας από τους στόχους της έρευνας ήταν να διερευνηθεί η συσχέτιση του μεγέθους των συσσωρευμένων κερδών με άλλους δείκτες ελέγχου.

2.8.5 Αλληλεξάρτηση των Μεταβλητών

Οι Yanan et al. (2016) σε έρευνα E&Σ που διενεργήθηκε στην Αμερική κατέδειξε αύξηση της κερδοφορίας και μεριδίου αγοράς και επιπλέον αύξηση της αξίας των μετόχων και διανομής μερισμάτων.

Οι Otieno and Kemunto (2017) στην έρευνα τους ως προς την επίδραση των E&Σ σε εννέα εμπορικές τράπεζες στην Κένυα κατέδειξαν θετικά και αρνητικά αποτελέσματα ως αύξηση ή μείωση των λογιστικών δεικτών στα πεδία: κέρδος ανά μετοχή, απόδοση ενεργητικού και απόδοση συμφέρον μετόχων. Στον αντίποδα τα ευρήματα οδήγησαν σε επίτευξη συνεργειών και μείωσης στα κόστη, συνεπώς πιο υψηλή χρηματοοικονομική απόδοση.

Οι Jallow et al. (2017) σε έρευνα E&Σ που διενεργήθηκε στην Αγγλία κατέδειξε ουδεμία σημαντική αλλαγή στα κέρδη ανά μετοχή και απόδοση ενεργητικού, στον αντίποδα κατέδειξε μείωση στην καθαρή κερδοφορία, όπου κρίθηκε ότι από μόνο του δεν μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τη χρηματοοικονομική απόδοση των E&Σ. Συμπερασματικά

εισηγούνται και τη μελέτη με άλλους δείκτες όπως μεικτής κερδοφορίας, μόχλευσης (χρέους) και μεριδίου αγοράς.

Οι Njambi and Kariuki (2018), στην έρευνα τους ως προς την επίδραση των Ε&Σ Χρηματοοικονομικών Ινστιτούτων στην Κένυα, κατέληξαν ότι μετά τη συγχώνευση αυξήθηκε η κεφαλαιακή βάση, αυξήθηκαν τα έσοδα, αυξήθηκε το ενεργητικό και η ποιότητα ενεργητικού και γενικά βελτιώθηκε η χρηματοοικονομική απόδοση.

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας σε σχέση με την αλληλεξάρτηση των μεταβλητών.

Πίνακας 2-5: Αποτελέσματα έρευνας μεταβλητών διεθνούς βιβλιογραφίας

Συγγραφέας	Σύγγραμμα	Εξαρτημένη Μεταβλητή	Μεταβλητές Ελέγχου	Συμπέρασμα
Kim et al. (2011)	Όταν οι εταιρείες επιθυμούν απεγνωσμένα να αναπτυχθούν μέσω εξαγοράς: Η επίδραση των προτύπων ανάπτυξης και της εμπειρίας απόκτησης στα ασφάλιστρα απόκτησης	Πριμοδότηση Τιμής εξαγοράς (Acquisition premium)	Οργανική Ανάπτυξη (Organic Growth), ROA CAR (Cumulative Abnormal Return/συσσωρευμένα ανώμαλα κέρδη) Μέγεθος εξαγοράς (relative size of the acquisition)	Αρνητική σύνδεση εξαρτημένης μεταβλητής και μεταβλητών ελέγχου, η πριμοδότηση δεν καλύφθηκε
Doaei et al (2012) επικαλείται Bobilo et al (2010)	Κατασκευαστικές εταιρείες σε Γερμανία, Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ισπανία και Δανία	Average ratio of foreign sales to total sales (μέσος όρος πωλήσεων εξωτερικού στο σύνολο πωλήσεων)	ROA	Σύνδεση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και οικονομικής απόδοσης
Prasad (2012)	Ανάλυση χρηματοοικονομικής απόδοσης μετά τη συγχώνευση και την εξαγορά: Μελέτη περίπτωσης επιλεγμένων ινδικών αεροπορικών εταιρειών		Gross Profit Margin Net Profit Margin ROA ROE Debt to Equity Current Ratio EPs ratio	Μείωση δεικτών κερδοφορίας, Αύξηση δείκτη χρέους, μείωση δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας
Sultan (2014)	Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων-Μέτρηση απόδοσης και κερδοφορίας: Μελέτη Περίπτωσης της Bagdad Soft-Drinks Industry		Profit Margin (PM) ROA ROE Capital Turnover Ratio Expense ratio	Μείωση δεικτών κερδοφορίας
Lemonakis et al. (2016)	Απόδοση και παραγωγικότητα κατασκευαστικών επιχειρήσεων: Στοιχεία από χώρες της Βόρειας και Νότιας Ευρώπης, της Σκανδιναβίας και των Βαλκανίων	Απόδοση Πωλήσεων προσωπικού (sales per no of employees)	ROA Debt to Equity EBITAD (Earnings before interest, tax, depreciation) Sales Growth Gross Profit Margin Inventory turnover (κύκλος αποθεμάτων)	Δυναμική απόδοση σκανδιναβικών χωρών σε αντίθεση με αρνητική απόδοση ευρωπαϊκών χωρών/βαλκανικών

Yanan et al. (2016)	Αντίκτυπος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις των εταιρειών: Μια μελέτη για τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής		Net Profit Margin Return on Equity (ROE) EPs (Earnings per Share) Sales Growth	Αύξηση κερδοφορίας και μεριδίου αγοράς
Jallow et al. (2017)	Οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στη χρηματοοικονομική απόδοση: Μελέτη περίπτωσης εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου	ROA ROE EPS NPM		Τα στατιστικά τεστ κατέδειξαν σημαντική επίδραση στις Ε&Σ οι δείκτες ROA, ROE, EPS και μη-επίδραση του δείκτη NPM. Σε στατιστικούς αριθμούς οι μέσοι όροι ROA, ROE και EPS μειώθηκαν δραματικά
Sujud and Hachem (2018)	Επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην απόδοση των τραπεζών του Λιβάνου		ROA ROE EPS	Θετική επίδραση συσχέτισης των τριών μεταβλητών
Putra et al. (2018)	Η επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στη χρηματοοικονομική απόδοση και την απόδοση των μετοχών των τραπεζών της Ινδονησίας		ROA OER/Operational Efficiency Ratio (total operating cost/total income) NPL/Non performing loan NIM/Net Interest Margin LDR/Loan to Deposit Ratio CAR/Cumulative Abnormal Returns	Αύξηση δεικτών απόδοσης ROA, OER, NPL, NIM, και LDR μετά την εξαγορά. Το τεστ σημαντικότητας κατέδειξε σύνδεση δεικτών απόδοσης πριν και μετά την εξαγορά. Ο δείκτης CAR δεν κατέδειξε στατιστική σημαντικότητα
Phukon et al. (2019)	Αντίκτυπος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις οικονομικές επιδόσεις επιλεγμένων αεροπορικών εταιρειών στην Ινδία		Current Ratio Quick Ratio Interest Cover Gross Profit Margin Operating Profit Margin Net Profit Margin Earnings per share Inventory Turnover	Υπερτερούν τα αρνητικά οικονομικά σημεία στον έλεγχο των μεταβλητών

2.8.6 Στατιστική και Οικονομική Σημαντικότητα (Statistical and Economic Significance)

Πέραν της εξερεύνησης της συσχέτισης των μεταβλητών στην διεθνή βιβλιογραφία είναι καταγραμμένη ως σημαντικό γεγονός η στατιστική ανάλυση της οικονομικής σημαντικότητας πέραν της στατιστικής σημαντικότητας. Οι πιο κάτω ερευνητές καταγράφουν και επεξηγούν αυτό το γεγονός.

Ο Engsted (2009) στο ερευνητικό του άρθρο με θέμα την σύγκριση στατιστικής σημαντικότητας και οικονομικής σημαντικότητας (statistical significance vs. economic significance) καταγράφει ότι οι δοκιμές σημαντικότητας είναι χρήσιμα εργαλεία και σε αυτές τις περιπτώσεις ένα στατιστικό μοντέλο χρησιμεύει ως προπομπός στην ποσοτικοποίηση ενός οικονομικού μοντέλου. Περαιτέρω καταγράφεται ότι η προβλεψιμότητα της στατιστικής σημαντικότητας έθεσε τις βάσεις για μελλοντικές έρευνες ως προς την προβλεψιμότητα της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων.

Οι Acharya and Pedersen (2005) κατέδειξαν την οικονομική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων ως προς την σημασία του να εξεταστεί ο κίνδυνος ρευστότητας.

Ο Mitton (2021), στο συγγραφικό του έργο με θέμα την οικονομική σημαντικότητα στα εταιρικά χρηματοοικονομικά (Economic Significance in Corporate Finance), καταγράφει την εφαρμογή της οικονομικής σημαντικότητας διαμέσου της εφαρμογής παλινδρόμησης η οποία περιλαμβάνει εξαρτημένες μεταβλητές και μεταβλητές ελέγχου. Ακολουθώντας αυτές τις κατευθυντήριες γραμμές και δίνοντας μεγαλύτερη προσοχή στην αξιολόγηση της οικονομικής σημασίας των εμπειρικών αποτελεσμάτων, μπορούμε να αυξήσουμε την κατανόηση μας για τη σημασία των ευρημάτων στην έρευνα για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

2.8.6.1 Εφαρμογή Μοντέλου Προβλεψιμότητας (Forecasting Application)

Η εφαρμογή μοντέλου προβλεψιμότητας ως έχει καταδειχθεί πιο πάνω από ερευνητές αποτελεί μέρος της εκτίμησης της οικονομικής σημαντικότητας. Αρκετοί ερευνητές έχουν εφαρμόσει μοντέλο προβλεψιμότητας για την πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων. Οι Fama and French (2000) ερεύνησαν την προβλεψιμότητα της κερδοφορίας, οι Ackert and Athanassakos (2003) ερεύνησαν την προβλεψιμότητα των κερδών ανά μετοχή, οι How et al. (2005) και οι Tehranian et al. (2014) ερεύνησαν την επίδραση του περιβάλλοντος στην προβλεψιμότητα των εταιρικών κερδών, οι Kallunki et al. (2009), ερεύνησαν την μελλοντική κερδοφορία στον τομέα των τεχνολογικών Ε&Σ με βάση την τρέχουσα αγοραία αξία, οι Hsieh et al. (2011) ερεύνησαν την προβλεψιμότητα της αρχικής δημόσιας προσφοράς (Initial Public Offer), και ο Nam (2019) ερεύνησε την προβλεψιμότητα των κερδών με βάση την ποιότητα των εμπειρικών κερδών.

Οι Li et al. (2018) στην ερευνητική εφαρμογή της οικονομικής σημαντικότητας (economic significance) σε δείγμα εξαγορών στην Αμερική την περίοδο 1994-2014 κατέγραψαν ότι εάν αυξηθεί η τυπική απόκλιση κατά μία μονάδα στο κεφάλαιο τα συσσωρευμένα ανώμαλα κέρδη (cumulative abnormal returns) θα αυξηθούν κατά 1,41% και ο ROA κατά 1,52%.

Εμπειρική περίπτωση: η προβλεψιμότητα είναι αναπόσπαστο μέρος της οικονομικής διεύθυνσης κάθε οργανισμού. Σε οργανισμό ο οποίος κατέχει αριθμό ξενοδοχειακών μονάδων σε παγκύπρια βάση από τη θέση του CFO του Ομίλου είχα αναπτύξει τη προβλεψιμότητα της λειτουργικής κερδοφορίας σε πρόγραμμα excel με βάση το μοντέλο μεταβλητών, με βασικό άξονα την μεταβλητή ελέγχου που ήταν το ποσοστό πληρότητας των ξενοδοχειακών μονάδων. Η μεταβλητή ελέγχου είχε επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή της λειτουργικής κερδοφορίας που ήταν το αποτέλεσμα της απλής λογιστικής εξίσωσης «λειτουργική κερδοφορία = καθαρά έσοδα – κόστος πωλήσεων – λειτουργικά έξοδα». Όλα τα έσοδα και έξοδα (σταθερά/μεταβλητά) είχαν συνδεθεί με φόρμουλες σε συσχέτιση με το ποσοστό πληρότητας κάθε ξενοδοχειακής μονάδας. Συνεπώς, μπορούσε να προβλεφθεί η λειτουργική κερδοφορία με μεγάλη ακρίβεια και το πλεονέκτημα που μας έδινε το μοντέλο πρόβλεψης ήταν ότι μπορούσαμε να δίνουμε πακέτα εκπτώσεων για να επιτευχθεί η μέγιστη πληρότητα όπου ήμασταν σε θέση να προϋπολογίζουμε τις τιμές προσφοράς στους τουριστικούς πράκτορες και κατ' επέκταση να προϋπολογίζεται η λειτουργική κερδοφορία. Σημειώνεται ότι ο προϋπολογισμός (forecasting) αναπτύχθηκε σε μοντέλο μέχρι την λειτουργική κερδοφορία γιατί το κόστος χρηματοδότησης δεν είχε σχέση με την πληρότητα των ξενοδοχειακών μονάδων. Η ανάπτυξη του μοντέλου ήταν αποτέλεσμα μελέτης των ιστορικών οικονομικών δεδομένων και η εξαγωγή στατιστικής συσχέτισης κάθε εσόδου και εξόδου σε σχέση με την πληρότητα.

2.8.7 Εκτίμηση Ε&Σ διαμέσου Μοντέλου Μεταβλητών

Πιο κάτω παρατίθεται σε πίνακα η συνοπτική παρουσίαση αποτελεσμάτων των λογιστικών δεικτών (μεταβλητές) με βάση τα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας:

Πίνακας 2-6: Αποτελέσματα Μεταβλητών (Λογιστικοί Δείκτες) Διεθνούς Βιβλιογραφίας

Συγγραφέας	Μεταβλητή - Λογιστικός Δείκτης	Βελτίωση Μετά την Εξαγορά	Επιδείνωση Μετά την Εξαγορά
Lemonakis et al. (2016)	ROA, NPL, DR, CR	X	X
Abdulwahab and Ganguli (2017)	ROA ROE CR		X X X
Yanan et al. (2016)	ROE NPM EPS Sales Growth	X X X X	
Jallow et al. (2017)	ROA ROE EPS		X X

	NPM		X
Putra et al. (2018)	ROA		X
	DR		X
Sujud and Hachem (2018)	ROA	X	
	ROE	X (Y1-Y3)	X (Y4)
	EPS	X (Y1,Y2,Y4)	X(Y4)

Συνεπώς διαμέσου της εκτεταμένης μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο πεδίο της χρηματοοικονομικής απόδοσης των Ε&Σ, εξάγεται το πιο κάτω κρίσιμο ερώτημα:

Ερευνητικό Ερώτημα 4: Πέτυχαν οι εξαγορές αύξηση της αξίας των μετόχων διαμέσου της χρηματοοικονομικής απόδοσης;

2.9 Διοικητική Μέτρηση Απόδοσης Ε&Σ σύμφωνα με τους Ανώτερους Διευθυντές

Έρευνα της KPMG (1999) σε ΕΕ, ΗΠΑ και Μεγάλη Βρετανία κατέδειξε ότι το 83% των Ε&Σ απέτυχαν να προσδώσουν αξία στους οργανισμούς. Παρόμοια έρευνα της KPMG (2001) κατέδειξε μια αύξηση της αξίας των μετόχων στο 30% σε σύγκριση με το 17% της προηγούμενης έρευνας του 1999. Το παράδοξο και στις δύο έρευνες, είναι ότι οι συμμετέχοντες απάντησαν ότι πέτυχαν αύξηση στην αξία των μετόχων με ποσοστά 82% για το 1999 και 75% για την έρευνα του 2001. Αυτό είναι ένα παράδειγμα ότι τα ερωτηματολόγια που συμπληρώνονται από ανώτερα στελέχη έχουν υποκειμενικά στοιχεία τα οποία διαφέρουν από την πραγματικότητα. Συνεπώς οι διασταυρώσεις των πληροφοριών είναι σημαντικές για να μπορεί οποιαδήποτε έρευνα να έχει ισχύ και αξιοπιστία.

Οποιαδήποτε μορφή και να έχουν οι Ε&Σ υπάρχουν κάποια σημεία τα οποία είναι αδιαμφισβήτητα ως προς τη συνεισφορά τους στην επιτυχία. Οι Moeller and Brady (2009) χαρτογράφησαν τα πιο κάτω σημεία τα οποία είναι μέρος ενός ολοκληρωμένου πλάνου. Αναφέρονται τα πιο κύρια:

- **Προετοιμασία Πλάνου στην Προ-Συγχώνευση Φάση:** Επιβάλλεται η οργάνωση και σχεδιασμός της όλης διαδικασίας. Χρειάζεται η συλλογή πληροφοριών και για τον στοχευόμενο οργανισμό. Είναι αυτονόητο ότι δεν μπορεί να απορροφηθεί όλη η γνώση αλλά σίγουρα θα δώσει περισσότερο φως για τη θέση του άλλου οργανισμού σε θέμα περιβάλλον, ανταγωνισμό, κουλτούρα κλπ.
- **Διατήρηση Υφιστάμενου και Νέου Πελατολογίου:** Είναι θεμελιώδης αρχή η διατήρηση του υφιστάμενου και νέου επιπρόσθετου πελατολογίου ως αποτέλεσμα της Ε&Σ. Αυτή η ενέργεια θα βοηθήσει στην περαιτέρω αύξηση και

ενδυνάμωση του πελατολογίου, γιατί με τυχόν απώλεια ίσως αρχίσει η συρρίκνωση με καταλυτικές συνέπειες.

- **Θετικότητα στη Νέα Εταιρεία:** Είναι παραδεχτό ότι σε πιθανές αλλαγές στους οργανισμούς οι υπάλληλοι αντιστέκονται, εξού και η χαρακτηριστική φράση «resistant to change / αντίσταση στην αλλαγή». Επιβάλλεται να καλλιεργηθεί πνεύμα συνεργασίας και θετικότητας με στόχο την ενδυνάμωση της νέας εταιρείας προς όφελος όλων (Damawan and Azizah, 2020).

Τίποτα δεν μπορεί να εγγυηθεί την επιτυχία των Ε&Σ. Τις σημαντικές αποφάσεις τις παίρνει ο ανθρώπινος παράγοντας (Chatterjee et al., 2021). Γι' αυτό όλα εξαρτώνται από τις ομάδες οι οποίες εμπλέκονται στην Ε&Σ, στο πόσο καταρτισμένες είναι ώστε να φέρουν σε πέρας το δύσκολο έργο τους. Η επιτυχία είναι επιβράβευση προς όλους τους συμμετέχοντες με απώτερους δέκτες τους μετόχους οι οποίοι εμπιστεύονται τα κεφάλαια τους να τα διαχειρίζονται τα διευθυντικά στελέχη.

Οι McDonald et al. (2008), στην έρευνα τους έθεσαν την κριτική ερώτηση «Πώς επιτυγχάνεται η Αποτελεσματικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ) σε σχέση με την Απόδοση των Ε&Σ». Η απάντηση, διάμεσου της έρευνας τους, ήταν η ανεξαρτησία του ΔΣ από τις διοικητικές πράξεις των μανάτζερ ώστε να αποφευχθεί το σύνδρομο της θεωρίας «principal & agent theory». Αυτή η θεωρία έχει μοντελοποιηθεί γιατί διαχρονικές επιστημονικές μελέτες κατέδειξαν ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι μανάτζερ λειτουργούσαν προς ίδιον όφελος και όχι των μετόχων. Συνεπώς είναι σημείο αναφοράς ως προς την επιτυχία των Ε&Σ η ανεξαρτησία του ΔΣ όμως και κατά τους ερευνητές χρειάζεται περισσότερη μελέτη για να διαφανούν τα πραγματικά κίνητρα. Οι ερευνητές πέραν της ανεξαρτησίας υπέδειξαν ακόμα ένα σημαντικό σημείο, την εμπειρογνωμοσύνη στον τομέα των Ε&Σ του ΔΣ, ώστε να μπορεί να καθοδηγεί τους μανάτζερ (Suh et al., 2013).

Η πιο πάνω κριτική παράθεση διατυπώνεται και στο έργο των Galpin and Herndon (2007) οι οποίοι κάνουν αναφορά στη χαρακτηριστική φράση του Ken Goldberg ως ανώτερου διευθυντικού στελέχους εταιρείας παροχής υπηρεσιών (corporate development): «Είμαστε έτοιμοι να διαθέσουμε τη διευθυντική ομάδα με στόχο την επιτυχία της Ε&Σ από την αρχή μέχρι το τέλος. Έχουμε εργαστεί στη διαδικασία και έχουμε πείσει τη διευθυντική ομάδα και το διοικητικό συμβούλιο ότι μπορούμε να εκτελέσουμε με επιτυχία τις εξαγορές ώστε να αποδώσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα». Συνεπώς, δεν είναι τυχαίο στον κόσμο των επιχειρήσεων και της παγκόσμιας οικονομίας ότι ο ανθρώπινος παράγοντας έχει εκτιμηθεί ως πιο σημαντικός στρατηγικός πόρος των οργανισμών.

Οι Nga and Kamolrat (2007) στο ερευνητικό τους έργο ως προς τα σημεία κλειδιά της επιτυχίας των Ε&Σ, κατέγραψαν τα ακόλουθα: οργάνωση ξεκάθαρου πλάνου με υποχρεώσεις, στόχοι και σκοπός, ορισμός ηγέτη του έργου, ορισμός ομάδας υλοποίησης του έργου, επικοινωνία όλων των εμπλεκόμενων με ανταλλαγή πληροφοριών, οριοθέτηση χρονοδιαγράμματος υλοποίησης, τιμή Ε&Σ, σχέδιο χρηματοδότησης, και υπολογισμός ρίσκου Ε&Σ.

Πέραν από την επιτυχημένη Ε&Σ η ζωή σε έναν οργανισμό δεν σταματά ποτέ. Οι οργανισμοί είναι ζωντανοί και κάποιοι λειτουργούν εφτά μέρες την εβδομάδα, τριάντα/τριάντα μία μέρες του μήνα και τριακόσιες εξήντα πέντε/έξι ημέρες τον χρόνο. Τέτοιους οργανισμούς συναντούμε στον τομέα των υπηρεσιών όπως αεροδρόμια, αεροπορικές εταιρείες, και ξενοδοχεία σε ετήσια βάση. Η επιτυχία σε διαχρονική βάση των Ε&Σ σε αυτούς τους τομείς εξαρτάται από τους μηχανισμούς πληροφόρησης. Τέτοιοι μηχανισμοί κατά τον Kenny (2009) είναι η παραγωγή πληροφόρησης από το ανώτερο στο χαμηλότερο επίπεδο. Όμως το πιο σημαντικό μέρος της υλοποίησης των Ε&Σ είναι το στρατηγικό μανάτζμεντ γιατί αποτελεί το πρώτο βήμα σε οποιαδήποτε Ε&Σ και η οργάνωση πλάνου με ξεκάθαρους στόχους, σκοπούς και υποχρεώσεις.

Οι Rodríguez-Sánchez (2020) μελετώντας το διοικητικό μέρος από πλευράς διεύθυνσης ανθρώπινου δυναμικού του τομέα των Ε&Σ, που διαχρονικά μέχρι το 2015 είχαν αναπτυχθεί διάφορα θεωρητικά μοντέλα, χαρτογράφησαν το ακόλουθο πλαίσιο ως προς την εκτίμηση της απόδοσης και ενσωμάτωσης των Ε&Σ στο διοικητικό μέρος: (α) εφαρμογή δέουσας επιμέλειας και πλάνου διοίκησης ανθρώπινου δυναμικού, (β) πλάνο ενσωμάτωσης Ε&Σ, (γ) πλάνο επικοινωνίας, και (δ) πλάνο εκμάθησης.

2.9.1 Θεωρία Συσχέτισης Μετόχου & Διευθυντών (Principal and Agent Theory) και Θετική Λογιστική Θεωρία (Positive Accounting Theory/PAT)

Αρκετοί ερευνητές στο παρελθόν έχουν ερευνήσει τα κίνητρα των ανώτερων διευθυντικών στελεχών σε σχέση με τις προσωπικές τους απολαβές υπό μορφή μπόνους προς επίτευξη στόχου και περαιτέρω έχουν ερευνήσει τις λογιστικές πρακτικές τις οποίες εφάρμοσαν για να εξυπηρετήσουν στον στόχο τους. Συνεπώς πιο κάτω διενεργείται μελέτη της διεθνούς βιβλιογραφία σε δύο μέρη αλληλένδετα ως ακολούθως: (1) μελέτη συσχέτισης απολαβών μπόνους και θεωρίας συσχέτισης μετόχου & διευθυντή (principal agent theory), και (2) μελέτη της θεωρίας PAT ως προς τις λογιστικές πρακτικές για την μεγιστοποίηση των κερδών προς όφελος των διευθυντών (Shil, 2014; Kullab and Yab, 2018; Gilles et al., 2020; Maama and Mkhize, 2020)

2.9.1.1 Θεωρία Συσχέτισης Μετόχου & Διευθυντών (Principal and Agent Theory)

Η σχέση μετόχου και διευθυντή επεξηγείται σε πρόσφατη βιβλιογραφία από τους ερευνητές Srivastava and Baag (2020) όπου ο μέτοχος ενός οργανισμού συμβάλλεται με μία εργασιακή συμφωνία με ένα διευθυντή για να διοικήσει τον οργανισμό προς όφελος του μετόχου και δεν θα ενεργήσει ο διευθυντής προς όφελος του ίδιου.

Οι Aggarwal and Samwick (1999) ερευνώντας την σχέση μετόχων και διευθυντών με βάση το μοντέλο principal-agent το 1995 σε μεγάλο δείγμα εκτελεστικών διευθυντών κατέγραψαν ότι οι απολαβές των εκτελεστικών διευθυντών σχετίζονται με την απόδοση/κερδοφορία και ανταγωνισμό.

Οι Datta et al. (2001), σε έρευνα με πεδίο τις απολαβές των ανώτερων διευθυντικών στελεχών σε σχέση με τις αποφάσεις εξαγορών, καταγράφουν δυνατή συσχέτιση απολαβών και αποφάσεων εξαγορών. Ως κίνητρα καταγράφονται η προσφορά μετοχών και η απόδοση με βάση την τιμή της μετοχής. Ως δυνατό σημείο καταγράφεται ότι οι υψηλά αμειβόμενοι μάνατζερ επιτυγχάνουν μειωμένες πληρωμές υπέρ το άρτιο (premium) εξαγορές. Παρόμοια μελέτη έγινε και από τους Rajgopal and Shevlin (2002) η οποία κατέδειξε ότι τα χρηματικά κίνητρα επενεργούν στις αποφάσεις των μάνατζερ με στόχο τη μείωση του κινδύνου.

Έρευνα των Graham and Puri (2013) με πεδίο την συμπεριφορά των ανώτερων εκτελεστικών διευθυντών (CEO), εφάρμοσε ψυχομετρικά τεστ καταδεικνύοντας ότι οι Αμερικάνοι CEO διαφέρουν από τους μη Αμερικάνους ως προς τις υποκειμενικές στάσεις των. Στην έρευνα καταγράφηκε ότι η αισιοδοξία και η αποφυγή εταιρικών κινδύνων σχετίζονται με τις οικονομικές πολιτικές και επιπλέον η αποτροπή κινδύνου και η χρονική προτίμηση εκτέλεσης των εξαγορών σχετίζονται με το πακέτο απολαβών τους.

Οι Cao et al. (2019) ερεύνησαν τη συμμετοχή της σύνθεσης των ΔΣ όπου συμμετείχαν και ξένοι ανώτεροι διευθυντές σε αποφάσεις E&Σ και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αντιπροσώπευση επίδρασε αρνητικά στην κερδοφορία των E&Σ λόγω διαφορετικής κουλτούρας. Η έρευνα διεξήχθη την περίοδο 1996-2013 από δείγμα 1411 μεγάλων δημόσιων οργανισμών στην Αμερική.

Έρευνα των Li et al. (2020) στην Κίνα κατέδειξε ότι η κεφαλαιουχική δομή της εταιρείας στόχου με την συμμετοχή ανώτερων διευθυντικών στελεχών δεν είχε θετική επίδραση τον πρώτο χρόνο στην απόδοση όμως είχε αρνητική επίδραση στα επόμενα έτη. Η έρευνα διεξήχθη την περίοδο 2013-2017 και αφορούσε εταιρείες της Κίνας όπου εκτελούσαν διασυννοριακές E&Σ.

Οι Green and Smith (2021) σε έρευνα πως αποτιμάται η εμπειρία στις E&S των ανώτερων διευθυντικών στελεχών (senior managers), κατέγραψε ότι η εμπειρία επιβραβεύεται από την αγορά εργασίας με μεγαλύτερα οικονομικά οφέλη και καριέρα ως εκτελεστικοί διευθυντές. Παρόμοια έρευνα εντοπίζεται και από την Patrick (2020) όπου καταγράφεται η επιπλέον αμοιβή στους CEO ως κίνητρο στην επιτυχία των E&S με στόχο την πραγματοποίηση οικονομικών κλίμακας.

Εμπειρική περίπτωση E&S: ο διευθυντής εξαγορασθείσας εταιρείας στον οποίο δεν δόθηκαν κίνητρα μετά την εξαγορά, εργάστηκε ένα χρόνο αναπτύσσοντας ισχυρή προσωπική σχέση με τους πελάτες και με την αποχώρηση του στον χρόνο ίδρυσε δική του εταιρεία παίρνοντας μαζί του μεγάλο μέρος του πελατολογίου. Το γεγονός ήταν απόρροια της μη ικανοποιητικής προσφοράς κινήτρων στον διευθυντή στην μετά εξαγορά περίοδο, όπου προέβλεψε ότι δεν είχε προοπτική στη νέα τάξη πραγμάτων.

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση της παρούσας υποενότητας καταγράφεται η σημαντικότητα και συνεισφορά των CEO στην εκτέλεση των εξαγορών στα ακόλουθα: υποκειμενικές ή αντικειμενικές εκτιμήσεις απόδοσης, εμπειρία στις E&S, προετοιμασία πλάνου πριν και μετά την εξαγορά, κίνητρα, και στόχοι.

2.9.1.2 Θετική λογιστική θεωρία (Positive Accounting Theory/PAT)

Ο Mouck (1992) αναλύει την PAT την οποία ανέπτυξαν οι Watts and Zimmerman το 1986. Με τον φακό της PAT η ιστορία είναι «πώς ο κόσμος είναι» με κανόνες και λογιστικές πρακτικές και «πώς ο κόσμος θα είναι» χωρίς κανονισμούς. Οι βασικοί χαρακτήρες στην PAT είναι επενδυτές, μάνατζερ, ελεγκτές και πολιτικοί. Οι Watts and Zimmeraman καταγράφουν ότι οι ελεγκτές εδώ και 600 χρόνια εργάζονται χωρίς επίβλεψη και η φήμη των μάνατζερ καθοδηγείται από την αγορά με βάση τα επιτεύγματα τους. Γεγονότα τα οποία συμβαίνουν χωρίς τη ρύθμιση με βάση τις λογιστικές πρακτικές. Την PAT εφάρμοσε η κυβέρνηση Ρήγκαν στις ΗΠΑ.

Οι Watts και Zimmerman κατέγραψαν ότι «..σκεπτικό για την ανάλυση της λογιστικής θεωρίας σε μια κανονιστική προσέγγιση ήταν πολύ απλό και δεν παρείχε ισχυρή θεωρητική βάση. Για να μειώσουν το χάσμα στην κανονιστική προσέγγιση, οι Watts και η Zimmerman ανέπτυξαν μια θετική προσέγγιση που προσανατολιζόταν περισσότερο προς την εμπειρική έρευνα και δικαιολογούσε διάφορες λογιστικές τεχνικές ή μεθόδους που χρησιμοποιούνται τώρα ή αναζητούσαν νέα μοντέλα για την ανάπτυξη της λογιστικής θεωρίας στο μέλλον» (Nasution et al., 2018).

Η PAT προϋποθέτει κατ' αρχάς ότι ο σκοπός της λογιστικής θεωρίας είναι να εξηγήσει και να προβλέψει τις λογιστικές πρακτικές. Η PAT επιδιώκει να εξηγήσει μια

διαδικασία, η οποία χρησιμοποιεί την ικανότητα, την κατανόηση και τη γνώση της λογιστικής και τη χρήση λογιστικών πολιτικών που είναι πιο κατάλληλες για την αντιμετώπιση ορισμένων προϋποθέσεων στο μέλλον (Nasution et al., 2018).

Η PAT βασίζεται σε τρεις βασικές υποθέσεις που είναι: (α) η υπόθεση του σχεδίου μπόνους, (β) η υπόθεση χρέους/ιδίων κεφαλαίων και (γ) η υπόθεση πολιτικού κόστους (Sinha, 2008; Nasution et al., 2018). Η ερμηνεία των εν λόγω υποθέσεων είναι η ακόλουθη: (α) υπόθεση σχεδίου μπόνους: διευθυντές με βάση πλάνο αμοιβής μπόνους σε σύνδεση με την απόδοση κερδών και αύξηση εισοδημάτων είναι πιο πιθανό να επιλέξουν λογιστικές πολιτικές που οδηγούν σε αύξηση του τρέχοντος εισοδήματος, έτσι μπορεί να είναι σε θέση να αυξήσουν τα μπόνους τους, (β) υπόθεση χρέους/ιδίων κεφαλαίων: οι διευθυντές διαχειρίζονται λογιστικές πρακτικές οι οποίες έχουν σχέση με τους δείκτες χρέους και είναι πιθανό να επιλέξουν λογιστικές πολιτικές που αυξάνουν αυτούς τους δείκτες μειώνοντας έτσι την πιθανότητα τεχνικής αθέτησης, και (γ) υπόθεση πολιτικού κόστους: οι διευθυντές είναι πιθανό να επιλέξουν λογιστικές πολιτικές που να μειώνουν τα έσοδα με στόχο να αναβάλουν το εν λόγω πολιτικό κόστος για να αποφύγουν πιθανή ρύθμιση, αυξάνοντας έτσι τις ταμειακές ροές τους (Kullab and Yan, 2018).

Η Bisman (2010) σε ερευνητικό της άρθρο έθεσε ότι, παρά την αύξηση ερμηνευτικών διευκρινιστικών (interpretivist) προσεγγίσεων, η λογιστική και χρηματοοικονομική έρευνα υπήρξε και εξακολουθεί να κυριαρχείται από την έρευνα αντικειμενικής οντολογίας (objective ontology). Παράδειγμα είναι οι έρευνες από κορυφαία περιοδικά με χρηματοοικονομικά και λογιστικά θέματα, όπου καταδεικνύεται ότι η πλειονότητα των άρθρων έχουν ως θεμελιώδη αρχή τη χρηματοοικονομική και θετική λογιστική θεωρία (positive accounting theory).

Οι Omran and El-Galfy (2014) στην έρευνα τους καταδεικνύουν τα θετικά σημεία της PAT και σημειώνουν ότι οι μάνατζερ προβάλλουν με λεπτομέρεια την φύση των λογιστικών μεθόδων που χρησιμοποιούν. Στην θεωρία μετόχων/διευθυντών (Agency Theory) οι μάνατζερ επικεντρώνονται στα οφέλη των διαμέσου μπόνους, μετοχές και άλλα ωφελήματα εκτός αν οι αποφάσεις των περιορίζονται από εσωτερικούς και εξωτερικούς ελέγχους. Στον αντίποδα τα πιο πάνω ωφελήματα σύμφωνα με την PAT επιθεωρούνται μέσα από τον έλεγχο υποθέσεων. Στα συμπεράσματα των Omran and El-Galfy (2014) καταγράφεται ότι η PAT είναι πιο εφαρμόσιμη σε ιδιωτικούς οργανισμούς που έχουν στόχο προτεραιότητας την μεγιστοποίηση των κερδών.

Οι Nasution et al. (2018), Silva et al. (2019) και Wiratama and Asri (2020) καταγράφουν ότι η PAT από πλευράς διευθυντών εφαρμόζεται και καθορίζει τις λογιστικές

πολιτικές για να μεγιστοποιεί το συμφέρον τους όπου μία εκ των υποθέσεων της PAT αφορά το σχέδιο μπόνους των διευθυντών. Συνεπώς, κρίνεται η στάση της διοίκησης των οργανισμών στην υιοθέτηση των λογιστικών προτύπων σε πεδία τα οποία επηρεάζεται η κερδοφορία με στόχο την υιοθέτηση τέτοιων λογιστικών πολιτικών προς επίτευξη μεγαλύτερων κερδών και κατά συνέπεια υψηλότερων μπόνους. Οι Nasution et al. (2018) καταλήγουν στην αρθρογραφία τους ότι PAT θα αποτελεί πάντα μέρος των λογιστικών ερευνών και μία από τις επιλογές της διοίκησης όσον αφορά τις λογιστικές πολιτικές για τη μεγιστοποίηση του δικού τους συμφέροντος. Οι Silva et al. (2019) καταγράφουν στην έρευνα τους «Παρά την υποτιθέμενη τάση των διευθυντικών στελεχών να επιλέγουν λογιστικές μεθόδους που ταιριάζουν στα συμφέροντά τους και διασφαλίζουν την προσωπική τους ευημερία, οι επιλογές τους περιορίζονται από τις επιλογές που είναι διαθέσιμες στο GAAP. Η έρευνα στο πλαίσιο της Θετικής Λογιστικής Θεωρίας έχει εξετάσει τρεις πτυχές των λογιστικών επιλογών: (1) το κίνητρο για να γίνουν, (2) τον χρόνο που γίνονται και (3) τον τρόπο με τον οποίο γίνονται». Σημαντικό σημείο της PAT είναι η επιδίωξη της κατανόησης γιατί οι λογιστικές πρακτικές χρησιμοποιούνται από τους λογιστές σε διαφορετικές περιμέτρους και από διαφορετικές εταιρείες (Wiratama and Asri, 2020).

2.9.1.3 Συμπερασματική Σύνοψη Principal/Agent και PAT

Με βάση την πιο πάνω μελέτη της διεθνούς βιβλιογραφία καταγράφεται η σύνδεση των θεωριών PAT και Principal & Agent στο πεδίο της αμοιβής των διοικητικών στελεχών υπό μορφή μπόνους όπου δημιουργεί κίνητρο στους διευθυντές να μεγιστοποιούν τα κέρδη προς όφελος ιδίων υπό την αμοιβή μπόνους. Έχει καταγραφεί ότι οι συμβάσεις εργασίας μεταξύ μετόχου και διευθυντή δημιουργούν κίνητρα στην διαχείριση των κερδών τα οποία συνδέονται με την απόδοση μπόνους στα διοικητικά στελέχη. Συνεπώς, η θεωρία μέτοχου/διευθυντή (principal agent theory) και η θεωρία PAT ως προς την εφαρμογή λογιστικών πρακτικών από τα διοικητικά στελέχη για την μεγιστοποίηση των κερδών προς απόδοση μπόνους είναι δύο θεωρίες αλληλένδετες (Sun, 2012).

Παρούσα έρευνα : διαμέσου της χρηματοοικονομικής (ανάλυση οικονομικών καταστάσεων) και διοικητικής ανάλυσης (έρευνα ερωτηματολογίου) των αποτελεσμάτων εξάγονται συμπεράσματα για τον ρόλο των διοικητικών στελεχών στο πεδίο των εξαγορών και γίνονται εισηγήσεις προς μελλοντικές έρευνες προκειμένου να διενεργηθεί σε βάθος έρευνα, λόγω του ότι ο βασικός σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η αποτίμηση των εξαγορών και η ανάπτυξη χρηματοοικονομικού μοντέλου μείωσης του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων.

2.10 Ευκαιρίες Οικοδόμησης Αξίας Μετόχων

Οι Harbir and Maurizio (1998) κατέδειξαν στις μελέτες τους, ότι η εξαγωγή γνώσης αναφορικά με τις επιπτώσεις των Ε&Σ, εκλαμβάνεται από την εμπειρία στις Ε&Σ γιατί επενεργεί ως καταλύτης στην απόδοση της μετέπειτα πορείας των οργανισμών. Οι μελετητές για την επιτυχή εκτέλεση των Ε&Σ, υπέδειξαν τις πιο κάτω προϋποθέσεις:

(1) κωδικοποίηση της γνώσης αναφορικά με τις Ε&Σ, τότε μπορεί να διασφαλιστεί και μεγαλύτερος βαθμός επιτυχίας ως προς την οικονομική πτυχή, και

(2) όσο μεγαλύτερη είναι η εμπειρία της εξαγοράζουσας εταιρείας τόσο μεγαλύτερος είναι και ο βαθμός απόδοσης της οικονομικής πτυχής.

Οι Thomson and Strickland (2001) ανέφεραν ότι για να δημιουργηθεί περισσότερη αξία στους μετόχους από τη Ε&Σ πρέπει τα αποτελέσματα των εμπλεκόμενων εταιρειών να παράγουν το αποτέλεσμα ως $1+1=3$, δηλαδή να δημιουργηθούν συνέργειες και οικονομίες κλίμακας όπου το αποτέλεσμα θα είναι πολλαπλάσιο. Επιπλέον των πιο πάνω ωφελημάτων, οι εμπλεκόμενες εταιρείες μπορούν να κερδίσουν διαχρονική κερδοφορία, αύξηση μεριδίου αγοράς και κατά συνέπεια ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Αυτό το γεγονός καταδείχθηκε μέσα από τις διαχρονικές μελέτες ενός από τους σύγχρονους κορυφαίους ερευνητές (Porter, 1987; 1998), που κατέγραψε ότι, όταν επιτυγχάνεται η κοινή χρήση δραστηριοτήτων η οποία οδηγείται από τις κλίμακες οικονομίας τότε επιτυγχάνεται το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και κατ' επέκταση η αύξηση της αξίας των μετόχων.

Οι Hitt et al. (2009) υπέδειξαν ότι, παρόλο που οι Ε&Σ είναι διαχρονικό φαινόμενο με μεγάλη έκταση στην Αμερική και μετέπειτα στη Δυτική Ευρώπη, εμπεριέχουν μεγάλο ρίσκο και συχνά αποτυγχάνουν να δώσουν τα προσδοκώμενα οφέλη. Στην έρευνα τους, κατέληξαν στα πιο κάτω συμπεράσματα:

- (α) οι στοχευόμενες εταιρείες προς εξαγορά πρέπει να επιλέγονται μέσα από έρευνα,
- (β) δεν πρέπει να πληρώνονται υπερτιμημένα ποσά, και
- (γ) πρέπει να στοχεύονται εταιρείες οι οποίες να έχουν συμπληρωματικές ικανότητες και δεξιότητες ώστε να εμπλουτίζουν τις υφιστάμενες του αγοραστή εταιρείες με απώτερο στόχο το πλεονέκτημα της ανταγωνιστικότητας.

Σύμφωνα με τα πιο πάνω συμπεραίνεται ότι οι οργανισμοί/εταιρείες μπορούν να επιτύχουν αύξηση στην αξία των μετόχων, αν δημιουργήσουν κλίμακες οικονομίας, ισχύ στην αγορά (market power) και βελτίωση στις οργανωτικές ικανότητες, ως αποτέλεσμα της στρατηγικής Ε&Σ κυρίως σε συγγενικούς τομείς.

Οι Kim et al. (2011) και οι Michael et al. (2008) τόνισαν τον μέγιστο ρόλο της εμπειρίας της διευθυντικής ομάδας και των συμβούλων ως προς τη συνεισφορά τους στη

διαδικασία της εξαγοράς. Κατέδειξαν ότι ο ρόλος και των δύο είναι καταλυτικός δίνοντας περισσότερη βαρύτητα στον ρόλο των συμβούλων προς την αποφυγή καταστροφικών αποτελεσμάτων από την πληρωμή υπερτιμημένων εταιρειών.

Οι Sacui and Maticiuc (2020) έδειξαν ότι η ανάπτυξη και δημιουργία αύξησης της αξίας των μετόχων περνά διαμέσου της επίτευξης συνεργασιών, η οποία με τη σειρά της περνά διαμέσου της αποτελεσματικής χρήσης των πόρων, του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και της αύξησης των εσόδων.

2.11 Ρίσκο Ε&Σ και Επιπτώσεις στην Αξία των Μετόχων

Οι Ε&Σ δεν παράγουν πάντα το επιθυμητό αποτέλεσμα, σε μερικές περιπτώσεις το προσδοκώμενο αποτέλεσμα είναι πολύ πιο σκληρό από το αναμενόμενο ως προς την αρνητική πλευρά των εξαγορών. Προηγούμενες μελέτες κατέδειξαν ότι οι αναμενόμενες μειώσεις στα κόστη και η κοινή χρήση τεχνογνωσίας δεν υλοποιούνται με αποτέλεσμα το προσδοκώμενο αποτέλεσμα να είναι αρνητικό. Τρανταχτό παράδειγμα κατά τους Thomson and Strickland (2001) είναι οι καταστροφικές εξαγορές της Jaguar από τη Ford, και της Banker Trust από την Deutsche Bank.

Προηγούμενες μελέτες, σχετικά με τον αντίκτυπο των Ε&Σ ως προς την αξία των μετόχων κατέδειξαν ότι μπορεί να είναι θετική ή αρνητική. Ο κύριος σκοπός των σχετικών μελετών είχαν να απαντήσουν στο κύριο ερώτημα: Παρουσιάζει η εξαγοράζουσα εταιρεία καλύτερες επιδόσεις μετά την εξαγορά (Langhe and Ooghe, 2001). Είναι ύψιστης σημασίας να αναφερθούν οι λόγοι αποτυχίας των Ε&Σ οι οποίοι και μεγαλώνουν το ρίσκο της αποτυχίας. Πρόκειται για παράγοντες πολύπλοκους και πολυσύνθετους και χρειάζεται μελέτη, οργάνωση και κατάλληλη χάραξη στρατηγικής και ομάδων δράσης ώστε να μειωθεί το ρίσκο αποτυχίας. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι πιο κάτω: (1) αποτυχία ενσωμάτωσης κοινής εταιρικής κουλτούρας (De Wit and Meyer, 1998; Daft, 2000; Thomson and Strickland, 2001; Carleton and Lineberry, 2004; Rotting, 2007; Jayesh, 2012; Kosonen and Blomqvist, 2013; Yaghoubi et al., 2016; Don et al., 2018) και (2) αποτυχία αποκόμισης συνεργειών και αποτυχία αποκόμισης οικονομιών κλίμακας (Porter, 1998; Daft, 2000; Raju, 2018; Tana et al., 2021),

Οι McCullough and Hoyt (2002) σε ερευνητική τους αρθρογραφία εξέθεσαν τις δυναμικές προοπτικές των Ε&Σ οι οποίες περιλαμβάνουν πεδία όπως ομαλότερα κέρδη, μείωση φορολογικών υποχρεώσεων, μεγαλύτερες προσβάσεις σε εσωτερικές αγορές και νέες δυναμικές στις λειτουργικές δραστηριότητες.

Οι Carleton and Lineberry (2004) στο ερευνητικό τους έργο κατέγραψαν ότι σύμφωνα με το έγκυρο περιοδικό «Fortune magazine, 30 years of M&A» οι οργανισμοί

πέραν από το 3% που χάνουν ως προς τα κεφάλαια των μετόχων, υπάρχουν και άλλες πολύ σημαντικές πτυχές αποτυχίας και αύξησης του ρίσκου ως πιο κάτω:

- Χαμηλή τιμή μετοχής/lower share price: τις τρεις τελευταίες δεκαετίες το 17,5% των συγχωνεύσεων χάνει από την αξία του.
- Πληρωμή υπέρ το άρτιο/excessive acquisition premiums: στην πλειοψηφία τα οφέλη μεταφέρονται μόνο στους μετόχους της εξαγορασθείσας εταιρείας και όχι στον αγοραστή (Jensen, 2005).
- Μείωση κερδοφορίας/decreased profitability: Περί το 60% των Ε&Σ χάνουν από την κερδοφορία για τα επόμενα επτά χρόνια σε ενοποιημένο επίπεδο (consolidation).
- Αλλαγή στην παραγωγικότητα/changes in productivity: Αναφορά των AMS (2001) και Schoar (2002) ότι η παραγωγικότητα από τις Ε&Σ είναι μηδενική σε μεσοσταθμικό όρο (zero on average basis).
- Απώλεια στελεχών κλειδιά/loss of key executives: έρευνες κατέδειξαν ότι διευθυντικά στελέχη κλειδιά μετά την Ε&Σ σε διάστημα τριών χρονών εγκαταλείπουν την εταιρεία (Galpin, 2000).

Οι Sinha et al. (2010) σε έρευνα στην Ινδία που κάλυψε τα έτη 2000 – 2008, μελέτησαν τις επιπτώσεις στις Ε&Σ από τη σκοπιά της οικονομικής αποδοτικότητας. Η μελέτη είχε δύο στάδια, τη χρήση των λογιστικών δεικτών και την αποδοτικότητα στην πριν και μετά Ε&Σ. Η έρευνα κατέδειξε στην πρόσδοση αξίας σε μακροχρόνια βάση αλλά και από την άλλη πλευρά κατέδειξε ότι ποσοστό 64% και άνω, είχε αύξηση του δείκτη χρέους προς μετόχων κεφάλαιο (debt to equity ratio).

Οι Papadakis and Thanos (2010) σε έρευνα τους σχετικά με το πεδίο της απόδοσης με βάση πολλαπλά κριτήρια στο θέμα Ε&Σ στην Ελλάδα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ποσοστό αποτυχίας κυμαίνεται από 50% ως 60%.

Οι Chandera and Widjojo (2012) στην έρευνα τους σχετικά με την αύξηση της αξίας των μετόχων της εταιρείας Geely όταν εξαγόρασε την Volvo, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο αγοραστής Geely, δεν κατάφερε να αυξήσει την αξία των μετόχων για το λόγο ότι οι δύο εταιρείες είχαν διαφορετικά Brands με διαφορετικούς στόχους και αξίες.

Ο Jayesh (2012) σε μελέτη κατέγραψε το ρίσκο της στρατηγικής εξαγορών και τους λόγους αποτυχίας και εξέθεσε ως αποτυχία τους εξής λόγους: (1) η αύξηση του ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο από μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες, και (2) η φιλελευθεροποίηση και οι δραματικές τεχνολογικές αλλαγές.

Ο Ferguson (2012) ο οποίος βραβεύτηκε με Oscar για το ντοκιμαντέρ «Insider Job» σε πρόσφατη έρευνα του στην Αμερική αναφέρει επί λέξει « ... η Countrywide πωλήθηκε

στην Bank of America ... το 2008». Αυτή η εξαγορά θα αποδεικνυόταν ένα σφάλμα που η Bank of America πλήρωσε ακριβά, καθώς της προκάλεσε πρόσθετες απώλειες πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2012 οι απώλειες και οι νομικές υποχρεώσεις της Countrywide ήταν τόσο μεγάλες ώστε να απειλήσουν τη βιωσιμότητα της Bank of America. Παρόλο που οι στατιστικές παγκόσμια καταδεικνύουν πιο ελκυστικές τις εξαγορές σε συγγενικούς τομείς, όμως εμπερικλείουν τεράστιους κινδύνους αν δεν διενεργηθεί ορθολογιστική έρευνα σε βάθος από έμπειρη ομάδα τεχνοκρατών.

Οι Hongjiu et al. (2019) μελετώντας το ρίσκο των Ε&Σ ως προς την επιτυχία ή την αποτυχία, καταδεικνύουν ότι είναι πολύ σημαντικό να αξιολογηθεί η επιτυχία ή αποτυχία με εφικτή και διαθέσιμη μέθοδο, γιατί η ανάλυση η οποία βασίζεται σε ασαφή πληροφορία δεν αξιολογεί με αξιοπιστία τους κινδύνους των Ε&Σ.

Οι Kyriazopoulos et al. (2020), με πεδίο έρευνας τις Ε&Σ τον τραπεζικό τομέα στην Ελλάδα έθεσαν από πλευράς διοίκησης την εφαρμογή διαδικασίας εντοπισμού ρίσκου Ε&Σ σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Περαιτέρω επικαλέστηκαν τους Barth et al. (2004) οι οποίοι κατέγραψαν τη διεθνοποίηση της επέκτασης του τραπεζικού τομέα με το ρίσκο αποτυχίας να έχει αυξηθεί δραματικά. Την εφαρμογή διοίκησης και εντοπισμού ρίσκου εισηγήθηκαν και οι Hsu et al. (2019) στο πεδίο έρευνας των διασυνοριακών Ε&Σ με στόχο την υιοθέτηση αποτελεσματικής διαδικασίας ελέγχου των Ε&Σ όπου τα ρίσκα αφορούν το στρατηγικό, χρηματοοικονομικό και οργανωτικό μέρος.

Με βάση τις πιο πάνω δημοσιευμένες μελέτες διαπιστώνεται ότι ο κόσμος των Ε&Σ δεν είναι αγγελικά πλασμένος. Μπορεί δύο κερδοφόρες εταιρείες να συγχωνευτούν διαμέσου εξαγοράς ή συγχώνευσης και να αποτύχουν. Οι παράμετροι της αποτυχίας που υποδείχτηκαν από τους ερευνητές είναι πολλές, όπως η κουλτούρα, τα διαφορετικά επίπεδα ανταγωνισμού, η αποτυχία αποκόμισης συνεργειών & κλιμάκων οικονομίας, και οι οικονομικές κρίσεις. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η αύξηση στην κερδοφορία από τις Ε&Σ δεν συνεπάγεται και αυτόματα αύξηση ρευστότητας. Η επιτυχία των Ε&Σ είναι συνδυασμός παραμέτρων γι' αυτό πάντα τονίζουμε ότι η επιτυχία είναι αποτέλεσμα οργάνωσης και εκτέλεσης μιας δυνατής ομάδας. Περαιτέρω διαπιστώνεται ότι τα ποσοστά επιτυχίας ή αποτυχίας διαφέρουν σε κάθε μελέτη γεγονός που καταδεικνύει τη διαφορετικότητα της κάθε χώρας. Όμως από την άλλη πλευρά σημειώνουμε ότι δεν ξεκινούμε από σημείο μηδέν στο θέμα της έρευνας στις Ε&Σ, γιατί σε αρκετά σημεία οι ερευνητές συμφώνησαν ως προς την επιτυχία ή αποτυχία, όπως την διενέργεια δέουσας επιμέλειας (due diligence) σε βάθος σε πολλαπλούς τομείς την εμπειρία της ομάδας

ανάμειξης στην Ε&Σ, στην κουλτούρα και σε άλλα σημεία τα οποία θα αναπτυχθούν στην παρούσα ερευνητική μελέτη (Bjagwan et al., 2018).

2.12 Ρίσκο Αποτυχίας Αύξησης της Αξίας των Μετόχων ή και Χρεοκοπίας Ε&Σ

Προηγούμενες μελέτες κατέδειξαν ότι οι Ε&Σ σε αρκετές περιπτώσεις ήταν αρνητικές για την αξία των μετόχων (Graham et al., 2002). Όπως καταγράφηκε στην προαναφερθείσα βιβλιογραφία, υπάρχει μεγάλο ρίσκο στις Ε&Σ. Όπως καταδείχθηκε, οι κύριοι λόγοι της αποτυχίας είναι: (1) η εξαγορά σε υπερτιμημένη τιμή και (2) η αποτυχία δημιουργίας συνεργειών. Αυτό το γεγονός καταγράφεται από τους De Wit and Meyer (2001), όπου κατέδειξαν ότι μεταξύ των ετών 1993 και 1995 οι εξαγοράζουσες εταιρείες έχασαν το 10% της επένδυσης τους. Συνεπώς με βάση τις προηγούμενες έρευνες και βιβλιογραφία καταδεικνύεται η πολυπλοκότητα των Ε&Σ όπου χρήζει περαιτέρω μελέτης σε πολλαπλές πτυχές.

Οι Martin and Sayrak (2003) καταγράφουν στην έρευνα τους ότι οι οικονομολόγοι αναλώθηκαν τις τελευταίες δύο δεκαετίες στο πεδίο των Ε&Σ στη συγκέντρωση στοιχείων τα οποία καταστρέφουν την αξία των μετόχων. Ένα από τα καταληκτικά συμπεράσματα και εισηγήσεις τους ήταν η ανάπτυξη κατάλληλων τεχνικών μέτρησης της απόδοσης των στρατηγικών επέκτασης.

Ο Balls (2003) σε έρευνα του κατέδειξε ότι την τελευταία εικοσαετία οι εξαγορές μεγάλων επιχειρήσεων οδήγησαν σε απώλεια πέραν των 226 δισεκατομμυρίων δολαρίων και κατά συνέπεια μείωσαν δραματικά την αξία των μετόχων. Στον αντίποδα οι εξαγορές μικρών επιχειρήσεων όπου η κεφαλαιοποίηση ήταν ισοδύναμη ή με μικρότερο του 25% των εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο NYSE (Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης) δημιούργησε επιπρόσθετη αξία στους μετόχους 8 δισεκατομμύρια δολάρια.

Ο Shih (2003) ερεύννησε τις επιπτώσεις των τραπεζικών συγχωνεύσεων στον κίνδυνο πτώχευσης σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από βύθιση του τοπικού νομίσματος και πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων την περίοδο της ασιατικής οικονομικής κρίσης του 1997-1998, όπου οι τοπικές ρυθμιστικές αρχές των τραπεζών ενθάρρυναν ή ακόμη και ανάγκασαν τις προβληματικές τράπεζες να συγχωνευθούν ως τρόπο μείωσης του κινδύνου πτώχευσης των τραπεζών.

Οι Carr and Elton (2005) στην έρευνα για την επιτυχία των Ε&Σ και με στόχο να καταδείξουν σημεία υιοθέτησης επιτυχίας και μείωσης ρίσκου κατέγραψαν ότι τα 2/3 (δύο

τρίτα) αποτυγχάνουν να προσδώσουν ουσιαστική αξία στους μετόχους. Κατέδειξαν την αποτυχία στη δημιουργία κλιμάκων οικονομίας και σκοπού.

Οι Cartwright and Schoenberg (2006) στη σε βάθος μελέτη των εξαγορών τα τελευταία 30 χρόνια, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός αποτυχίας των Ε&Σ παραμένει μεγάλος και κατά συνέπεια καταστροφικός για τους μετόχους. Καταδεικνύουν τρία βασικά πεδία όπου χρειάζεται σε βάθος μελέτη: (1) στρατηγικό πεδίο, (2) οργανικό πεδίο, και (3) διαδικασία εξαγοράς. Αυτά τα πεδία ίσως να χρειάζονται σε βάθος μελλοντική έρευνα για να δώσουν περισσότερο φως για τους λόγους αποτυχίας.

Οι Bhattacharjee et al. (2009) ερευνήσαν μία περίοδο 38 ετών στο Ηνωμένο Βασίλειο ως προς την επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στις πτωχεύσεις των εξαγορών ως συνέπεια της επίδρασης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Οι Santos et al. (2012), και Wang (2017) μέσα από την έρευνα καταλήγουν στο συμπέρασμα και δηλώνουν με έμφαση ότι η στρατηγική των εξαγορών και γενικά των επεκτάσεων εμπεριέχει μεγάλα ρίσκα. Είναι σημαντικό για την ακαδημαϊκή και επαγγελματική κοινότητα, οι εκτελεστικοί διευθυντές και γενικά τα Διοικητικά Συμβούλια να καταλαβαίνουν πλήρως τις επιπτώσεις, τα κόστη και οφέλη, γιατί χρειάζεται εξαιρετική γνώση και χάραξη στρατηγικής υλοποίησης.

Οι Satapathy, D. and Kaushik, K., (2015) σε έρευνα τους στον τομέα των εξαγορών στην Ινδία σε δείγμα 35 εξαγορών στην περίοδο 2004 – 2014 κατέδειξαν απώλεια της αξίας των μετόχων στη μετά-εξαγορά περίοδο.

Ο Akrofi (2016), ερευνώντας τη διεθνή βιβλιογραφία για τα ποσοστά και τους λόγους αποτυχίας των Ε&Σ, καταλήγει ότι σε ποσοστό 50% αποτυγχάνουν στη δημιουργία πρόσθετης αξίας για τους μετόχους. Διαπιστώθηκε ότι το στάδιο ολοκλήρωσης της διαδικασίας Ε&Σ ήταν ο πιο προβληματικός τομέας που συμβάλλει στην αποτυχία των Ε&Σ και ότι το πρόβλημα στο στάδιο της ολοκλήρωσης έχει να κάνει με τον ανθρώπινο παράγοντα (οι εργαζόμενοι που αντιμετωπίζουν τις πολιτιστικές διαφορές, την πολιτική, την έλλειψη αποτελεσματικής επικοινωνίας κ.λπ.). Ένας άλλος παράγοντας είναι οι φτωχές στρατηγικές που αναπτύσσονται μετά τη συμφωνία. Περαιτέρω ο Vijaywargia (2016) στην έρευνα του με θέμα τις εξαγορές στην Ινδία κατέγραψε χαμηλό ποσοστό επιτυχίας το οποίο ήταν απόρροια χρηματοοικονομικών και νομικών προβλημάτων.

Ο Wang (2017) στην έρευνα του με θέμα τη μελέτη του οικονομικού ρίσκου Ε&Σ στην Κίνα καταγράφει σημαντικά γεγονότα τα οποία χρειάζεται να ερευνηθούν σε μελλοντικές έρευνες όπως τα ακόλουθα: (1) το οικονομικό ρίσκο σε πραγματικό χρόνο, (2)

βαρύτητα σε αποτελεσματικές αναλύσεις οι οποίες θα προσδώσουν δεδομένα μέτρησης μείωσης του οικονομικού ρίσκου και κατ' επέκταση κατάρρευσης της Ε&Σ.

Οι Boloupremo and Ogege (2019) σε έρευνα τους στον τραπεζικό τομέα στην Νιγηρία στην περίοδο 2000 – 2010 κατέδειξε αρνητική απόδοση σε θέμα ρευστότητας και απόδοσης ως προς την αύξηση της αξίας των μετόχων μετά την εξαγορά. Οι ερευνητές εισηγήθηκαν επέκταση της έρευνας σε μακροχρόνια βάση με βάση πολλαπλούς οικονομικούς δείκτες (Antoniou et al., 2008).

Οι Renneboog and Vansteenkiste (2019) στην έρευνα τους σχετικά με τη διεθνή βιβλιογραφία για την επιτυχία των Ε&Σ των δημόσιων εταιρειών κατέγραψαν την αποτυχία των βραχυπρόθεσμων κερδών να μετατραπούν σε μακροπρόθεσμα κέρδη. Συνεπεία έλλειψης εκτενών μελετών εισηγούνται περαιτέρω έρευνα των Ε&Σ σε μακροχρόνια βάση προς εξαγωγή δεδομένων ώστε να ρίξουν φως ως προς τις επιπτώσεις στην αξία των μετόχων.

Οι Borodin et al. (2020) σε έρευνα Ε&Σ σε Αμερική και Ευρώπη στην περίοδο 2014-2018 κατέγραψαν ότι οι εξαγορασθείσες εταιρείες είχαν θετικούς οικονομικούς δείκτες πριν από την Ε&Σ και στη μετέπειτα μετά Ε&Σ κατέγραψαν αρνητικούς οικονομικούς δείκτες - **6,8%** σε Αμερική και **-5,3%** σε Ευρώπη.

Με βάση τις διαχρονικές μελέτες και έρευνες των Ε&Σ όπου η διεθνής βιβλιογραφία καταγράφει πληθώρα τέτοιων ερευνών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων, καταγράφεται ότι ελάχιστη έρευνα υπάρχει στην οποία να ερευνάται αν υπήρξε αύξηση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων, δηλαδή η εξαγορασθείσα εταιρεία να πτωχεύσει μετά την εξαγορά με αποτέλεσμα να υπάρξει ολιστική απώλεια της επένδυσης με συνεπακόλουθο την ολική απώλεια της αξίας των μετόχων. Γι' αυτό και η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων, το οποίο να είναι σε λειτουργία σε πραγματικό χρόνο, μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα είναι μεγίστης σημασίας.

2.12.1 Εφαρμογή Μοντέλου Altman Z Score

Στην παρούσα έρευνα το ρίσκο της αποτυχίας των εξαγορών αποτιμάται διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z Score το οποίο είναι δομημένο διά της χρήσης πολλαπλών δεικτών με αποτέλεσμα να αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο αποτίμησης των εξαγορών. Ο συνδυασμός των δεικτών είναι: (1) Απόδοση Κεφαλαίου Κίνησης σε σχέση με

σύνολο ενεργητικού (Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού), (2) Βάθος συσσωρευμένων κερδών σε σχέση με σύνολο ενεργητικού (Κέρδη εις Νέο / Σύνολο Ενεργητικού), (3) Κέρδη προ φόρων και τόκων (λειτουργικό κέρδος) σε σχέση με σύνολο ενεργητικού και (4) Σχέση Κεφαλαίου και συνόλου υποχρεώσεων (Κεφαλαιοποίηση / Σύνολο Υποχρεώσεων) (Αποστόλου, 2015).

Κατά τον Αποστόλου (2015) το υπόδειγμα Altman έχει αναπτυχθεί εδώ και τρεις δεκαετίες, ενώ πρόσφατες μελέτες έχουν καταδείξει ότι εξακολουθεί να έχει προβλεπτική ικανότητα. Το υπόδειγμα έχει αναπτυχθεί σε δύο μορφές: το εξειδικευμένο, που ισχύει για τις εισηγμένες μεταποιητικές επιχειρήσεις, και το γενικευμένο, που ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις. Το εξειδικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε πέντε αριθμοδείκτες οι οποίοι σταθμίζονται με συντελεστές που αθροιζόμενοι μεταξύ τους δίνουν την επίδοση για την επιχείρηση. Το γενικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε τέσσερις αριθμοδείκτες οι οποίοι σταθμίζονται με συντελεστές και αθροιζόμενοι μεταξύ τους δίνουν την επίδοση για την επιχείρηση. Η οικονομική ευρωστία μιας επιχείρησης και για τα δύο υποδείγματα εξαρτάται ανάμεσα σε ποιο εύρος τιμών βρίσκεται η επίδοση της επιχείρησης.

Πολύ εύστοχα έχει καταδειχθεί από τους ερευνητές Meeampol et al (2014) ότι οι τέσσερις συντελεστές (μεταβλητές) πρέπει να έχουν θετικό συντελεστή ως επί το πλείστο για να υπάρξει υψηλή βαθμολογία Z Score και κατ' επέκταση μειωμένη προοπτική αποτυχίας. Προκειμένου να αναλύσουν ή να προβλέψουν την πτώχευση των επιχειρήσεων, οι ενδιαφερόμενοι πρέπει να λαμβάνουν και άλλους παράγοντες εκτός από όλες τις μεταβλητές του μοντέλου Altman Z Score όπως αριθμοδείκτες από την κατάσταση ταμειακών ροών. Περαιτέρω είναι καθαρά εσωτερικό θέμα των ανώτερων διευθύνσεων των οργανισμών να χαράζουν αποτελεσματικότερες στρατηγικές για καλύτερη διαχείριση των πόρων των οργανισμών (Sajjan, 2016).

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται η δομή του γενικευμένου μοντέλου.

Πίνακας 2-7: Μοντέλο Altman

Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score			
Συντελεστές μετρήσεων (metric component)	Αριθμοδείκτης × συντελεστής στάθμισης (pure ratio × coefficient)	Κριτικές τιμές αριθμοδεικτών (Pure ratio mean values of Altman's sampled companies)	
		<u>Πτώχευση</u> (bankruptcy)	<u>Μη</u> <u>πτώχευση</u> (non bankruptcy)
1.Μέτρηση Ρευστότητας (liquidity metric)	(Κεφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού)*6,5	-0,06	0,41
	(Working Capital /Total Assets)*6,5		

2.Μέτρηση ιστορικής κερδοφορίας (historical profitability metric)	(Κέρδη εις Νέο / Σύνολο ενεργητικού)*3,26 (Retained Earnings / Total Assets)*3,26	-0,63	0,35
3.Μέτρηση τρέχουσας κερδοφορίας (current profitability metric)	(Κέρδη προ τόκων & φόρων / Total Assets)*6,72 (EBIT / Total Assets)* 6,72	-0,32	0,15
4.Μέτρηση φερεγγυότητας (solvency metric)	Κεφαλαιοποίηση / Σύνολο Υποχρεώσεων)*0,6 (Share Capital / Total Liabilities)*0,6 Κοινών και προνομιούχων μετοχών	0,4	2,48
<p>Η τιμή του Z-score είναι το άθροισμα των τεσσάρων αριθμοδεικτών πολλαπλασιαζόμενων με τον αντίστοιχο συντελεστή δηλαδή το άθροισμα των τιμών της δεύτερης στήλης. Οι κρίσιμες τιμές που συγκρίνεται η τιμή του Z-score είναι:</p>			
Επίδοση (score)	Πιθανότητα Αποτυχίας (likelihood of failure)	Κριτικές Τιμές Πτώχευσης (mean Z-score)	
.....<1,80	Πολύ υψηλή (very high)	Πτώχευση	1,62
1,81>...<2,67	Υψηλή (high)	Μη Πτώχευση	4,45
2,68>...<2,99	Πιθανή (possible)		
3,00>...	Χαμηλή (low)		

Πηγή: Αποστόλου (2015)

Αρκετοί ερευνητές χρησιμοποίησαν το μοντέλο Z'Score του Altman, όπως οι πιο κάτω:

Ο ίδιος ο Altman το 2000, δημοσιοποιεί ερευνητικό άρθρο συγκρίνοντας το μοντέλο Z' score με το ZETA μοντέλο το οποίο αναπτύχθηκε το 1977. Το μοντέλο Z' score είναι πιο ακριβές σε σύγκριση με το ZETA το οποίο προβλέπει την πτώχευση των εταιρειών δύο χρόνια πριν από την κατάρρευση τους.

Οι Hayes et al. (2010), ερεύνησαν εταιρείες του λιανικού εμπορίου με βάση τον μοντέλο του Altman. Καταγράφουν την αξιοπιστία του μοντέλου στο 72% - 80%.

Οι Muthukumar and Sekar (2011), επικαλούμενοι τον Bemmann (2005), καταγράφουν ότι το μοντέλο του Altman ίσως είναι το πιο αποτελεσματικό μοντέλο το οποίο με την εφαρμογή στην πράξη προβλέπει την πτώχευση των οργανισμών. Το συγκεκριμένο μοντέλο για να οριστικοποιηθεί από τον Altman προηγήθηκε μελέτη επί 20 έτη 1946-1965. Το Z' Score είναι ποσοτική μέθοδος αποτίμησης των οικονομικών

αποτελεσμάτων των οργανισμών και βασίζεται στις δύο κύριες οικονομικές καταστάσεις, το Ισολογισμό (κατάσταση οικονομικής θέσης) και τον λογαριασμό αποτελεσμάτων.

Ο Anjum (2012) αναλύει τα επιχειρηματικά μοντέλα πρόληψης και κάνει ιδιαίτερη μνεία στο μοντέλο του Altman. Καταγράφει την εξέλιξη του μοντέλου από το 1968 μέχρι το 1993. Στην έρευνα του καταγράφει ότι εφαρμόζοντας το μοντέλο διενεργήθηκε επιτυχής πρόβλεψη της τάξης του 91% έναν χρόνο πριν από τη διάλυση των εταιρειών που θα πτώχευαν και πρόβλεψη στο 97% για εταιρείες που δεν θα πτώχευαν.

Κατά τους Kasilingan and Jyabal (2012), ο Altman παρουσίασε το μοντέλο του το 1968 με στόχο να εκτιμηθεί το ρίσκο αποτυχίας των οργανισμών με βάση συγκεκριμένο μοντέλο το οποίο ονόμασε Z' Score. Το έτος 2000 το μοντέλο αναθεωρήθηκε. Σε διαχρονική πορεία αρκετοί ερευνητές χρησιμοποίησαν το μοντέλο του Altman Z Score όπως οι Deakin (1972) και Aiyabei (2002).

Οι Bryan et al. (2013) εισηγούνται τη μελέτη του δείκτη Z Score σε συνδυασμό με άλλες παραμέτρους όπως η εταιρική κουλτούρα, η εταιρική διακυβέρνηση, τα συστήματα προσωπικού και κινήτρων απόδοσης, οι σχέσεις προσωπικού, ο κύκλος ζωής των προϊόντων, ο ανταγωνισμός, οι υποδομές και το πελατολόγιο που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα των εξαγορών. Και πάλι, τα θέματα αυτά θα μπορούσαν να αποτελέσουν το επίκεντρο της μελλοντικής έρευνας. Στην έρευνα τους, η οποία διεξήχθη στην Αμερική, μελέτησαν το ρίσκο αποτυχίας σε σχέση με την παραγωγικότητα και την επιχειρησιακή στρατηγική στην οποία κατέδειξαν τη συσχέτιση. Συνεπώς, αποτελεί πεδίο προς μελλοντικές έρευνες ώστε να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα ως προς την επίδραση σε πιθανή αποτυχία και άλλων παραμέτρων.

Αρκετοί ερευνητές οι οποίοι μελέτησαν και έκαναν χρήση του μοντέλου Altman επιδοκίμασαν την αποτελεσματικότητα και μεγάλη ακρίβεια ως προς την πρόβλεψη αποτυχίας όπως οι Chouhan et al. (2014), δηλώνουν επί λέξει «Τέλος, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το υπόδειγμα του Altman εξακολουθεί να υφίσταται και να χρησιμοποιείται από τις εταιρείες για τη μέτρηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών όπου και εξακολουθεί να είναι πολλά υποσχόμενο».

Η Pradhan (2014) διενέργησε έρευνα στον τραπεζικό τομέα της Ινδίας. Η ερευνήτρια καταγράφει ότι η χρησιμότητα μόνο λογιστικών αριθμοδεικτών δέχτηκε κριτική. Στον αντίποδα χρησιμοποίησε το μοντέλο του Altman το οποίο αναπτύχθηκε από το 1968. Μοντέλο όπου προβλέπει την πιθανή πτώχευση με τη χρήση εμπλουτισμένης φόρμουλας λογιστικών αριθμοδεικτών για να εκτιμηθεί η οικονομική ευρωστία της εταιρείας.

Προηγούμενες έρευνες έδειξαν ότι η αξιοπιστία του εν λόγω μοντέλου είναι της τάξης του 70% - 80%.

Οι Altman et al. (2017), σε πρόσφατη έρευνα τους στο πεδίο «Πρόβλεψη οικονομικής δυσχέρειας σε ένα διεθνές πλαίσιο: μια ανασκόπηση και εμπειρική ανάλυση του μοντέλου Altman Z-Score», κατέληξαν στα πιο κάτω συνοπτικά συμπεράσματα:

- Το μοντέλο εκτελείται καλά σε ένα διεθνές πλαίσιο.
- Το μοντέλο το οποίο περιέχει τις τέσσερις μεταβλητές λειτουργεί με συνέπεια καλά διεθνώς και είναι εύκολο να εφαρμοστεί και να ερμηνευθεί. Έτσι, αυτό το είδος της λογιστικής με βάση το μοντέλο μπορεί να χρησιμοποιηθεί απ' όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, ιδίως ενεργείς διεθνείς τράπεζες ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όχι μόνο για την πρόβλεψη αποτυχίας ή δυσμένειας αλλά και για άλλους διευθυντικούς σκοπούς.
- Τράπεζες με διεθνή δραστηριότητα πρέπει να αναπτύξουν ένα εργαλείο γενικής χρήσης που να μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις θυγατρικές και τα υποκαταστήματα για τον έλεγχο του κινδύνου πέρα από το σύνολο του τραπεζικού ομίλου. Περαιτέρω έρευνα θα πρέπει να επικεντρωθεί σε άλλα πεδία όπως τροποποιήσεων και επεκτάσεων όπως η χρήση εναλλακτικών μοντελοποίησης (π.χ. ανάλυση δεδομένων πίνακα), εισάγοντας νέες μεταβλητές (π.χ., μακροοικονομικά στοιχεία), και δοκιμές της χρησιμότητας με δεδομένα από άλλες χώρες όπως σε αναδυόμενες αγορές.

Ο Altman (2018), ο οποίος ανέπτυξε το μοντέλο Z Score και το βελτίωσε σε διαχρονική βάση στην ερευνητική του αρθρογραφία «Εφαρμογές μοντέλων πρόβλεψης κινδύνου: Τι έχουμε μάθει μετά από 50 χρόνια από τα μοντέλα Z-Score» καταλήγει στο συμπέρασμα «Εκείνα που εφαρμόζονται από τους διευθυντές και μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου από την εταιρεία που είναι σε κίνδυνο για να αξιολογήσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να βοηθήσει και καθοδηγήσει σε μια επιτυχημένη οικονομική ανάκαμψη».

Οι Radwan and Al-Oshaibat1 (2018) στην έρευνα τους στην Ιορδανία ως προς την ισχύ του μοντέλου Altman να προβλέψει την οικονομική αποτυχία των εταιρειών κατέληξαν στα πιο κάτω συμπεράσματα:

- Το μοντέλο Z-score είναι ένα πολύ πρακτικό εργαλείο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει την αφερεγγυότητα εταιρειών καθώς και τη διατήρηση και την παρακολούθηση των επιχειρήσεων και τη διαχείριση κινδύνου.

- Αυτό το εργαλείο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από τους επενδυτές όταν προτίθενται να επενδύσουν σε μια ιδιωτική εταιρεία για να διαπιστωθεί η κατάσταση οικονομικής θέσης της εταιρείας.
- Η μελέτη προτείνει ότι το μοντέλο του Altman «πρόβλεψη αποτυχίας» πρέπει να χρησιμοποιείται στις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες, όπως οι αλλαγές στην οικονομία, αγορές και κλάδους της οικονομίας προκειμένου να προβλέψει μια πραγματική εικόνα της εταιρείας.
- Πολλοί άλλοι παράγοντες μπορεί να επηρεάζουν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων, παράγοντες που δεν μπορεί να υπολογίζονται ή μετρούνται ποσοτικά π.χ. το ηθικό του προσωπικού, έριδες στην αίθουσα συνεδριάσεων και επαγγελματικής υγείας. Θα είχε ενδιαφέρον αν μια παρόμοια μελέτη διενεργείτο σε συνάρτηση με το μοντέλο ώστε να εξακριβώσει τα ευρήματα. Αυτό θα διεύρυνε το πεδίο εφαρμογής της βιβλιογραφίας σχετικά με σταθερή απόδοση προκειμένου να αναπτυχθεί μια συλλογή από εργαλεία χρήσιμα για την πρόβλεψη της οικονομικής δυσχέρειας.

Οι Aran et al. (2018) καταγράφουν ότι η εφαρμογή της μεθόδου εκτίμησης της οικονομικής αποτυχίας με την εφαρμογή του μοντέλου Altman αποτελεί ένα ισχυρό εργαλείο στις μέρες μας.

Με βάση διεθνή βιβλιογραφία οι βασικοί δείκτες οι οποίοι επηρεάζουν κατά πρώτο λόγο τον δείκτη Z Score είναι οι ακόλουθοι:

- Οι Mohamed and Kim-Soon (2012) στην έρευνα τους σε δημόσιες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας κατέδειξαν ότι οι δέκα (10) εταιρείες που απέτυχαν, οι οχτώ (8) είχαν αδυναμία στον δείκτη ρευστότητας (current ratio/CR). Διενεργήθηκε έρευνα Z Score σε σύγκριση με Current Ratio.
- Οι Thai et al. (2014) στην έρευνα τους σε δημόσιες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας κατέδειξαν ότι ο πιο σημαντικός δείκτης είναι ο δείκτης ρευστότητας (working capital ratio). Διενεργήθηκε έρευνα Z Score. Τη σημαντικότητα του δείκτη CR ως προς τη σχέση με το μοντέλο Z Score κατέδειξαν και οι Awais et al. (2015).
- Οι Meeampol et al. (2014) στην έρευνα τους σε δημόσιες εταιρείες στην Ταϊλάνδη κατέδειξαν τη μέγιστη σημασία του δείκτη ρευστότητας, που ήταν η κύρια πηγή πρόβλεψης της αποτυχίας/πτώχευσης. Διενεργήθηκε έρευνα Z Score.
- Οι Pratap et al. (2017) στην έρευνα τους κατέδειξαν τη σημαντικότητα της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης (Working Capital Management/WCM) και την

αρνητική σχέση σύνδεσης με την κερδοφορία. Κατέγραψαν στην ερευνητική τους αρθρογραφία ότι δεν εντοπίστηκε παρόμοια έρευνα στη διεθνή βιβλιογραφία. Τη σημαντικότητα του κεφαλαίου κίνησης κατέδειξαν και οι Haltep et al. (2018) ως δείκτη ανίχνευσης της αποτυχίας.

- ο Οι Madhushani and Kawssala (2018) στην έρευνα τους σε δημόσιες εταιρείες στην Σρι Λάνκα στην περίοδο 2012-2016 κατέδειξαν ως σημαντικό δείκτη επηρεασμού της χρηματοοικονομικής απόδοσης τον δείκτη μόχλευσης, δηλαδή τον δείκτη χρέους (debt ratio). Διενεργήθηκε έρευνα συσχέτισης Z Score και ROE, ROA, & Debt Ratio (DR).
- ο Οι Range et al. (2018) στην έρευνα τους ως προς την εκτίμηση του δείκτη πτώχευσης στην Κένυα, κατέδειξαν ότι ο δείκτης χρέους ήταν ο βασικός δείκτης κατάδειξης της πιθανής πτώχευσης. Διενεργήθηκε έρευνα Z Score.

Κατά τους Chouhan et al. (2014), αρκετοί ερευνητές μελέτησαν την επιτυχή εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score σε πολλαπλούς τομείς των επιχειρήσεων όπως κατασκευαστικό (Grice and Ingram: 2001; Christopoulos et al., 2007), στρατηγικό προγραμματισμό (Calandro, 2007), επενδυτικό προγραμματισμό (Sudarsanam and Lai, 2001; Lawson, 2008), κεφαλαιακή δομή (Allayannis et al., 2003; Molina, 2005), πιστοληπτικό ρίσκο (Kao, 2000; Jayadev, 2006) και δρώσα οικονομική μονάδα (Citron and Taffler, 2004; Taffler et al., 2004).

Δεν εντοπίστηκε έρευνα στην διεθνή βιβλιογραφία ως προς την εφαρμογή του μοντέλου Altman Z score ως προς την μελέτη της μακροπρόθεσμη εκτίμησης της οικονομικής ευρωστίας στο πεδίο των Ε&Σ, παρά μόνο ελάχιστες μελέτες σε βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα ως πιο κάτω:

- ο Έρευνα των Gao et al. (2019) στο πεδίο της εκτίμησης/τιμολόγησης του δανεισμού στις Ε&Σ με εφαρμογή του δείκτη Altman Z score στο πρώτο λογιστικό έτος της εξαγορασθείσας εταιρείας, όπου εφαρμόστηκε ο μέσος όρος και όχι ο διάμεσος δείκτης ο οποίος μπορεί να αποτυπώσει καλύτερη εικόνα όταν υπάρχουν ακραίες τιμές. Σημαντικό σημείο αναφοράς των ερευνητών είναι ο επηρεασμός της μετέπειτα απόδοσης εάν υπάρξει κακή σύνθεση δανεισμού.
- ο Έρευνα των Bruyland and Maeseneire (2016) περιόδου 1990-2011 όπου η εταιρεία αγοραστής ήταν αμερικάνικη και η στόχευση είχε εταιρείες με πιθανό ρίσκο αποτυχίας και μη πιθανό ρίσκο αποτυχίας, το παράθυρο αποτίμησης ήταν μέχρι ένα χρόνο, μέρος των μεθόδων αποτίμησης ήταν η εφαρμογή του μοντέλου Altman Z score, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ρίσκο αποτυχίας αυξήθηκε μετά την

εξαγορά και με περισσότερο κίνδυνο η μεταφορά ρίσκου από τις εταιρείες που έφεραν το ρίσκο αποτυχίας. Σημαντικές υποδείξεις από τους ερευνητές είναι οι ακόλουθες: (1) να γίνουν έρευνες προς μελέτη της αύξησης του δείκτη μόχλευσης στην μετά εξαγορά εποχή, και (2) οι έρευνες να καλύπτουν πέραν του ενός έτους.

- ο Περαιτέρω εντοπίστηκε ακόμα μία έρευνα από τους Bessler et al. (2020) οι οποίοι ερεύνησαν Ε&Σ στην ευρωπαϊκή αγορά την περίοδο 1998-2018, σε δείγμα 531 Ε&Σ, με εφαρμογή μελέτη γεγονότος (event study) και παράθυρο εκτίμησης Ε&Σ - 130 / +130 μέρες, με πεδίο το ρίσκο αποτυχίας διαμέσου της εφαρμογή του μοντέλου Altman Z score που στην εν λόγω έρευνα καταγράφηκε ότι το ρίσκο αποτυχίας αυξήθηκε μετά την Ε&Σ. Σημαντική εισήγηση των ερευνητών είναι η αποτίμηση ρίσκου αποτυχίας σε μακροχρόνια βάση πέραν του πρώτου έτους.

Δεν έχουν εντοπιστεί μελέτες εφαρμογής στο πεδίο των εξαγορών όπου να εφαρμόζεται η αποτίμηση του ρίσκου αποτυχίας σε διαχρονική βάση. Έχουν εντοπιστεί μελέτες αναφορικά με το ρίσκο αποτυχίας δημόσιων εταιρειών διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z score, όχι όμως εξαγορών, όπως πιο κάτω:

- Οι Wang and Campbell (2010), ερεύνησαν το ρίσκο αποτυχίας διαμέσου της εφαρμογής του δείκτη Altman Z Score δημόσιων εταιρειών στην Κίνα με πηγή πληροφόρησης τις οικονομικές καταστάσεις.
- Οι Mohamed and Kim-Soon (2012) στην έρευνα τους σε δημόσιες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας κατέδειξαν ότι οι δέκα (10) εταιρείες που απέτυχαν, οι οχτώ (8) είχαν αδυναμία στον δείκτη ρευστότητας (current ratio/CR). Διενεργήθηκε έρευνα Z Score σε σύγκριση με Current Ratio.

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται η χρήση του μοντέλου Altman και η αποτελεσματικότητα στην πρόβλεψη αποτυχίας.

Πίνακας 2-8: Εφαρμογή Μοντέλου Altman

Συγγραφέας	Δείγμα/Χώρα	Αποδοτικότητα & Αναλογία Αποτελέσματος	Αποτέλεσμα
Yair Ingbar (1994)	Δεδομένα ιδιωτικών εταιρειών του Ισραήλ από τη δεκαετία του 1980	93% ακρίβεια στις προβλέψεις πτώχευση ενός έτους πριν από την κατάρρευση και 73% δύο χρόνια πριν	Ο δείκτης Altman μπορεί να εφαρμοστεί από τις εισηγμένες εταιρείες στο Ισραήλ και για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις.
Chung et al. (2008)	Δέκα αποτυχημένες επιχειρήσεις χρηματοδότησης κατά την περίοδο	Προγνωστική ικανότητα αφερεγγυότητας	Βρήκαν ότι τέσσερις από τους πέντε δείκτες Altman (1968), ένα έτος πριν από την αποτυχία, ήταν

	2006-2007 στη Νέα Ζηλανδία	διαφόρων αριθμοδεικτών	αποτελεσματικότεροι από άλλους δείκτες για την πρόβλεψη της αφερεγγυότητας εταιρειών
Gerantonis et al. (2009)	373 εταιρείες από τις οποίες είχαν χρεοκοπήσει 45, εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Αθήνας, περίοδο 1999-2006	Διάφοροι αριθμοδείκτες	Ερεύνησαν αν το μοντέλο Z score μπορεί να προβλέψει πτωχεύσεις για χρονικό διάστημα έως και τρία χρόνια νωρίτερα και επιβεβαίωσαν ότι το μοντέλο Altman μοντέλο λειτουργεί πολύ καλά στην πρόβλεψη των αποτυχιών
Lifschutz and Jacobi (2010)	Δημόσιες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Ισραήλ στην περίοδο 2000 μέχρι 2007	95% ποσοστό ακρίβειας ενός έτους πριν από την πτώχευση και με ποσοστό 85% ακρίβεια δύο χρόνια πριν από την πτώχευση	Ο υψηλός δείκτης Z Score προβλέπει υψηλή πιθανότητα της επιβίωσης, ενώ ο χαμηλός δείκτης προβλέπει χαμηλή πιθανότητα να επιβιώσης
Wang and Campbell (2010)	Κινέζικες δημόσιες εταιρείες	Η ακρίβεια είναι άνω του 95%, η οποία επιβεβαιώνει ότι η διαγραφή είναι ένα προβλέψιμο γεγονός	Το ποσοστό ακρίβειας πρόβλεψης των μοντέλων είναι σε γενικές γραμμές, ανάλογα με τα δεδομένα που ίσχυαν για την Κίνα χρησιμοποιώντας δεδομένα εκ των προτέρων θα παρέχουν γνώσεις με νόημα
Alkhatib (2011)	Ιορδανικές εταιρείες κατά τη διάρκεια των πέντε ετών που προηγούνται της πτώχευσης	Ποσοστά πτώχευσης 75% για το πέμπτο έτος, 94% για το τέταρτο έτος και 100% για καθένα από το τρίτο, το δεύτερο και το πρώτο	Βασικό αποτέλεσμα ήταν ποσοστά και πρόβλεψη συχνοτήτων για το μοντέλο Altman Z Score
Odipo and Itati (2011)	10 εταιρείες στην Κένυα που απέτυχαν	Ποσοστό πρόβλεψης 90% του μοντέλου Z Score	Αποδείχθηκε ότι το μοντέλο του Edward Altman, πρόβλεψης οικονομικής δυσχέρειας, ήταν επιτυχές υποδεικνύοντας 90% ισχύς του μοντέλου
Thai et al. (2014)	Δείγμα 30 εταιρειών στην Μαλαισία όπου οι 15 απέτυχαν	Ποσοστό πρόβλεψης 77% του μοντέλου Z Score	Αποδείχθηκε ότι το μοντέλο του Edward Altman, πρόβλεψης οικονομικής δυσχέρειας είναι αξιόπιστο εργαλείο για τους stakeholders
Altman et al. (2017)	Δείγμα ανάλυσης εταιρειών από 31 ευρωπαϊκές χώρες και 3 μη-ευρωπαϊκές χώρες	Προγνωστική ικανότητα	Αποδείχθηκε ότι το μοντέλο του Edward Altman, πρόβλεψης οικονομικής δυσχέρειας είναι αξιόπιστο εργαλείο το οποίο εφαρμόζεται αποτελεσματικά σε Πολωνία,

			Φινλανδία και Κίνα και κατ' επέκταση σε διεθνές περιβάλλον.
Radwan et al. (2018)	Δείγμα δημόσιων εταιρειών στον ασφαλιστικό τομέα περιόδου 2011-2016 στην Ιορδανία	Προγνωστική ικανότητα	Αποδείχθηκε ότι το μοντέλο του Edward Altman, πρόβλεψης οικονομικής δυσχέρειας είναι αξιόπιστο εργαλείο το οποίο μπορεί να εφαρμόζεται αποτελεσματικά από διάφορους χρήστες όπως οικονομικούς διευθυντές, ελεγκτές, επενδυτές και δανειστές.

Πηγή: Chouhan et al. (2014)

Οι Radwan & Al-Oshaibat (2018) εξέτασαν διάφορες μελέτες που αναπτύσσουν και προτείνουν διαφορετικά μοντέλα πρόβλεψης αποτυχίας, όπως αυτά του Beaver (1966), του Kida (1980) και το μοντέλο OLS Olson (1980). Συγκρίνοντας τα μοντέλα Altman και Kida ανακαλύπτεται ότι το μέσο αποτέλεσμα για την έγκαιρη προειδοποίηση πτώχευσης με βάση το μοντέλο Altman ήταν 93,8% σε σύγκριση με 69% των Kida. Οι Chouhan et al. (2014) δηλώνουν ότι το μοντέλο του Beaver αναπτύσσεται χρησιμοποιώντας μια μεταβλητή σε σύγκριση με το μοντέλο Z Score του Altman που χρησιμοποιεί πολυμεταβλητή ανάλυση για την επιλογή των πέντε σημαντικότερων μεταβλητών για τη μέτρηση της οικονομικής δυσχέρειας των εταιρειών. Επιπλέον, σημειώνουν ότι το μοντέλο OLS του Ohlson υιοθετεί μια ανάλυση logit για τη δημιουργία ενός μοντέλου πρόβλεψης ενός έτους σε σύγκριση με το μοντέλο Z-Score του Altman, για το οποίο η ανάλυση πρόβλεψης της αποτυχίας προσανατολίζεται έως και πέντε χρόνια. Έτσι, με βάση τα παραπάνω αυτή η έρευνα χρησιμοποιεί το μοντέλο Altman.

Με βάση την πιο πάνω μελέτη της διεθνούς βιβλιογραφίας ως προς τη χρήση και αποτελεσματικότητα του μοντέλου Altman Z score το οποίο καταδεικνύει την οικονομική θέση ως προς το ρίσκο αποτυχίας και συνεπώς πτώχευσης και απώλειας της αξίας των μετόχων, εξάγεται το κρίσιμο ερευνητικό ερώτημα ως πιο κάτω:

Ερευνητικό Ερώτημα 5: Οι Ε&Σ πέτυχαν βελτίωση της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας βάσει του μοντέλου Altman Z Score;

2.12.2 Μοντέλο Altman Z Score σε σχέση με άλλα κριτήρια

Πιο κάτω παρουσιάζεται στατιστικός πίνακας διεθνούς βιβλιογραφίας ως προς τον επηρεασμό του δείκτη Z Score σε σχέση με άλλα κριτήρια.

Πίνακας 2-9: Αποτελέσματα διεθνούς βιβλιογραφίας σε σχέση με την παρούσα έρευνα

Ερευνητής	Παράμετρος Α	Παράμετρος Β / Κριτήριο (Δείκτες)	
-----------	--------------	-----------------------------------	--

	Z Score Model	Άλλο Μοντέλο Κριτήριο		Συμπέρασμα Επηρεασμός Δείκτη Z Score
Altman (2000)	Z Score Model	Zeta ® Model	Ρευστότητα Χρέους Κερδοφορία Απόδοσης	Δεν διενεργείται ανάλυση βαθμού επηρεασμού σε ακριβές ποσοστό των επιμέρους δεικτών στο δείκτη Z Score
Kasilingam and Jaybal (2012)	Z Score Model	DuPont X1=Net Profit Margin (Net Income/Sales) X2=Total Asset Turnover (Sales/Average Assets) X3=Equity Multiplier (Total Assets/Equity) X4=ROE (Net profit/Equity)	Κερδοφορία Μόχλευση	Η κερδοφορία και μόχλευση πρέπει να βελτιωθούν με την αύξηση των πωλήσεων και δείκτη απόδοσης ενεργητικού σε σύγκριση με πωλήσεις
Mohamed and Kim-Soon (2012)	Z Score Model	Current Ratio (CR)	Ρευστότητα	Σύγκριση δείκτη Z Score και Current Ratio κατέδειξε τον θετικό επηρεασμό του CR προς το Z score
Muminović (2013)	Z Score Model	Επιπτώσεις Επανεκτίμησης (Revaluation) στους δείκτες ROE/ROA ROE (Return on Equity- Απόδοση ιδίων κεφαλαίων μετόχων) ROA (Return on Assets – Απόδοση Ενεργητικού)	Κερδοφορία	Δεν διενεργείται ανάλυση βαθμού επηρεασμού σε ακριβές ποσοστό των επιμέρους δεικτών στο δείκτη ROE, ROA στον δείκτη Z Score. Καταγράφεται αναφορά επηρεασμού μόνο.
Thai et al (2014)	Z Score Model	T1 = Working Capital /Total Assets T2 = Retained earnings /Total Assets T3 = Earnings before Interest and Tax / Total Assets T4 = Market Value of Equity / Total Liabilities T5 = Sales/Total Assets	Δεν υπάρχει παράμετρος B	Καταγράφεται ότι από τους πέντε λογιστικούς δείκτες που αποτελούν το μοντέλο Z Score την πιο σημαντική επίπτωση την φέρει ο δείκτης T1 = Working Capital /Total Assets
Muthukumar and Sekar (2014)	Z Score Model	Springate Model X1= Working capital /Total assets.	Ρευστότητα Κερδοφορία	Η οικονομική απόδοση είναι κάτω από τον

		X2=Earnings before interest and Taxes / Total assets. X3= Net Sales / Total assets X4= Earnings before taxes/ Total liabilities		μέσο όρο της ίδιας βιομηχανίας
Awais et al. (2015)	Z Score Model	Current Ratio	Πευστότητα	Θετική σύνδεση του δείκτη Z Score και Current Ratio με βάση το T Test
Perinpanathan (2015)	Z Score Model	Current Ratio	Πευστότητα	Θετική σύνδεση του δείκτη Z Score και Current Ratio με βάση το T Test
Range and Njeru (2018)	Z Score Model	Debt Ratio (Equity / Total Liabilities)	Μόχλευσης	Καταγραφή ότι ο δείκτης μόχλευσης επηρεάζει τον δείκτη Z Score, χωρίς να καταγραφεί στατιστική ανάλυση σε ποσοστά
Madhushani and Kawshala (2018)	Z Score Model	ROE ROA Leverage Ratio	Κερδοφορία Χρέους	Z Score και δείκτης μόχλευσης (leverage ratio) έχουν θετική επίπτωση στον δείκτη ROE

Με βάση την ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας δεν έχει εντοπιστεί ολιστική εφαρμογή στην ανάλυση του Δείκτη Z Score η οποία να περιλαμβάνει τους σημαντικούς λογιστικούς δείκτες σε συσχέτιση ως προς τον βαθμό επηρεασμού. Περαιτέρω με βάση την ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας δεν εντοπίστηκε ανάλυση ευαισθησίας η οποία να καταδεικνύει τη συσχέτιση ανά κατηγορία του δείκτη Z Score σε σχέση με τους βασικούς λογιστικούς δείκτες CR, DR και NP/L που οδηγούν κατά προτεραιότητα τον δείκτη Z score. Συνεπώς, εξάγονται τα πιο κάτω πολύ σημαντικά ερευνητικά ερωτήματα:

EE5: Ποιος ή ποιοι δείκτες επηρεάζουν κατά προτεραιότητα τον δείκτη Z score μεταξύ των δεικτών CR, DR, OPA, NPA, REA, ROA, ROE;

EE6: Ποιες είναι οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score σε ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας στις κατηγορίες μη-πτώχευσης (non bankrupt) και πτώχευσης (bankrupt)?

2.13 Επίδραση Μακροοικονομικού Περιβάλλοντος (Χρηματιστήριο και ΑΕΠ) στις Ε&Σ

Αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον είναι πιθανό να επηρεάσουν τις Ε&Σ. Προηγούμενες μελέτες έχουν τεκμηριώσει ότι οι εξωτερικές οικονομικές συνθήκες επηρεάζουν τις δραστηριότητες των εταιρειών. Σύμφωνα με τον Daft (2000), το οικονομικό περιβάλλον είναι ένας από τους κύριους παράγοντες κλειδί που επηρεάζουν το διεθνές περιβάλλον, και κατά συνέπεια τις Ε&Σ. Ως αναπόσπαστα συστατικά του διεθνούς περιβάλλοντος ο Daft (2000) καθόρισε τα ακόλουθα: οικονομική ανάπτυξη, υποδομή, πόροι & αγορές προϊόντων, συναλλαγματικές ισοτιμίες, πληθωρισμός, επιτόκια, και οικονομική ανάπτυξη.

Επιπλέον, οι Fry et al. (2001) περιέγραψαν τον ρόλο των μακροοικονομικών δυνάμεων. Η Μακροοικονομία ασχολείται με τέσσερις παράγοντες που αφορούν μία επιχείρηση: οικονομική ανάπτυξη, πληθωρισμό, επιτόκια, και ανεργία. Αυτοί οι παράγοντες επηρεάζουν τις επιχειρήσεις γενικότερα, έτσι μια συγκεκριμένη επιχείρηση μπορεί να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά όταν υπάρχει σημαντική μεταβολή των πιο πάνω παραγόντων. Έχει διαπιστωθεί ότι η χαρακτηριστική φράση «το χρήμα δεν έχει πατρίδα» είναι πολύ πιο επίκαιρη στο σημερινό παγκόσμιο περιβάλλον. Βλέπουμε οργανισμούς κολοσσούς να μεταφέρουν τις έδρες τους και τα εργοστάσια τους σε αναδυόμενες αγορές, σε αγορές με φθηνό εργατικό δυναμικό και σε χώρες όπου το φορολογικό σύστημα τις ευνοεί. Δεν είναι τυχαίο όπου κάποιες χώρες έχουν χαρακτηριστεί ως φορολογικοί παράδεισοι λόγω της συσσώρευσης δισεκατομμυρίων καταθέσεων πολυεθνικών εταιρειών. Κατά συνέπεια το οικονομικό περιβάλλον έχει να διαδραματίσει πρωτεύοντα ρόλο όσον αφορά τις Ε&Σ γιατί όταν οι συνθήκες είναι ευνοϊκές, πραγματοποιούνται Ε&Σ μεγάλης αξίας.

Ο Paltrinieri (2015) σε έρευνα του στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα (ΗΑΕ)) ως προς την επίδραση της πορείας των χρηματιστηρίων και των αποδόσεων των εταιρειών που ήταν εισηγμένες στα τοπικά χρηματιστήρια, συμπεραίνει ότι και τα τρία χρηματιστήρια στα ΗΑΕ έχουν υποφέρει σε μεγάλο βαθμό από τις συνδυασμένες επιπτώσεις του κατακερματισμού της αγοράς και της χρηματοπιστωτικής κρίσης υψηλού κινδύνου κατά την περίοδο 2007-201: οι αξίες των συναλλαγών και ο όγκος των συναλλαγών κατέρρευσαν, η κεφαλαιοποίηση της αγοράς μειώθηκε δραστικά. Επίσης, οι οικονομικοί δείκτες του DFM (Dubai Financial Market), όπως τα έσοδα, τα κέρδη και το ROE, έχουν βυθιστεί κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, με αποτέλεσμα την πτώση της τιμής των μετοχών.

Οι Wilson and Vencatachellum (2018) στην έρευνα τους με θέμα τις χρηματιστηριακές επιδόσεις και διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στη Νότια Αφρική την περίοδο 1991 – 2014 εντόπισαν την επίδραση μακροοικονομικού περιβάλλοντος σε σχέση με τις Ε&Σ. Συγκεκριμένα κατέδειξαν τα ακόλουθα σημαντικά σημεία: α) τα αποδοτικά χρηματιστήρια διαδραματίζουν καίριο ρόλο στη διευκόλυνση της δραστηριότητας Ε&Σ, β) η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τα υψηλά ποσοστά πληθωρισμού αποθαρρύνουν τις Ε&Σ, γ) η οικονομική ανάπτυξη αντικατοπτρίζει τις μελλοντικές προοπτικές μιας οικονομίας και θα ελκύσει ξένες επενδύσεις με ενθάρρυνση στις Ε&Σ. Παρόμοια έρευνα των Ibrahim and Raji (2018) σε έξι χώρες (Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη και Βιετνάμ) κατέδειξε την επίδραση μακροοικονομικού περιβάλλοντος στις Ε&Σ και συγκεκριμένα τεσσάρων παραγόντων ως ακολούθως: (1) του ΑΕΠ, (2) προσφορά χρήματος, (3) το ποσοστό πληθωρισμού, και (4) συναλλαγματική ισοτιμία.

Διαμέσου της πιο πάνω βιβλιογραφικής επισκόπησης όσον αφορά την επίδραση μακροοικονομικών παραγόντων σε σχέση με τις Ε&Σ καταγράφονται μεταξύ αρκετών παραγόντων και η πορεία του ΑΕΠ και Χρηματιστηρίου. Δηλαδή η πορεία ανάπτυξης του ΑΕΠ και Χρηματιστηρίου επηρεάζει θετικά την επιτυχία των Ε&Σ. Συνεπώς, κρίσιμο ερώτημα στην παρούσα έρευνα καταγράφεται το πιο κάτω:

Ερευνητικό Ερώτημα 7: Επηρεάστηκε η επιτυχία των Ε&Σ από την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου και του ΑΕΠ ή είναι κυρίως θέμα αποφάσεων και οργάνωσης των εκάστοτε εκτελεστικών διευθυντών;

2.14 Τομέας Επίβλεψης και Ενσωμάτωσης Ε&Σ

Η ακαδημαϊκή κοινότητα έχει συγγράψει οδηγούς μείωσης αποτυχίας στον τομέα της κουλτούρας, συνεργειών, βέλτιστων πρακτικών, επιχειρηματικής ευφυΐας και τεχνολογικού μέρους μεταξύ και άλλων μοντέλων.

Οι Kode et al. (2003) στην έρευνα τους όσον αφορά την ανάπτυξη μοντέλου το οποίο να εκτιμά τις συνέργειες στις Ε&Σ με βάση την προηγούμενη βιβλιογραφία και έρευνα χαρτογράφησαν το μοντέλο «Δημιουργία αξίας διαμέσου του μοντέλου εκτίμησης συνεργειών» όπου ως σημεία ελέγχου των εξαγορών έθεσαν τα ακόλουθα από πλευράς χρηματοοικονομικού ελέγχου: (1) Χρήση σημείου εξισορρόπησης (break-even-point) για καθορισμό αν η εξαγορά καλύπτει την αξία, και (2) πρόσθετη αξία διαμέσου συνεργειών.

Οι Carleton and Lineberry (2004) στο συγγραφικό τους έργο με θέμα τις Ε&Σ από πλευράς ενσωμάτωσης εταιρικής κουλτούρας καταγράφουν τη μέτρηση απόδοσης της Ε&Σ

ως προς τον έλεγχο της χρηματοοικονομικής πτυχής ως ακολούθως: (1) Αύξηση ή μείωση τιμής μετοχής, (2) Αύξηση ή μείωση εσόδων, (3) Αύξηση ή μείωση λειτουργικών κερδών, (4) Αύξηση ή μείωση κερδοφορίας, (5) Κάλυψη κόστους κεφαλαίου, και (6) Κάλυψη πληρωθεισών υπέρ το άρτιο τιμών.

Ο Bruner (2004), στο συγγραφικό του έργο στις εφαρμοσμένες Ε&Σ κατέγραψε και εισηγείται ως βέλτιστες πρακτικές εκείνες οι οποίες εκτελούνται διαμέσου της κατανομής ρόλων, σύσταση πολυθεματικών ομάδων και ανταλλαγή πληροφοριών.

Οι Moeller and Brady (2007) στο συγγραφικό τους έργο με θέμα τις Ε&Σ κατέγραψαν ότι οι κάθε Ε&Σ είναι μοναδική και εισηγούνται ένα συνοπτικό πλαίσιο το οποίο μπορεί να εφαρμοστεί στην πράξη και περιλαμβάνει τα ακόλουθα στάδια: (1): Χαρτογράφηση εταιρικής στρατηγικής, (2): Οργάνωση Ε&Σ, (3): Καθορισμός τιμής εξαγοράς και διαπραγμάτευση, (4): Χαρτογράφηση οργανογράμματος Ε&Σ και αποδοχή, (5): Ενσωμάτωση Σ&Ε: Πλάνο ενσωμάτωσης, και (6): Επίβλεψη Ε&Σ.

Οι πιο πάνω συγγραφείς σημειώνουν ότι ουδεμία εγγύηση διασφαλίζει την επιτυχία της ενσωμάτωσης της Ε&Σ αλλά τα πιο πάνω αποτελούν συστάσεις προς βελτίωση της απόδοσης και μείωση του ρίσκου αποτυχίας.

Οι Galpin and Herndon (2007) στο συγγραφικό τους έργο με θέμα τις Ε&Σ ως εργαλείο υποστήριξης και επιτυχούς ενσωμάτωσης εισηγούνται τις δέκα πιο κάτω εισηγήσεις προς επιτυχία, σημειώνοντας και αυτοί ότι δεν υπάρχει εγγυημένη επιτυχία: 1) Διενέργεια επιμέλειας στον τομέα της χρηματοοικονομικής και ανθρώπινου δυναμικού στις συγγενικές περιοχές, 2) Καθορισμός του επιπέδου ενσωμάτωσης, 3) Επιτάχυνση των αποφάσεων παρά στη στόχευση της ακρίβειας, 4) Επ' ωφελεία της υποστήριξης και δέσμευσης των ανώτερων διευθυντών, 5) Ξεκάθαρη χαρτογράφηση της διαδικασίας ενσωμάτωσης, 6) Επιλογή υψηλής εκτίμησης και ικανότητας ηγέτη, 7) Επιλογή ικανών ομάδων για την εκτέλεση των στόχων, 8) Χρήση βέλτιστων πρακτικών, 9) Καθορισμός μετρήσιμων στόχων και υποχρεώσεων, 10) Εμπέδωση συνεχούς επικοινωνίας και ανατροφοδότησης.

Αρκετά βιβλία έχουν συγγραφεί στον τομέα των Ε&Σ. Πιο κάτω παρατίθενται μερικές εκδόσεις βιβλίων και σε κανένα δεν υπάρχει χαρτογραφημένο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου ενσωμάτωσης των Ε&Σ το οποίο να βασίζεται σε πολλαπλές μεθοδολογίες, πολλαπλές εφαρμογές ποσοτικής ανάλυσης, και εφαρμογή ανάλυση ευαισθησίας ώστε να διασφαλίζεται η αξιοπιστία και ισχύς του αποτελέσματος:

- Weston (2001): «Ε&Σ – Mergers & Acquisitions» Φορολογικές και Λογιστικές Οδηγίες, συμπεριλαμβανομένων και εκτιμήσεων και μοντέλων αναδιοργάνωσης, και οδηγίες ενσωμάτωσης.
- Bruner (2004): «Εφαρμοσμένες Ε&Σ – Applied Mergers & Acquisitions».
- Carleton and Lineberry (2004): «Επιτυχία μετά την Ε&Σ – Achieving Post-Merger Success».
- Galpin and Henrdon (2007): « Ε&Σ, διαδικαστικά εργαλεία για την υποστήριξη της ενοποίησης σε όλα τα στάδια - M & A σε κάθε επίπεδο Mergers & Acquisitions, Process Tools to Support M&A Integration at every Level».
- Kenny (2009): «Στρατηγική ανάπτυξης πώς να αναπτυχθεί η επιχείρηση επιτυχώς με ανάπτυξης»

Οι Moeller and Brady (2009) στο συγγραφικό τους έργο με την έκδοση βιβλίου υπό τον τίτλο «Ευφυής Ε&Σ – Intelligent M&A» ερευνώντας τις Ε&Σ καταγράφουν σε κάθε κεφάλαιο το γενικό πλαίσιο και συμπέρασμα και δεν αναφέρονται καθ' εαυτό στον εσωτερικό τομέα του οργανισμού, δηλαδή ποιος θα πάρει τις αποφάσεις, ποια ομάδα εμπλέκεται και σε ποιον τομέα, πώς θα ενεργήσει, ποιοι είναι οι μηχανισμοί ελέγχου, και πώς ανατροφοδοτούνται διαμέσου ποιας χρηματοοικονομικής αναφοράς, μοντέλου ή πλαισίου.

Οι Kovala and Skok (2015) στην έρευνα με θέμα Ε&Σ στον Τραπεζικό Τομέα: Πλαίσιο για Αποτελεσματική ολοκλήρωση των Τεχνολογικών Συστημάτων κατέληξαν σε χαρτογράφηση Πλαισίου το οποίο αφορά το τεχνολογικό μέρος.

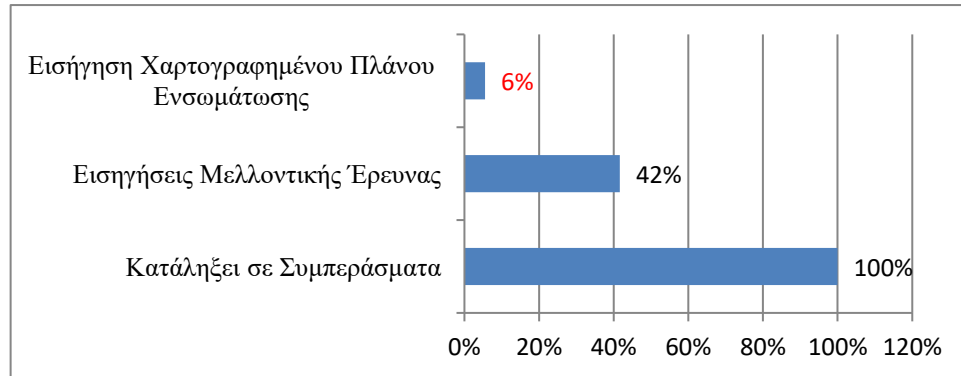
Δεν υπάρχει καμία μαγική φόρμουλα για την επιτυχία των Ε&Σ. Όπως οποιαδήποτε άλλη επιχειρηματική διαδικασία, δεν είναι εγγενώς καλή ή κακή, ακριβώς όπως το Μάρκετινγκ και Έρευνα & Ανάπτυξη. Κάθε Ε&Σ πρέπει να έχει τη δική της στρατηγική και λογική. Με βάση την εμπειρία μας, οι αποδεκτές επιτυχημένες Ε&Σ έχουν συγκεκριμένο πλάνο. Οι λιγότερο επιτυχείς Ε&Σ βασίζονται σε ασαφή δεδομένα όπως μη ξεκάθαρη στρατηγική ή επιδίωξη οικονομιών κλίμακας (Goedhart et al., 2010).

Σύμφωνα με το Παράρτημα 22 παρουσιάζεται στατιστική ανάλυση στην καταγράφονται 36 πρόσφατες έρευνες οι οποίες δημοσιεύθηκαν σε επιστημονικά περιοδικά με στατιστικές παραμέτρους τις πιο κάτω:

- Κατάληξη σε Συμπεράσματα – 100%.
- Εισηγήσεις Μελλοντικής Έρευνας – 42%.
- Εισήγηση Χαρτογραφημένου Πλάνου Ενσωμάτωσης Ε&Σ – 6%.

Η πιο κάτω γραφική παράσταση η οποία εξήχθη με βάση το παράρτημα 22 καταδεικνύει την έλλειψη εισηγήσεων χαρτογραφημένων πλάνων ενσωμάτωσης των Ε&Σ προς μείωση ρίσκου αποτυχίας. Εξού και η επιβεβαίωση των κενών που προαναφέρθηκαν.

Γράφημα 2-6: Στατιστική ανάλυση ερευνητικών δημοσιεύσεων



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση εξάγονται τα πιο κάτω συμπεράσματα:

- Οι προηγούμενες έρευνες κατέληξαν εμπειριστατωμένα μέσα από μετρήσιμα κριτήρια σε ασφαλή συμπεράσματα ως προς την πρόσθετη αξία ή μείωση στην αξία των μετόχων.
- Εισηγήσεις προς μελλοντικά πεδία έρευνας έδωσε μόνο το 42%.
- Χαρτογραφημένο πλάνο ενσωμάτωσης Ε&Σ έδωσε μόνο το 6%, γεγονός το οποίο καταδεικνύει το χάσμα της θεωρίας από την πράξη. Περαιτέρω αυτό το γεγονός είναι άμεσα συνδεδεμένο με τα κενά τα οποία διατυπώθηκαν από τους ερευνητές Gunther (2007), Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010), Rajeev and Jyoti (2011), και Alaranta and Martela (2012), Peng and Beamish (2014), Martynov and Shafti (2016), Gogia (2018), και Wei and Gregg (2020).

Με βάση τις διαχρονικές μελέτες και έρευνες των Ε&Σ όπου η διεθνής βιβλιογραφία καταγράφει πληθώρα τέτοιων ερευνών ως προς την απόδοση, δηλαδή αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων. Στον αντίποδα, ελάχιστη έρευνα ή μελέτη έχει εντοπιστεί στην οποία να ερευνάται η αποτίμηση των εξαγορών και κατ' επέκταση η αξία των μετόχων διά της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z Score σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και κατ' επέκταση αν υπήρξε πλήρης απώλεια της αξίας των μετόχων, δηλαδή η εξαγορασθείσα εταιρεία πτώχευσε μετά την εξαγορά με αποτέλεσμα να υπάρξει πλήρης απώλεια της επένδυσης με συνεπακόλουθο την ολική απώλεια της αξίας των μετόχων. Τέλος δεν εντοπίζεται στη διεθνή βιβλιογραφία η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης

της αξίας των μετόχων το οποίο να είναι σε λειτουργία σε πραγματικό χρόνο, μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Συνεπώς, πιο κάτω παρατίθεται το βασικό ερώτημα το οποίο είναι αναπόσπαστο μέρος του σκοπού της παρούσας έρευνας.

Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα ΒΕΕ: Ποιο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ θα μπορούσε να αναπτυχθεί προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα;

2.15 Ερευνητικά Κενά στην Βιβλιογραφία

Εκτενείς μελέτες οι οποίες κάλυψαν τεράστια γεωγραφικά μήκη και πλάτη όπως ΕΕ, Αμερική, Μεγάλη Βρετανία και Ινδία, των DeWit and Meyer (1998); KPMG (1999; 2001), Carleton and Lineberry (2004), Cartwright and Schoenberg (2006), Papadakis and Thanos (2010); Sinha et al. (2010), Jayesh (2012), Paulone, (2013), Kosonen and Blomqvist (2013) κατέδειξαν μεγάλα ποσοστά αποτυχίας εξαγορών πέραν του 50%, με αρνητικά αποτελέσματα ως προς την αξία των μετόχων, για τους εξής λόγους: (1) έρευνα σε κάθε χώρα ίσως να είναι μοναδική λόγω της διαφορετικής κουλτούρας, του οικονομικού συστήματος, του φορολογικού συστήματος, του βαθμού της διαφθοράς, του νομικού πλαισίου και κανονιστικών ρυθμίσεων και πάνω απ' όλα ο παράγοντας της επάρκειας της ομάδας επίβλεψης και εκτέλεσης της εξαγοράς, (2) αποτυχία ενσωμάτωσης κοινής εταιρικής κουλτούρας, (3) αποτυχία αποκόμισης συνεργειών, (4) αποτυχία αποκόμισης οικονομιών κλίμακα, (5) η αύξηση του ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο από μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες, (6) η φιλελευθεροποίηση και (7) οι δραματικές τεχνολογικές αλλαγές.

Αρκετοί ερευνητές κατέδειξαν σημαντικά ερευνητικά κενά στον τομέα των εξαγορών:

- Carleton and Lineberry (2004): ανύπαρκτη ή ελλιπής μελέτη και γνώση της εταιρικής κουλτούρας.
- Gunther (2007): ανάγκη στον εμπλουτισμό της γνώσης ως προς διαδικασία επέκτασης και στα ειδικά χαρακτηριστικά του εταιρικού προγράμματος επέκτασης.
- Clayton (2010): Meglio and Risberg (2010), διαπιστώνουν ότι οι επιστήμονες και επαγγελματίες επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες για να βρουν απαντήσεις προς βελτίωση της θεωρίας των Ε&Σ και περαιτέρω να βελτιώσουν το τεράστιο κενό με την εισαγωγή συγκεκριμένου πλαισίου.

- Junni (2011): καταγράφει στην έρευνα της ότι ελάχιστη έρευνα προϋπάρχει στο πεδίο μεταφοράς γνώσης στις πράξεις E&Σ γι' αυτό καταγράφεται υψηλός βαθμός αβεβαιότητας και ασάφειας για τα δύο εμπλεκόμενα μέρη, επικαλούμενη τους Bresman et al. 1999; Ranft and Lord, 2002; Vaara et. al, 2003; Vaara, 2003.
- Alaranta and Martela (2012): το κενό γνώσης το οποίο υπάρχει στην υφιστάμενη βιβλιογραφία εντοπίζεται στο πεδίο της βιωματικής γνώσης (μάθηση στην πράξη) η οποία είναι κρίσιμη για τη λειτουργία των οργανισμών είναι ελλιπές ή έχει χαθεί. Επικαλούμενοι τους Bekier et. al. (2001), καταγράφουν ότι πέραν των 50% των πράξεων E&Σ αποτυγχάνουν λόγω προβλημάτων αφομοίωσης της E&Σ. Επικαλούμενοι τους Alavi και Leidner (2001), το κενό γνώσης είναι το αποτέλεσμα εάν διαταράσσονται οποιεσδήποτε από τις εταιρικές διαδικασίες γνώσης, όπως η δημιουργία γνώσης, γνώση αποθήκευσης/ανάκτησης, μεταφορά γνώσης και εφαρμογή γνώσης, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από τους Brock et al. (2018). Επικαλούμενοι τους Cha et al. (2008), καταγράφουν ότι η απώλεια των διαφορετικών τύπων της γνώσης επηρεάζει την επιτυχία των E&Σ. Συνεπώς, η επιτυχία των E&Σ εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την εμπειρία σε εφαρμογή της βιωματική γνώση (μάθηση στην πράξη). Τέλος, επικαλούμενοι τους Cha et al. (2008) και Szulanski (1996) καταγράφουν ότι η ταχεία και αποτελεσματική μεταφορά της γνώσης μεταξύ των οργανισμών είναι κρίσιμης σημασίας για την επιτυχία στην ολοκλήρωση μετά τη συγχώνευση, και τελικά, για την επίτευξη των στόχων της συγχώνευσης.
- Peng and Beamish (2014): η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου.
- Sergei et al. (2015): κατέδειξαν ότι οι υπάρχουσες γνώσεις στις E&Σ πρέπει να επεκταθούν στις αναδυόμενες οικονομίες μέσα και έξω από την ΕΕ.
- Οι Christofi et al. (2017): στην έρευνα τους από πλευράς μάρκετινγκ στις E&Σ διαπιστώνουν σημαντικά θεωρητικά κενά τα ακόλουθα: (1) δεν υπάρχει θεωρητικό πλαίσιο στρατηγικής ταυτότητας (brand strategy), (2) αναδύεται έρευνα των E&Σ στον τομέα μάρκετινγκ με προοπτική τη θεωρητική σύνθεση και ανάπτυξη, (3) είναι η πρώτη μελέτη η οποία παρέχει στους ερευνητές μία δομημένη επισκόπηση του πεδίου μελετών μάρκετινγκ των E&Σ, και (4) επισημαίνονται κενά στη γνώση σε θέμα δημιουργίας ισχυρότερης θεωρητικής βάσης και ανάπτυξης και περαιτέρω αναπροσαρμογή των μεθοδολογιών οι οποίες είναι διερευνητικής φύσης.

- Οι Oberg and Laminen (2017): καταδεικνύουν το κενό μεταξύ των διαφορών στις προθέσεις ενός αγοραστή και ενός αποκτηθέντος μέρους είναι το πρώτο βήμα για την αντιμετώπιση των κενών όπως και οι διαφορετικές κουλτούρες.
- Gogia (2018): καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτυχία των Ε&Σ όπου αποτελεί υπαρκτό πρόβλημα είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές για την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ.
- Wei and Gregg (2020): καταγράφουν το θεωρητικό κενό στο οποίο δεν υπάρχει σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.

2.15.1 Ερευνητικά Κενά συνδεδεμένα με την παρούσα έρευνα

Με βάση τα πιο πάνω ερευνητικά κενά η παρούσα έρευνα επικεντρώνεται στα κενά τα οποία αναφέρονται από τους ερευνητές:

- Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010): διαπιστώνουν ότι οι επιστήμονες και επαγγελματίες επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες για να βρουν απαντήσεις προς βελτίωση της θεωρίας των Ε&Σ και περαιτέρω να βελτιώσουν το τεράστιο κενό με την εισαγωγή συγκεκριμένου πλαισίου.
- Alaranta and Martela (2012): το κενό το οποίο υπάρχει στην υφιστάμενη βιβλιογραφία εντοπίζεται στο πεδίο της βιωματικής γνώσης (μάθηση στην πράξη) η οποία είναι κρίσιμη για τη λειτουργία των οργανισμών είναι ελλειπές ή έχει χαθεί.
- Peng and Beamish (2014): η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου.
- Christofi et al. (2017): επισημαίνονται κενά στη γνώση σε θέμα δημιουργίας ισχυρότερης θεωρητικής βάσης και ανάπτυξης και περαιτέρω αναπροσαρμογή των μεθοδολογιών οι οποίες είναι διερευνητικής φύσης.
- Gogia (2018): καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτυχία των Ε&Σ όπου αποτελεί υπαρκτό πρόβλημα είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές για την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ.
- Wei and Gregg (2020): καταγράφουν το θεωρητικό κενό όπου δεν υπάρχει σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.

Ένας από τους στόχους της παρούσας έρευνας είναι η ανάπτυξη του μεθοδολογικού πλαισίου το οποίο καλύπτει το υφιστάμενο ερευνητικό κενό που αποτελείται από συνδυασμό μεθοδολογιών ως προς τη συλλογή και ανάλυση των δεδομένων με πρωτίστη μεθοδολογία τη χρηματοοικονομική ανάλυση και δευτερεύουσα μεθοδολογία το δομημένο ερωτηματολόγιο.

Πέραν των πιο πάνω θεωρητικών κενών τα οποία καταγράφηκαν από τους ερευνητές, ελάχιστη έρευνα υπάρχει η οποία να μελετά την εξέλιξη του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή και χρεοκοπίας στην μετά εξαγορά περίοδο σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα όπου να υπήρξε αποτυχία ή και χρεοκοπία της εξαγορασθείσας εταιρεία και κατ' συνέπεια απώλεια της αξίας των μετόχων. Στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε συλλογή δεδομένων από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών η οποία κατέδειξε ότι αριθμός εταιρειών που είχαν ρίσκο αποτυχίας είχαν εκκαθαριστεί, διαλυθεί ή διαγραφεί από το Μητρώο του Εφόρου Εταιρειών με συνεπακόλουθο την πλήρη απώλεια της αξίας των μετόχων. Στην παρούσα έρευνα ένας από τους βασικούς στόχους ήταν η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ όπου μπορεί να εκτιμηθεί σε πραγματικό χρόνο το ρίσκο αποτυχίας ή και χρεοκοπίας ώστε να μπορεί με αποτελεσματικές δράσεις να αποφευχθεί το ρίσκο αποτυχίας ή και χρεοκοπίας, συνεπώς ολική απώλεια της αξίας των μετόχων.

2.16 Ανάπτυξη Ερευνητικών Ερωτημάτων και Υποθέσεων

Οι ερευνητικές Υποθέσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των επιστημονικών ερευνών στις οποίες μπορούν να εισαχθούν και ερωτήσεις ταυτόχρονα ανάλογα με το είδος της επιστημονικής έρευνας. Η σύνθεση και δομή της παρούσας έρευνας συμπεριλαμβάνει τις υποθέσεις ως μέρος της ερευνητικής πρότασης. Συνεπώς το κρίσιμο ερώτημα είναι 'Ποια είναι τα χαρακτηριστικά των καλών ερευνητικών Υποθέσεων;»

Ο Salkind (2006) έθεσε με πλήρη σαφήνεια τα πιο κάτω αναπόσπαστα σημεία για να πληρείται ο όρος «Καλή Ερευνητική Υπόθεση»:

- Οι Υποθέσεις πρέπει να είναι ξεκάθαρες δηλώσεις. Πιο κάτω διατυπώνονται ξεκάθαρα οι ερευνητικές υποθέσεις οι οποίες εξήχθησαν διαμέσου των ερευνητικών ερωτημάτων.
- Ξεκάθαρη και σαφής σχέση μεταξύ των μεταβλητών. Η ανάπτυξη των υποθέσεων αποκρυσταλλώνει την ξεκάθαρη σχέση με τις μεταβλητές.
- Να δοκιμάζονται (testable). Πιο κάτω στην αναφορά των υποθέσεων καταγράφεται και η οδός δοκιμασίας της κάθε υπόθεσης.

Συνεπώς με βάση τα βασικά σημεία τα οποία χαρακτηρίζουν τις καλές ερευνητικές υποθέσεις, και με βάση τη βιβλιογραφική επισκόπηση αναπτύχθηκαν οι ερευνητικές υποθέσεις οι οποίες χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: (1) Γενικό Πλαίσιο πριν από την εξαγορά (Y0) και (2) Χρηματοοικονομικό Πλαίσιο μετά-την-εξαγορά (Y1-Y5) το οποίο βασίζεται καθαρά σε χρηματοοικονομική ανάλυση ποσοτικών λογιστικών δεικτών και μοντέλων (Innocent et al, 2014; Yanan et al, 2016; Lemonakis et al, 2016; Jallow et al, 2017). Αρκετοί ερευνητές διαχώρισαν την έρευνα τους σε σχέση με την ανάπτυξη των υποθέσεων σε δύο χρονικά σημεία/πυλώνες, στην προ και μετά εξαγορά εποχή. Πιο κάτω παρουσιάζεται πίνακας ερευνητών οι οποίοι έκαναν χρήση των χρονικών σημείων προ και μετά εξαγορά εποχή:

Πίνακας 2-10: Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας ως προς τα χρονικά σημεία εκτίμησης των Σ&Ε

Ερευνητής	Πεδίο Έρευνας	Χρονικό σημείο Πριν από την Εξαγορά	Χρονικό σημείο μετά την Εξαγορά
Sugiarto (2000)	Η Επίδραση των Σ&Ε στην αξία των Μετόχων	-10 μέρες	+10 μέρες
Balogh (2006)	Ανάλυση των παραγόντων που καθορίζουν την επιτυχία των διασυννοριακών Σ&Ε	-3 έτη	+3 έτη
Lin and Lee (2010)	Όσο μεγαλύτερη τόσο καλύτερη(The bigger the better): Απόδοση Σ&Ε Χρηματοοικονομικών Μητρικών Οργανισμών	0	+5 έτη
Papadakis and Thanos (2010)	Μέτρηση απόδοσης των Εξαγορών: Εμπειρική μελέτη με τη χρήση πολλαπλών κριτηρίων	0	Περίοδος 1997 - 2003
Boapeah (2013)	Σ&Ε και εταιρική χρηματοοικονομική μια εμπειρική ανάλυση των βρετανικών Εταιριών	-5 έτη	+5 έτη
Liu and Wang (2013)	Απόδοση Σ&Ε κάτω από την προοπτική της εταιρικής διακυβέρνησης	0	+3 έτη
Paulone (2013)	Σ&Ε: Εξέταση διευθυντικής στρατηγικής σε σχέση με τα λογιστικά μέτρα στη μετά απόκτηση εποχή	-2 έτη	+2 έτη
Trivendi (2013)	Μελέτη για την αξιολόγηση των επιδόσεων στην προ και μετά Σ&Ε επιλεγμένων Ινδικών τραπεζών	-3 έτη	+3 έτη
Daniliuc et al. (2014)	Η αλληλεπίδραση μετά τη Σ&Ε ολοκλήρωση και εστίαση σε σχέση με τη μακροπρόθεσμη απόδοση	0	+3 έτη
Rani et. al. (2014)	Επίδραση βαθμολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με τα ανώμαλα κέρδη και οικονομική απόδοση των Σ&Ε	0	Περίοδος 2003 - 2008
Soni (2014)	Μελέτη πριν και μετά Σ&Ε για τη χρήση επιλεγμένων οικονομικών	-3 έτη	+3 έτη

	παραμέτρων για επιλεγμένες τσιμεντοβιομηχανίες στην Ινδία		
Joash and Njangu (2015)	Η επίδραση των Σ&Ε στον οικονομικό αντίκτυπο των τραπεζών (έρευνα των εμπορικών τραπεζών στην Κένυα)	0	+1-3, +4-7, +8-10 έτη
Meschi and Metais (2015)	Τόσο μεγάλο για μάθηση (too big too learn): Οι επιπτώσεις των μεγάλων αποτυχιών Σ&Ε και οι μετέπειτα εκπονήσεις	0	Περίοδος 1988 - 2008
Fidanoski et .al. (2018)	Εμπειρική Ανάλυση Εξαγορών στην Κροατία	0	Περίοδος 2007-2014
Kyriazopoulos et al. (2020)	Διεύθυνση Ρίσκου Ε&Σ, εμπειρική έρευνα στον τραπεζικό τομέα στην Ελλάδα	0	Περίοδος 2010-2017

Κατά τη Sekara (2003) στο συγγραφικό της έργο στο πεδίο της ανάπτυξης των υποθέσεων καταγράφεται ότι με τον προσδιορισμό των σημαντικών μεταβλητών μπορούν να ελεγχθούν οι σχέσεις των μεταβλητών διαμέσου στατιστικών αναλύσεων με στόχο να συλλεχθούν αξιόπιστες πληροφορίες για το τι θα μπορούσε να αλλάξει στην κατάσταση και επίλυση του προβλήματος. Η διατύπωση τέτοιων δοκιμαστικών αναφορών καταστάσεων ονομάζεται ανάπτυξη υποθέσεων.

Ο Coetsee (2010) καταγράφει ότι οι θετικές λογιστικές θεωρίες έχουν ορίζοντα να περιγράψουν την κατάσταση από τον πραγματικό κόσμο, διαμέσου εμπειρικών παρατηρήσεων όπου το πρόβλημα έχει εντοπιστεί. Τα σχετικά δεδομένα με το πρόβλημα συλλέγονται και χαρτογραφούνται και ελέγχονται οι υποθέσεις. Εάν η παρουσίαση των εμπειρικών φαινομένων είναι ακριβείς τότε η θεωρία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για προβλεπτικούς σκοπούς.

Οι Farruggia et. al. (2010) και Long (2014) στην έρευνα τους καταγράφουν ότι η χαρτογράφηση των ερευνητικών ερωτήσεων είναι το πιο σημαντικό μέρος ενός ερευνητικού έργου γιατί οδηγεί στα ευρήματα με αποτέλεσμα να υπάρχει επίδραση στην εκτίμηση των αποτελεσμάτων και των εισηγήσεων προς μελλοντικές έρευνες.

Οι Λαγουμιντζής κ.α. (2015) στη βιβλιογραφία τους καταγράφουν επί λέξει «Η υπόθεση είναι μία πρόβλεψη για τις «προς διαλεύκανση» σχέσεις των μεταβλητών του πειράματος. Η υπόθεση είναι μια κατάσταση που πρέπει να επαληθευτεί ή να απορριφθεί. Είναι μια διατύπωση υπό αίρεση, που εξηγεί τη σχέση μεταξύ δύο μεταβλητών. Βασικό της προσόν είναι η μετατροπή ενός πιθανώς πολύπλοκου ερωτήματος σε μια δυαδική οντότητα, που αξιολογείται αντικειμενικά με Ναι/Όχι, αποφεύγοντας την υποκειμενικότητα των ποσοτικών εκτιμήσεων».

Στην παρούσα έρευνα παρατίθενται πιο κάτω οι κατηγοριοποιήσεις των υποθέσεων σε σχέση με τα ερευνητικά ερωτήματα τα οποία εξήχθησαν μέσα από την ανάλυση της βιβλιογραφικής επισκόπησης:

Πίνακας 2-11: Ανάπτυξη Ερευνητικών Ερωτημάτων και Υποθέσεων Παρούσας Έρευνας

Ερευνητικό Ερώτημα	Ανάπτυξη Υποθέσεων
1ος Πυλώνας – Γενικό Πλαίσιο Πριν την Εξαγορά	
Ερευνητικό Ερώτημα 1 (EE1): Ερευνητικό Ερώτημα 1: Ποιοι στρατηγικοί λόγοι οδήγησαν στις αποφάσεις των εξαγορών;	Ερευνητική Υπόθεση 1 (EY1): Βασικοί στρατηγικοί λόγοι που οδήγησαν στις εξαγορές ήταν η αποκόμιση οικονομιών κλίμακας, ανάπτυξη και αύξηση μεριδίου αγοράς.
Ερευνητικό Ερώτημα 2 (EE2): Σε ποιους τομείς διενήργησε δέουσα επιμέλεια η Ανώτερη Διεύθυνση στις στοχευόμενες υπό εξαγορά εταιρείες;	Ερευνητική Υπόθεση 2 (EY2): Η Ανώτερη Διεύθυνση διενήργησε ταυτόχρονη δέουσα επιμέλεια στους ακόλουθους βασικούς τομείς: χρηματοοικονομικό, εσωτερικό, νομικό, εμπορικό, κουλτούρας και διοικητικό.
Ερευνητικό Ερώτημα 3 (EE3): Έχει η πλειοψηφία των εξαγορών στόχευση τον συγγενικό τομέα;	Ερευνητική Υπόθεση 3 (EY3): Η στόχευση των εξαγορών είχε κατά πλειοψηφία τους συγγενικούς τομείς.
2ος Πυλώνας – Απόδοση Μετά την Εξαγορά	
Ερευνητικό Ερώτημα 4 (EE4): Πέτυχαν οι εξαγορές αύξηση της αξίας των μετόχων διαμέσου της χρηματοοικονομικής απόδοσης;	Ερευνητική Υπόθεση 4.1 (EY4.1): Οι εξαγορές είχαν θετικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων μεταξύ 1 ^{ου} και 5 ^{ου} χρόνου από το σημείο εξαγοράς με βάση την ανάλυση χρηματοοικονομικών ποσοτικών δεικτών ROA και ROE.
	Ερευνητική Υπόθεση 4.2 (EY4.2): Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Ρευστότητας (CR).
	Ερευνητική Υπόθεση 4.3 (EY4.3): Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Χρέους (DR).
	Ερευνητική Υπόθεση 4.4 (EY4.4): Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση στους τομείς της Κερδοφορίας σε επίπεδο Καθαρής, Λειτουργικής και Συσσωρευμένων Κερδών (NP, OP, REA).
	Ερευνητική Υπόθεση 4.5 (EY4.5): Οι μεταβλητές απόδοσης ROA, ROE, αλληλεξαρτώνται από τις αυξομειώσεις των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, NP, OP, REA όπου η αλληλεξάρτηση επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την απόδοση των E&Σ.
	Ερευνητική Υπόθεση 4.6 (EY4.6):

	Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση της οικονομικής ευρωστίας διαμέσου του δείκτη Altman Z Score.
Ερευνητικό Ερώτημα 5 (EE5) : Ποιος ή ποιοι δείκτες επηρεάζουν κατά προτεραιότητα τον δείκτη Z score μεταξύ των δεικτών CR, DR, OPA,NPA, και REA;	Ερευνητική Υπόθεση 5 (EY5): Οι δείκτες CR, DR, OPA,NPA, και REA έχουν την ίδια επίδραση στον δείκτη Z Score.
Ερευνητικό Ερώτημα 6 (EE6): Ποιες είναι οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score σε ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας στις κατηγορίες μη-πτώχευσης (non bankrupt) και πτώχευσης (bankrupt)?	Ερευνητική Υπόθεση 6 (EY6): Στην ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score είναι πάνω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία μη-πτώχευσης και κάτω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία πτώχευσης.
3ος Πυλώνας – Άλλοι Παράγοντες Αποτίμησης E&S Μετά την Εξαγορά	
Ερευνητικό Ερώτημα 7 (EE7): Επηρεάστηκε η επιτυχία των E&S από την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου και του ΑΕΠ ή είναι κυρίως θέμα αποφάσεων και οργάνωσης των εκάστοτε εκτελεστικών διευθυντών;	Ερευνητική Υπόθεση 7 (EY7): Η επιτυχία των εξαγορών εξαρτάται από την πορεία ΑΕΠ και ΧΑΚ.

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Η ανάπτυξη των πιο πάνω ΕΕ και ΕΥ συνάδει πλήρως με την βασική θεωρία των E&S προς την επίτευξη δημιουργία αξίας (value creation theory) η οποία αποτιμάται διαμέσου χρηματοοικονομικής ανάλυσης, γεγονός το οποίο έχει καταδειχθεί από πληθώρα ερευνητών τους οποίους επικαλέστηκαν στην έρευνα τους οι Gupta et al. (2021) αναφορικά με τα τρία επίπεδα χρηματοοικονομικής ανάλυσης ως ακολούθως: (α) κερδοφορία: Dickerson et al., 1997; Zollo and Meier, 2008; Papadakis and Thanos, 2010; Bertrand and Betschinger, 2012; Klimek, 2014; (β) ρευστότητα: Hitt et al., 1991; Martynova et al., 2006; Schoop, 2013; Bertrand et al., 2019; και (γ) Χρέους/μόχλευσης: Jandik and Makhija, 2005; Hege and Hennessy, 2010; Agyei-Boapeah, 2015. Ο αντίκτυπος των εξαγορών στην προ εξαγορά και μετά εξαγορά περίοδο και η δημιουργία πρόσθετης αξίας αποτιμάται διαμέσου χρηματοοικονομικών δεικτών όπως ρευστότητας, κερδοφορίας, και χρέους γι' αυτό και στην παρούσα έρευνα υιοθετήθηκαν ερευνητικές ερωτήσεις και υποθέσεις συνδεδεμένες με χρηματοοικονομικούς δείκτες μέτρησης απόδοσης στα τρία επίπεδα ρευστότητας, κερδοφορίας, και χρέους όπου αποτελούν τον δεύτερο πυλώνα διερεύνησης αποτίμησης των εξαγορών.

2.16.1 Βασικό Ερώτημα το οποίο καθοδηγεί τον Σκοπό της Έρευνας

Κατά τους Λαγουμιντζή κ.α. (2015) καταγράφεται «Οι ερωτήσεις που θέτουμε είναι: «Ποιο είναι το βασικό ερώτημα της έρευνάς μου;» «Ποιες είναι οι πληροφορίες που θα πρέπει να έχω στο τέλος της έρευνας;». Συνεπώς, πιο κάτω παρατίθεται το βασικό ερώτημα το οποίο είναι αναπόσπαστο μέρος του σκοπού της παρούσας έρευνας.

Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα ΒΕΕ: Ποιο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ θα μπορούσε να αναπτυχθεί προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμείωση της αξίας των μετόχων τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα;

2.17 Σύνοψη Βιβλιογραφίας και Συμπεράσματα

Πιο κάτω παρατίθενται συνοπτικά τα κύρια σημεία των Ε&Σ όσον αφορά τη βιβλιογραφική επισκόπηση:

- Οι Ε&Σ χρονολογούνται από το 1895.
- Οι Ε&Σ είναι ένα από τα ενεργά ερευνητικά θέματα της χρηματοοικονομικής επιστήμης σε παγκόσμια και διαχρονική βάση. Ποσοστό της τάξης του 60% διενεργούνται σε συγγενικούς τομείς.
- Αναμφίβολα το όχημα ανάπτυξης και επέκτασης των οργανισμών και εταιρειών αποτελεί το μοντέλο των Ε&Σ ανά το παγκόσμιο. Τα ποσά είναι τεράστια όταν μιλάμε για τρισεκατομμύρια δολάρια.
- Οι ερευνητές διατυπώνουν σαφείς λόγους της δραματικής αύξησης των Ε&Σ σε παγκόσμια κλίμακα. Αυτό καταδεικνύει ότι το παγκόσμιο περιβάλλον δεν είναι στατικό αλλά μεταβαλλόμενο σε συνεχή βάση.
- Οι στρατηγικές εξαγορών έχουν ερευνηθεί διεξοδικά από τους μελετητές στη χρηματοοικονομική και διοικητική επιστήμη.
- Οι ερευνητές διαπίστωσαν δυναμικά οικονομικά οφέλη και επικεντρώνονται σε δύο πολύ βασικά σημεία, τις κλίμακες οικονομίας και σκοπού όσον αφορά εξαγορές σε συγγενικό τομέα.
- Μερικές έρευνες κατέδειξαν ότι οι Ε&Σ σε συγγενικούς τομείς προσδίδουν μεγαλύτερα κέρδη από τη στρατηγική Ε&Σ σε μη συγγενικούς τομείς και περαιτέρω ότι οι πιο ευέλικτοι και όχι πολύπλοκοι οργανισμοί έχουν καλύτερες αποδόσεις από τους μεγάλους και πολύπλοκους οργανισμούς.

- Από την άλλη πλευρά, οι Ε&Σ σε μη συγγενικούς τομείς κατέδειξαν ότι δεν δημιουργούν συνέργειες αλλά χρηματοοικονομικά οφέλη μέσα από οικονομικούς μηχανισμούς.
- Η διεθνής βιβλιογραφία και έρευνα κατέδειξαν ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι εξαγορές ήταν επιζήμιες. Ως ιστορικό γεγονός αναφέρουν οι πιο πάνω ερευνητές τον βαθμό αποτυχίας των εξαγορών στο 50% ως 60%.
- Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι Ε&Σ δεν είναι πλήρως απελευθερωμένες από νόμους και ρυθμίσεις.
- Οι Ε&Σ επηρεάζονται από αρκετές παραμέτρους σε εθνικό επίπεδο. Οι παράμετροι διαφέρουν από χώρα σε χώρα και ειδικά στις ανεπτυγμένες.
- Κάθε Ε&Σ δεν είναι ίδια και τα κίνητρα πίσω από κάθε συναλλαγή διαφέρουν το ένα από το άλλο. Συνεπώς, μελετώντας βαθιά τους επιχειρησιακούς στόχους που τίθενται πίσω από κάθε συναλλαγή και αν έχουν εκπληρωθεί ρίχνουν φως στα δεδομένα αν η στρατηγική των Ε&Σ ήταν επιτυχής ή όχι.
- Προηγούμενες ερευνητικές μελέτες κατέδειξαν αλλαγές στα χαρακτηριστικά της απόδοσης πριν και μετά την εξαγορά. Ο κύριος σκοπός των σχετικών μελετών είχαν να απαντήσουν στο κύριο ερώτημα: η εξαγοράζουσα εταιρεία παρουσιάζει καλύτερες επιδόσεις μετά την εξαγορά;
- Η φύση της στρατηγικής ανάπτυξης Ε&Σ και σύνδεση της με την απόδοση της εταιρείας/οργανισμού φέρει στην επιφάνεια μια σειρά από πολύπλοκα θέματα για οικονομική ανάλυση και λήψη αποφάσεων. Προγενέστερες μελέτες κατέδειξαν ότι ο πιο συνηθισμένος τρόπος μέτρησης απόδοσης είναι οι λογιστικοί δείκτες.
- Μπορεί δύο κερδοφόρες εταιρείες να συγχωνευτούν διαμέσου Ε&Σ και να αποτύχουν. Η επιτυχία των Ε&Σ είναι συνδυασμός παραμέτρων γι' αυτό πάντα τονίζουμε ότι η επιτυχία είναι αποτέλεσμα οργάνωσης και εκτέλεσης από μία δυνατή ομάδα.
- Αρκετοί ερευνητές κατέδειξαν σημαντικά ερευνητικά κενά στον τομέα των εξαγορών.
 - ανύπαρκτη ή ελλιπής μελέτη και γνώση της εταιρικής κουλτούρας.
 - ανάγκη στον εμπλουτισμό της γνώσης ως προς τη διαδικασία επέκτασης.
 - επιστήμονες και επαγγελματίες επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες.
 - ελάχιστη έρευνα προϋπάρχει στο πεδίο μεταφοράς γνώσης.
 - στην υφιστάμενη βιβλιογραφία εντοπίζεται στο πεδίο της βιοματικής γνώσης (μάθηση στην πράξη).

2.18 Τελικό Συμπέρασμα

Η παραπάνω βιβλιογραφική επισκόπηση των Ε&Σ σε σχέση με την αξία των μετόχων αναλύει σε ικανοποιητικό βαθμό προηγούμενες έρευνες και μελέτες που συνάδουν με την παρούσα μελέτη. Σημαντικά γεγονότα έχουν εντοπιστεί μέσα από τη μελέτη της βιβλιογραφικής επισκόπησης όπως πιο κάτω:

1. Πρώτη φορά διενεργείται σε τέτοια έκταση έρευνα αποτίμησης των εξαγορών στην Κύπρο.
2. Συνδυασμός χρήσης συγκεκριμένων πολλαπλών ποσοτικών μεθόδων, (α) η χρήση του μοντέλου των μεταβλητών, (β) μοντέλου Altman Z Score και (γ) λογιστικών δεικτών, γεγονός το οποίο δεν έχει εντοπιστεί από έρευνα αποτίμησης των εξαγορών σε αυτό τον συνδυασμό.
3. Ελάχιστη έρευνα έχει εντοπιστεί στην εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score στον τομέα των Ε&Σ. Επιπλέον, η υπάρχουσα έρευνα μελετάει το δείκτη Altman Z score στο πρώτο έτος εξαγοράς, αλλά δεν ερευνήθηκε το ρίσκο αποτυχίας σε βάθος χρόνου.

Τα επόμενα κεφάλαια πέραν της Ερευνητικής Φιλοσοφίας & Μεθοδολογίας, η Ανάλυση Ευρημάτων (κεφάλαια 4-9) ρίχνουν φως ως προς τις επιπτώσεις στην αξία των μετόχων είτε θετικές είτε αρνητικές με βάση τα ευρήματα των υπό διερεύνηση εξαγορών σε τοπικό επίπεδο τα οποία συγκρίνονται σε διεθνές επίπεδο προς εντοπισμό συγκλίσεων και αποκλίσεων. Στο κεφάλαιο 10 παρατίθεται ο έλεγχος των υποθέσεων, απαντάται το βασικό ερευνητικό ερώτημα, και στο κεφάλαιο 11 παρουσιάζονται συνοπτικά τα συμπεράσματα όλων των κεφαλαίων, καταγράφεται η συνεισφορά στην θεωρία και πρακτική, και τέλος καταγράφονται οι περιορισμοί και εισηγήσεις προς μελλοντικές έρευνες.

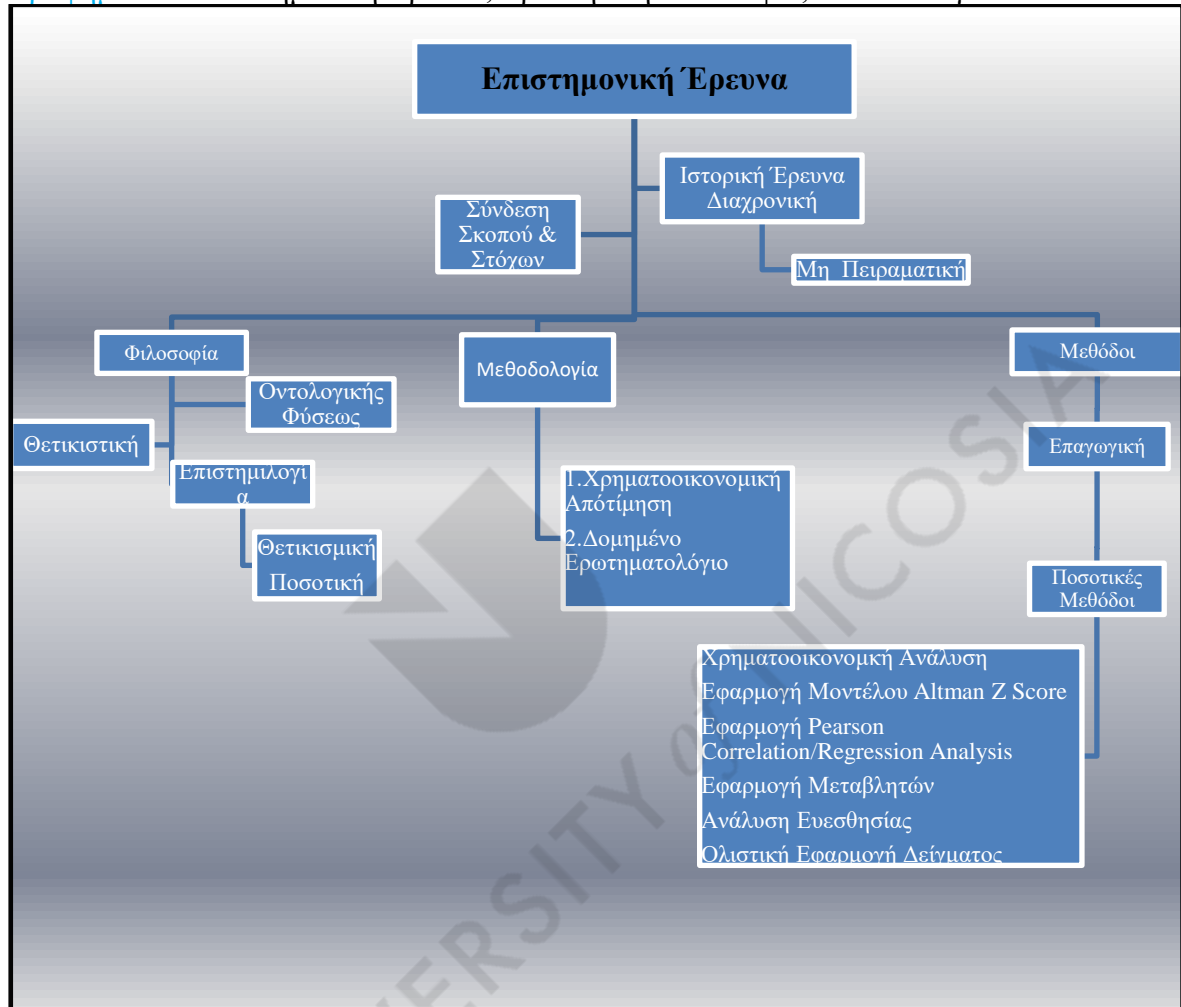
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Επιστημονική Έρευνα, Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία & Μέθοδοι

3.0 Εισαγωγή

Το πιο κάτω γράφημα σε ιεραρχική μορφή παρουσιάζει σε σύντομη τον κορμό της παρούσας έρευνας. Το πιο κάτω διάγραμμα δίνει το αποτύπωμα της παρούσας ερευνητικής διατριβής σε συνοχή και λογική σειρά των βασικών ερευνητικών πεδίων ως προς τα επιστημονικά πεδία της ερευνητικής Φιλοσοφίας, Μεθοδολογίας και Μεθόδων.

Γράφημα 3-1: Επιστημονική Έρευνα, Ερευνητική Φιλοσοφία, Μεθοδολογία και Μέθοδοι



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

3.1 Ιστορική Επιστημονική Έρευνα

Η παρούσα έρευνα είναι ιστορική μη πειραματική και αναλύονται πιο κάτω οι ορισμοί και η σύνδεση με την παρούσα έρευνα.

(α) Ιστορική Επιστημονική Έρευνα

Είναι σημαντικό να ορίσουμε τι είναι ιστορική έρευνα και ποια είναι τα δομημένα βήματα για να διεξαχθεί με επιτυχία η ιστορική έρευνα. Επιπλέον είναι υψίστης σημασίας να αναφέρονται οι πηγές και οι περιορισμοί της ιστορικής έρευνας (limitations of research).

Ορισμός Ιστορικής Έρευνας: Σύμφωνα με τον Key (1997), ιστορική έρευνα ορίζεται ως μια διαδικασία συμπληρωματικής παρατήρησης στην οποία ο ερευνητής επιδιώκει να ελέγξει την αυθεντικότητα των αναφορών ή τις παρατηρήσεις και αναφορές

που γίνονται από άλλους ερευνητές. Επιπλέον ο Salkind (2006) αναφέρει ότι η κατανόηση του παρελθόντος μπορεί να συνεισφέρει σημαντικά στην κατανόηση του μέλλοντος.

Παρούσα Έρευνα: Η παρούσα έρευνα είναι ιστορική και μελετάει γεγονότα που συνέβησαν στο παρελθόν, εξαγορές κατά τα έτη 1999 ως 2015 και κατ' επέκταση μέχρι το 2020.

(β) Βήματα Ιστορικής Επιστημονικής Έρευνας

Ο Salkind (2006), αναφέρει τα ακόλουθα βήματα για την επιτυχή διεξαγωγή της ιστορικής έρευνας: (1) Οι ιστορικοί ερευνητές ορίζουν ένα θέμα ή ένα πρόβλημα το οποίο θα διερευνήσουν. Στην παρούσα έρευνα ορίζεται το πρόβλημα της αποτυχίας των Ε&Σ στο ποσοστό περί της τάξης του 50% σε παγκόσμιο επίπεδο και περαιτέρω καταγράφεται το γεγονός ότι δεν εντοπίστηκαν δεδομένα και γνώση σε εθνικό επίπεδο, (2) Ο ερευνητής διατυπώνει υποθέσεις οι οποίες μπορεί και να εκφραστούν και διαμέσου ερωτήσεων. Η παρούσα έρευνα στηρίζεται σε υποθέσεις, και (3) χρησιμοποιήθηκαν διάφορες πηγές πολλαπλής μορφής για τη συλλογή στοιχείων.

Παρούσα Έρευνα: Η παρούσα έρευνα στηρίζεται στη συλλογή ποσοτικών πρωτοβάθμιων στοιχείων από τον ερευνητή τα οποία δεν αμφισβητούνται στην ορθότητα τους και περαιτέρω στη συλλογή στοιχείων από τον ανθρώπινο παράγοντα (ανώτερα διευθυντικά στελέχη) διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου και τα οποία αναλύονται διαμέσου ποσοτικής ανάλυσης, (4) Τα αποδεικτικά στοιχεία έχουν διερευνηθεί για την αυθεντικότητα και την ακρίβεια τους. Στην παρούσα έρευνα τα στοιχεία από την πρωτοβάθμια έρευνα εξήχθησαν μέσα από τις ελεγμένες ως επί το πλείστο οικονομικές καταστάσεις των συμβαλλομένων εταιρειών στις Ε&Σ, (5) Τα δεδομένα συνδέθηκαν ώστε να προσδώσουν ένα δομημένο σύνολο πληροφοριών. Τα δεδομένα τόσο από την πρωτοβάθμια πληροφόρηση (συλλογή του ερευνητή) όσο και από την επεξεργασία του δομημένου ερωτηματολογίου συνδέθηκαν με στόχο να υποστηρίξουν την έρευνα και να δώσουν φως στα κρίσιμα πεδία της επιτυχίας ή και αποτυχίας των εξαγορών, και (6) Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων εκτιμήθηκε με βάση το αρχικό εγχείρημα ως επί της ουσίας του θέματος της έρευνας που είναι οι υποθέσεις. Κατά κύριο λόγο τα αποτελέσματα συνδέθηκαν με τις υποθέσεις, ελέγχθηκαν οι υποθέσεις και εξήχθησαν ασφαλή συμπεράσματα.

Επιπλέον οι Busha and Harter (1991;1997) πέραν των πιο πάνω έξι βασικών βημάτων τα οποία αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της ιστορικής έρευνας πρόσθεσαν ακόμα δύο βήματα ως ακολούθως: (1) Επιλογή, οργάνωση, και ανάλυση των συλλεγόμενων

στοιχείων, για τη διεξαγωγή πορισμάτων, και (2) καταγραφή των συμπερασμάτων σε μια ουσιαστική αφήγηση.

(γ) Πηγές Ιστορικής Επιστημονικής Έρευνας

Σύμφωνα με τον Salkind (2006), οι ιστορικοί συνήθως βασίζονται σε δύο διαφορετικές πηγές δεδομένων: πρωτοβάθμια και δευτεροβάθμια. Η κάθε πηγή δεδομένων διαδραματίζει ιδιαίτερο ρόλο κατά τη διεξαγωγή της ιστορικής έρευνας και η κάθε πηγή είναι εξίσου πολύτιμη.

(δ) Πρωτοβάθμια Δεδομένα

Σύμφωνα με τον Salkind (2006) οι πρωτογενείς πηγές ιστορικών δεδομένων είναι πρωτότυπα αντικείμενα, έγγραφα, προσωπικές συνεντεύξεις και αρχεία, προφορικές ιστορίες, ημερολόγια και αρχεία του σχολών. Επιπρόσθετα ο Cameron (2001) κατέγραψε, ότι πρωτογενή στοιχεία είναι εκείνα που συλλέγονται προσωπικά, δηλαδή από τον ερευνητή/ιστορικό. Αυτά μπορεί να προέρχονται από άμεση παρατήρηση (direct observation), από μια συνέντευξη, από μια εφαρμογή του ερωτηματολογίου, ή άλλα υλικά.

Παρούσα Έρευνα: Στην παρούσα έρευνα η συλλογή και ανάλυση πρωτοβάθμιων στοιχείων αναφέρεται στα ακόλουθα: (1) Προσωπική έρευνα και συλλογή οικονομικών καταστάσεων των συμβαλλομένων μερών με στόχο την επεξεργασία και εξαγωγή στατιστικών αναλύσεων με βάση ανάλυσης τις μεταβλητές, λογιστικούς δείκτες, και μοντέλο Altman Z Score, και (2) Ανάπτυξη δομημένου ερωτηματολογίου όπου διαμέσου προσωπικής συνάντησης με ανώτερα στελέχη των συμβαλλομένων μερών διευκολύνθηκε η συμπλήρωση του.

(ε) Δευτεροβάθμια Δεδομένα

Σύμφωνα με τον Salkind (2006), δευτερογενείς καταγράφονται ως οι πηγές οι οποίες συντάχθηκαν και διατυπώθηκαν από άλλους ερευνητές στο παρελθόν. Δευτερογενείς πηγές είναι σημαντικά στατιστικά στοιχεία, λίστες με σημαντικές αρχικές πηγές, στήλες εφημερίδων τα οποία λαμβάνονται υπόψη από τον ερευνητή. Επιπρόσθετα ο Cameron (2001) έθεσε ως δευτερογενή στοιχεία εκείνα τα οποία συλλέγονται από άλλους.

Παρούσα Έρευνα: Δευτεροβάθμια στοιχεία στην παρούσα έρευνα αφορούν πηγές συλλογής δεδομένων σχετικά με την έρευνα στους εξής τομείς: α) Κρατικό Αρχείο Τμήματος Στατιστικής & Έρευνας, β) Προηγούμενες μελέτες και έρευνες, γ) Αρχείο ΧΑΚ, και δ) Κρατική Ιστοσελίδα Εφόρου Εταιρειών ως παρουσιάζεται πιο κάτω:

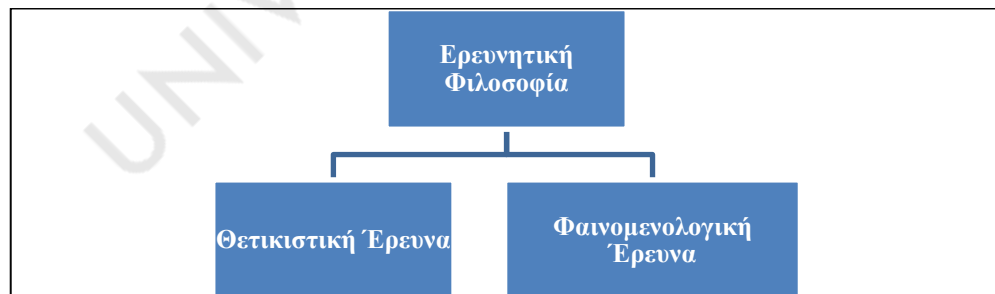
Stockwatch	https://www.stockwatch.com.cy	Πηγή οικονομικής πληροφόρησης/συλλογή Ετήσιων Εκθέσεων (Οικονομικές Καταστάσεις)
------------	---	--

Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου	https://www.cse.com.cy/el-GR/home Email XAK: Andri.andreou@CSE.com.cy (Λειτουργός XAK για Γενικό Διευθυντή) Michalis.michael@CSE.com.cy (Λειτουργός XAK για Αναπληρωτή Γενικό Διευθυντή)	Πηγή πληροφόρησης δημόσιων προτάσεων εξαγορών. Στατιστική πληροφόρηση δεικτών XAK.
Τμήμα Εφόρου Εταιρειών και Επίσημου Παραλήπτη	https://efiling.drcor.mcit.gov.cy/ DrcorPublic/SearchForm.aspx?sc=0	Πηγή πληροφόρησης κατάστασης εταιρειών: χωρίς πρόβλημα, διάλυση, εκκαθάριση, διαγραφή, συγχώνευση.
Τμήμα Αφερεγγυότητας	http://www.meci.gov.cy/meci/insolvency.nsf /index_gr/index_gr?opendocument	Πηγή πληροφόρησης πτωχεύσεων/εκκαθαρίσεων εταιρειών επί συνόλου εγγεγραμμένων εταιρειών. Στατιστικά Στοιχεία Υπηρεσίας Αφερεγγυότητας Μέχρι 31 Ιανουαρίου 2016.

3.2 Ερευνητική Φιλοσοφία

Η λέξη φιλοσοφία είναι συνδεδεμένη με τον αρχαίο Έλληνα φιλόσοφο Σωκράτη. Δηλαδή έχει τις ρίζες της από την Αρχαία Ελλάδα περί το 450π.Χ. Το κριτικό ερώτημα είναι: *Τι εστί Φιλοσοφία*; οι Saunders et al. (2007) διατύπωσαν τον όρο φιλοσοφία ως «...γενικός όρος που σχετίζεται με την ανάπτυξη της γνώσης και τη φύση αυτής της γνώσης». Αρκετοί ερευνητές και συγγραφείς στο παρελθόν όπως οι Saunders et al. (2007) είχαν ενδιατρίψει στη φιλοσοφική έρευνα και κατέληξαν σε διαχωρισμό των δύο κατηγοριών της Ερευνητικής Φιλοσοφίας σύμφωνα με το πιο κάτω διάγραμμα:

Γράφημα 3-2: Ερευνητική Φιλοσοφία / Research Philosophy



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Οι φιλοσοφικές ερευνητικές ταξινομήσεις όπως Οντολογία (Ontology), Επιστημολογία (Epistemology) και Αξιολογία (Axiology) και τις περί αυτών αντικρουόμενες συζητήσεις ως προς το είδος σε «ποιοτική - ποσοτική», είναι η πηγή του

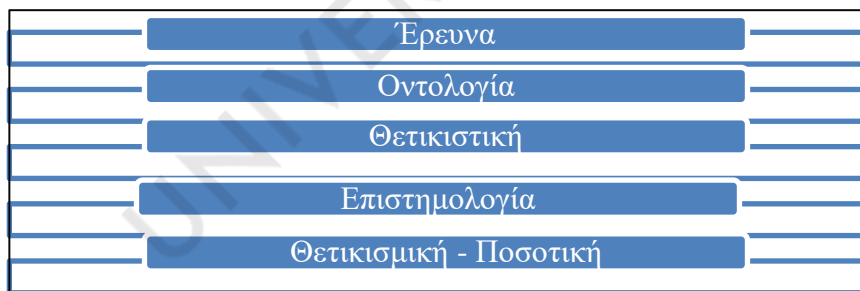
διλήμματος των ερευνητικών σπουδαστών. Διάφορες μελέτες έχουν χρησιμοποιήσει διαφορετικές περιγραφές και ταξινομήσεις σε ερευνητικά φιλοσοφικά προγράμματα όσον αφορά τις μεθόδους έρευνας (Mkansi and Acheampong, 2012). Συνεπώς είναι πολύ σημαντικό να κατανοήσει ο ερευνητής το είδος της φιλοσοφικής έρευνας που πρέπει να υιοθετήσει ώστε να επιτύχει στο έργο του.

Οι Holden and Lynch (2004) στην ερευνητική τους μελέτη έθεσαν δύο πολύ σημαντικά κριτικά ερωτήματα: (1) Πώς Ερευνώ; και (2) Τι Ερευνώ; τα οποία είναι συνδεδεμένα με το κύριο ερώτημα, «Γιατί Ερευνώ»; Τα ερωτήματα όπως τέθηκαν πιο πάνω είναι αναπόσπαστες έννοιες της Οντολογίας και Επιστημολογίας και αφορούν την ανθρώπινη φύση. Γιατί αν οι ερευνητές δεν θεωρούν ότι υπάρχει μια πραγματικότητα (reality), τότε η χρησιμοποίηση ενός πλαισίου μεθοδολογίας έρχεται σε σύγκρουση και αντίθεση με τη φιλοσοφική θεμελίωση του ερευνητικού τους έργου.

Σε κάθε επιστημονική και κατ' επέκταση φιλοσοφική έρευνα δεν είναι όλα ρόδινα. Οι ερευνητές θα συναντήσουν πολλά εμπόδια ώστε να επιτύχουν τον απώτερο στόχο τους. Φιλοσοφικά και πρακτικά εμπόδια παρακωλύουν τις προσπάθειες των ερευνητών προς δοκιμή των θεωριών. Τέτοια εμπόδια είναι η πολυπλοκότητα των οργανισμών και οι συνεχείς αλλαγές στο πλαίσιο των οργανισμών το οποίο μεταβάλλεται συνεχώς.

Η πιο κάτω δομημένη ανάλυση παρουσιάζει σε βάθος και αποτελεσματικά την ερευνητική φιλοσοφία, μεθοδολογία και μεθόδους η οποία επιλέγηκε για να υποστηρίξει το ερευνητικό πεδίο και κατ' επέκταση την ερευνητική διατριβή. Το πιο κάτω διάγραμμα σε μορφή ιεραρχική δομή παρουσιάζει σε σύντομη την Ερευνητική Θετικιστική Φιλοσοφία κατά ιεραρχικό σχεδιασμό.

Γράφημα 3-3: Πυραμίδα Ερευνητικής Φιλοσοφίας



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Κατά την Bisman (2010), τέτοια θετικιστική θεωρητική έρευνα προϋποθέτει ότι η επιστημονική προσέγγιση είναι κατάλληλη για την ανακάλυψη, την εξήγηση και την πρόβλεψη των φαινομένων της λογιστικής. Στηρίζεται από την οντολογική άποψη ότι η

πραγματικότητα (reality) της λογιστικής μπορεί να ανακαλυφθεί από τη χρήση των αισθήσεων ή μέσα από την αισθητική εμπειρία (εμπειρισμός) ότι λογιστική είναι στόχος και ότι οι λογιστικές υποθέσεις μπορούν να ελεγχθούν και γενικευθούν (generalization) με τα στατιστικά ευρήματα που θα προκύψουν.

3.2.1 Οντολογία

Ο Phouts (2004) σε ερευνητική του αρθρογραφία διατύπωσε τη χαρακτηριστική φράση κάνοντας αναφορά στον Alan Judd (The Devil's Own Work), «...τώρα πιστεύω ότι οτιδήποτε συνδέει την πραγματικότητα με τη μη-πραγματικότητα είναι έργο του διαβόλου». Με την υπόδειξη αυτή ο ερευνητής καταδεικνύει την αντίθεση του υπαρκτού και μη υπαρκτού φαινομένου στο σύγχρονο παγκόσμιο περιβάλλον. Γι' αυτό και ο Phouts (2004) στην έρευνα του κατέδειξε ότι η λέξη «Οντολογία» πρόσφατα ήρθε στην επιφάνεια και κατέστην αντικείμενο έρευνας, γιατί δεν προϋπήρχε από τον 19^{ον} αιώνα στις οικονομικές θεωρίες. Η ερμηνεία που δόθηκε στη λέξη «Οντολογία» είναι η φύση της ύπαρξης (nature of being or existence).

Η Wahyni (2012) κατέδειξε σε ερευνητική της αρθρογραφία ότι οι κύριες φιλοσοφικές διαστάσεις για την υφιστάμενη δομή της έρευνας είναι η οντολογία και η επιστημολογία. Είναι αλληλένδετες και σχετίζονται με τη φύση και ανάπτυξη της γνώσης. Η οντολογία αναφέρεται στο πώς αντιλαμβανόμαστε την πραγματικότητα. Από πλευράς της κοινωνικής έρευνας ως μέρος της κοινωνικής επιστήμης η ύπαρξη είναι εξωτερική και ανεξάρτητη από κοινωνικούς φορείς και εκτιμήσεις. Από την άλλη πλευρά ο ερευνητής διαχωρίζει τη διάκριση μεταξύ αντικειμενιστικής και υποκειμενιστικής φιλοσοφίας, δηλώνοντας ότι η υποκειμενιστική φιλοσοφία υιοθετεί ότι η πραγματικότητα είναι εξαρτημένη των κοινωνικών συνόλων και φορέων που συμβάλλουν στα κοινωνικά φαινόμενα.

Παρούσα Έρευνα: Συνεπώς με βάση τις πιο πάνω επιστημονικές μελέτες, η έρευνα αυτή από οντολογικής φύσεως, βασίζεται στην ύπαρξη του εξωτερικού κόσμου δηλαδή του κόσμου της πραγματικότητας και οικονομίας και πιο συγκεκριμένα των στρατηγικών ανάπτυξης μέσω εξαγορών, και επιπλέον δεν αποτελεί νέο φαινόμενο γιατί ήδη προϋπάρχει.

3.2.1.1 Θετικιστική

Αρκετοί ερευνητές ενδιέτριψαν ως προς τις εναλλακτικές φιλοσοφικές έρευνες και κατέληξαν σε δύο είδη σχολών φιλοσοφικής έρευνας όπως έχει διατυπωθεί στο πιο πάνω γράφημα 3:3 (θετικιστική ή φαινομενολογική).

Παρούσα Έρευνα: Η παρούσα έρευνα ανήκει στην θετικιστική έρευνα γιατί το ερευνητικό πεδίο δεν αφορά νέο φαινομενολογικό φαινόμενο αλλά αφορά ερευνητικό πεδίο το οποίο προϋπάρχει στο παγκόσμιο περιβάλλον «Ε&Σ σε σχέση με την Αξία των Μετόχων» (Chipp et al., 2019). Καταγράφεται ότι δεν υπάρχει ερευνητικό πεδίο στην Κύπρο όπου θα προσδώσει τα χαρακτηριστικά και τα αποτελέσματα των εξαγορών στην Κύπρο. Επιπλέον, θα προσδώσει μια σειρά από συμπεριφορές οι οποίες έχουν εκτιμηθεί διά της μεθόδου της ποσοτικής ανάλυσης. Η επιστημονική έρευνα χωρίζεται σε δύο σχολές σκέψης ανάλογα με τη φύση της έρευνας. Οι Holden and Lynch (2004) συνέθεσαν το πιο κάτω διάγραμμα παραθέτοντας τα χαρακτηριστικά των δύο σχολών:

Πίνακας 3-1: Χαρακτηριστικά Αντικειμενιστικής και Υποκειμενιστικής Φιλοσοφίας

Θετικιστική Αντικειμενιστική	Φαινομενολογική Υποκειμενιστική/
Ποσοτικός	Ποιοτικός
Θετικιστής	Φαινομενολογικός
Επιστημονικός	Ανθρωπιστικός
Πειραματιστής	Διερμηνευτικός
Λάτρης Παραδόσεων	
Λειτουργικός	
Εφαρμόστηκε από τους Hussey and Hussey (1997)	

Πηγή: Holden and Lynch (2004)

Με βάση τα πιο πάνω χαρακτηριστικά τα οποία μοντελοποιήθηκαν από τους ερευνητές, φαίνεται και η αποτίμηση της παρούσας έρευνας στη σχολή της Θετικιστικής Αντικειμενιστικής. Τα χαρακτηριστικά της Θετικιστικής Αντικειμενιστικής αναλύονται σε βάθος και με συνοχή στην παρούσα έρευνα. Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά θετικιστικής φιλοσοφίας και η σύνδεση τους με την παρούσα έρευνα.

Πίνακας 3-2: Χαρακτηριστικά Θετικιστικής Φιλοσοφίας

Θετικιστικά Χαρακτηριστικά	Σύνδεση Παρούσας Έρευνας
Ο παρατηρητής είναι ανεξάρτητος	Ερευνητής
Η επιστήμη είναι ελεύθερη	Η επιστήμη είναι ελεύθερη να ερευνήσει και εξηγήσει φαινόμενα που υπάρχουν: Στρατηγική ανάπτυξης μέσω Ε&Σ
Στόχευση σε γεγονότα	Εξαγορές και αξία μετόχων
Ο εξωτερικός κόσμος είναι αντικειμενικός	Ο κόσμος της οικονομίας και στρατηγικής Ε&Σ υπάρχει
Διαμόρφωση και δοκιμή υποθέσεων	Διαμόρφωση υποθέσεων ως προς τις εξαγορές (επιτυχία και αποτυχία)

Λήψη μεγάλου δείγματος	Δείγμα εξαγορών 1999 – 2015 με επέκταση το 2020
Μείωση φαινομένων σε απλούστερα στοιχεία	Η έρευνα υπάρχει στο παγκόσμιο περιβάλλον. Σύνδεση και απλούστευση γεγονότων στο τοπικό περιβάλλον
Χειρισμός του αποτελέσματος/έννοιας σε μετρήσιμο γεγονός	Ανάλυση ευρημάτων σε μετρήσιμα κριτήρια διαμέσου ποσοτικής αποτίμησης μεταβλητών, λογιστικών δεικτών και μοντέλου Altman

Πηγή: Easterby et al, (1994) σ. 27

Σύμφωνα με την πιο πάνω ανάλυση των ερευνητών, όπως και της παρούσας έρευνας, οι θετικιστικοί ερευνητές αναζητούν να γενικεύσουν κοινωνικά μετρήσιμα φαινόμενα. Οι θετικιστικοί ερευνητές πιστεύουν δε ότι διαφορετικοί ερευνητές παρατηρώντας πραγματικά προβλήματα, καταλήγουν σε παρόμοια συμπεράσματα με την προσεκτική χρήση στατιστικών και αναλυτικών μεθόδων όταν μέρος της ερευνητικής μεθόδου είναι η χρήση μεγάλου δείγματος (Wahyuni, 2012).

Παρούσα Έρευνα: Η παρούσα έρευνα ανήκει στη θετικιστική αντικειμενιστική σύμφωνα με τα χαρακτηριστικά τα οποία έχουν περιγραφή στους πιο πάνω πίνακες (3:1,3:2) και περαιτέρω έχει διασαφηνιστεί η σύνδεση των χαρακτηριστικών στην παρούσα έρευνα. Σημαντικό να τονιστεί ότι η αποτίμηση των Ε&Σ ως προς τον βαθμό επιτυχίας και αποτυχίας εξάγεται από το αποτέλεσμα της ανάλυσης των μεταβλητών, των λογιστικών δεικτών και μοντέλου Altman, όπου κατ' επέκταση έχουν εξαχθεί και τα ανάλογα συμπεράσματα. Επιπρόσθετα σημαντικό να αναφερθεί ότι ο πολλαπλός συνδυασμός (μεταβλητές, λογιστικοί δείκτες, μοντέλο Z Score) συνεισφέρει στην ασφαλή εξαγωγή συμπερασμάτων. Ως παράδειγμα αναφέρουμε το εξής σενάριο: Ε&Σ η οποία οδήγησε σε απώλεια ρευστότητας, αύξηση δείκτη χρέους και απώλεια κερδοφορίας ίσως να είναι καταστροφική. Ε&Σ η οποία βελτίωσε τη ρευστότητα και κερδοφορία και αύξησε τον δείκτη χρέους ίσως να μην αποτελεί καταστροφική Ε&Σ και κατ' επέκταση απειλή για την αξία των μετόχων.

3.2.2 Επιστημολογία

Η επιστημολογία ορίζεται ως οι πεποιθήσεις οι οποίες σχετίζονται με τον τρόπο και τη δημιουργία πεδίου κατανόησης και χρήσης της γνώσης η οποία έχει ισχύ (Wahyuni, 2012). Συνεπώς, ο όρος επιστημολογία ασχολείται συγκεκριμένα με το σύνολο των φιλοσοφικών προβλημάτων σχετικά με την γνώση. Η επιστημολογία θεωρείται ότι είναι κλάδος της ευρύτερης έννοιας «γνωσιολογίας» η οποία ασχολείται με το ποια είναι η πηγή και εγκυρότητα της γνώσης. Η επιστημολογία περιορίζεται στην αναζήτηση γνώσεων όπου μπορεί ο άνθρωπος να έχει με βάση επαρκή μέσα για τα μέτρα της επιστήμης με βεβαιότητα

και εγκυρότητα (Ισαρη & Πουρκός, 2015). Γι' αυτό και το ερώτημα των Οι Saunders et al. (2007) είναι απολύτως βάσιμο: Τι αποτελεί αποδεκτή γνώση σε ένα τομέα έρευνας και μελέτης;

Η Γνώση δεν σταματά ποτέ γιατί ο κόσμος εξελίσσεται, το παγκόσμιο γίνεσθαι εξελίσσεται, το παγκόσμιο περιβάλλον εξελίσσεται και μεταβάλλεται, παράγεται συνεχώς νέα γνώση σε όλους τους τομείς των επιστημών γιατί συνεχώς ανακαλύπτονται νέες καινοτομικές ιδέες, διαδικασίες και μέσα, όπου η εξέλιξη της γνώσης καθίσταται αναγκαία. Εξού και η χαρακτηριστική φράση του μεγάλου Έλληνα φιλόσοφου Ηράκλειτου 544π.Χ. – 484π.Χ., «Τα πάντα ρει» (Γκιούρωφ, 2020). Δηλαδή, «όλα γύρω μας αλλάζουν και μεταβάλλονται», με το αποτέλεσμα των συνεχών αλλαγών να είναι η έρευνα της προϋπάρχουσας γνώσης με απώτερο σκοπό την παραγωγή νέας.

3.2.2.1 Θετικιστική Ποσοτική Έρευνα

Η Θετικιστική ποσοτική έρευνα είναι αλληλένδετη με τις προαναφερθείσες φιλοσοφικές έννοιες της οντολογίας και επιστημολογίας. Σύμφωνα με τη Wahyuni (2012) το πιο κάτω διάγραμμα (μέρος ολοκληρωμένου διαγράμματος) παρουσιάζει τη συνοχή και σύνδεση των φιλοσοφικών εννοιών.

Πίνακας 3-3: Ερευνητικά Παραδείγματα

Ερευνητικά Παραδείγματα	
Θεμελιώδη Πιστεύω	Θετικιστική Έρευνα
Οντολογία: η θέση σχετικά με τη φύση της πραγματικότητας	Εξωτερική, αντικειμενική και ανεξάρτητη των κοινωνικών φορέων
Επιστημολογία: άποψη για το τι συνιστά αποδεκτή γνώση	Μόνο τα παρατηρήσιμα φαινόμενα μπορεί να παρέχουν αξιόπιστα στοιχεία, γεγονότα. Επικέντρωση στην αιτιώδη συνάφεια και με νόμο-όπως γενικεύσεις, τη μείωση των φαινομένων σε απλούστερα στοιχεία

Αρχική Πηγή: Saunders et al. (2009, σ. 119), Guba and Lincoln (2005), and Hallebone and Priest (2009).

Παρούσα Έρευνα: Με βάση το πιο πάνω μοντέλο αντανακλά και στην παρούσα ερευνητική πρόταση ως θετικιστική φιλοσοφική στάση ως μέρος των φιλοσοφικών φυσικών επιστημών.

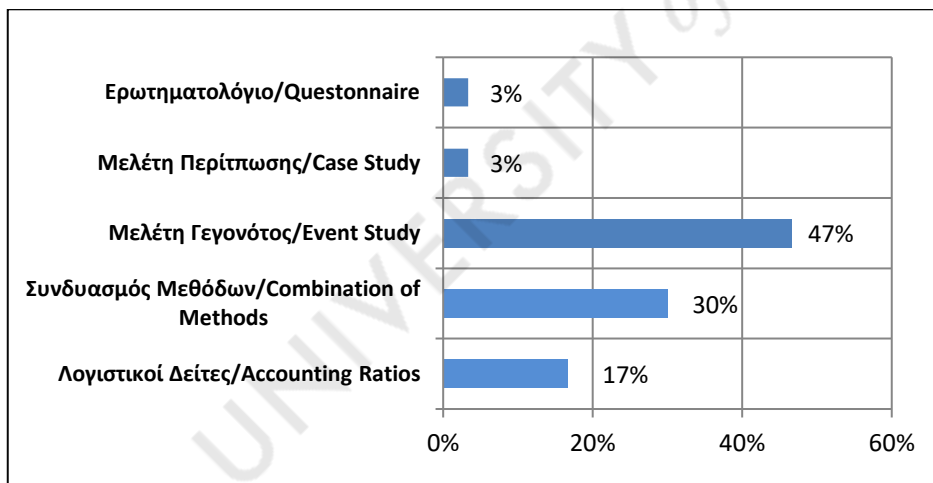
3.3 Ερευνητική Μεθοδολογία

Σύμφωνα με το επιστημονικό άρθρο «Nurse Researcher» ο Crossan (2003) επικαλείται τους Easterby et al (1997) καταδεικνύονται τρεις πολύ σημαντικοί λόγοι γιατί η ερευνητική μεθοδολογία είναι αναπόσπαστο μέρος της ερευνητικής φιλοσοφίας:

- I. Βοηθά τον ερευνητή να καθορίσει τις μεθόδους έρευνας και περαιτέρω στην αποσαφήνιση της ερευνητικής στρατηγικής που θα χαρτογραφήσει.
- II. Η γνώση της φιλοσοφικής έρευνας βοηθά τον ερευνητή να αξιολογήσει τη μεθοδολογία και τις μεθόδους ώστε να καταστεί ικανός στην αποφυγή περιττής και άσχετης εργασίας με το αντικείμενο ως επίσης και στον εντοπισμό των περιοριστικών προσεγγίσεων (limitation approaches) σε αρχικό στάδιο.
- III. Μπορεί να καταστήσει τον ερευνητή δημιουργικό και καινοτομικό σε ιδέες και μεθόδους στις οποίες προηγουμένως δεν είχε ανάλογη εμπειρία.

Οι ερευνητικές μεθοδολογίες διαφέρουν ανάλογα με την κρίση του ερευνητή σε συνδυασμό άλλων παραμέτρων όπως η χώρα έρευνας και οι τάσεις της αγοράς. Οι Krishnakumar and Sethi (2012) αναφέρουν τις ακόλουθες μεθοδολογίες: Μελέτη σε Γεγονός/Event Studies, Λογιστικό Κέρδος/Accounting Return, Πρόσθετη Οικονομική Αξία/Economic Value Added, Υπολειμματική Οικονομική Μέθοδος/Residual income Approach, Μεθοδολογία Ερωτηματολογίου/Questionnaire Method, Εμφακέλλωση Ανάλυσης Δεδομένων/Data Envelopment Analysis, Καινοτομικές Αποδόσεις/Innovative Performance, Περιπτωσιολογική Μελέτη/Case Study Approach, και Μελέτες Πολλαπλών Μεθοδολογιών/Studies Using Multiple Methodologies. Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει σε ποσοστό χρήσης την κάθε μεθοδολογία.

Γράφημα 3-4: Στατιστικά Ποσοστά Ερευνητικών Μελετών Μεθοδολογίας



Πηγή: Krishnakumar and Sethi (2012)

Οι Louis and Leung (2004) στην έρευνα τους με θέμα την απόδοση των Ε&Σ χρησιμοποίησαν διπλή μεθοδολογία. Το ερευνητικό δείγμα ήταν 36 Ε&Σ την περίοδο 1984-1996 στο Χονγκ Κονγκ. Για την αποτίμηση των Ε&Σ σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα

εφάρμοσαν την μεθοδολογία μελέτης περίπτωσης και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα την λογιστική εφαρμογή.

Ο Oler (2008) στην έρευνα με πεδίο την πρόβλεψη σε οφέλη στη μετά-εξαγορά περίοδο καταγράφει ότι η έρευνα η οποία βασίζεται σε μελέτη γεγονότος ίσως να μην έχει πλήρη εικόνα των οικονομικών επιπτώσεων της εξαγοράς, γι' αυτό και εισηγείται ότι η έρευνα πρέπει να αποβλέπει σε οφέλη τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα.

Οι Leepsa and Mishra (2016) στην έρευνα τους με θέμα την απόδοση των E&Σ στην Ινδία χρησιμοποίησαν διπλή μεθοδολογία όπου εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία της μελέτης περίπτωσης και λογιστική εφαρμογή. Την ίδια μεθοδολογία εφάρμοσαν και οι Black et al. (2007) στην Αμερική.

Παρούσα Έρευνα: Στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε συνδυασμός μεθοδολογιών όπως: (1) χρηματοοικονομική εφαρμογή και (2) η χρήση δομημένου ερωτηματολογίου.

3.3.1 Λογιστική Αποτίμηση

Αρκετοί ερευνητές χρησιμοποίησαν τη λογιστική αποτίμηση ως μεθοδολογία στις έρευνες των όσον αφορά τις E&Σ. Ο Gunther (2007) κάνει χρήση των μεταβλητών οι οποίες αποτελούνται από λογιστικούς δείκτες για την αποτίμηση των E&Σ. Οι Θάνος και Παπαδάκης (2010) στην έρευνα τους καταγράφουν ότι αρκετοί ερευνητές χρησιμοποίησαν τη λογιστική αποτίμηση εισάγοντας στην έρευνα για να αποτιμήσουν τις εταιρικές εξαγορές λογιστικούς δείκτες όπως Απόδοση Παγίων (ROA) πριν από την εξαγορά και μετά-εξαγορά. Οι Θάνος και Παπαδάκης επικαλούνται αρκετούς ερευνητές οι οποίοι υιοθέτησαν τη λογιστική αποτίμηση χρησιμοποιώντας λογιστικούς δείκτες στην αποτίμηση της αποτυχίας ή αποτυχίας της εξαγοράς όπως οι Kusewitt (1985), Ramaswamy (1997), Hit et. al. (1998), Haleblan and Finkelstein (1999), και Zollo and Singh (2004). Οι Rani et al. (2014) και Soni (2014) στην έρευνα τους για την αποτίμηση της οικονομικής απόδοσης των E&Σ καταγράφουν τη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης όσον αφορά τους δείκτες κερδοφορίας οι οποίοι καταγράφουν τη μέτρηση αποδοτικότητας των χρηματοπιστωτικών πόρων της διοίκησης σε ορίζοντα πέντε ετών και τριών ετών αντίστοιχα. Οι Leepsa and Mishra (2016) και Lin and Lee (2010) στην έρευνα τους σε Ταιβάν και Ινδία αντίστοιχα καταγράφουν πώς επηρεάζουν την απόδοση των E&Σ οι δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και μόχλευσης (χρέους).

Παρούσα Έρευνα: Στην παρούσα έρευνα μέρος της αποτίμησης της οικονομικής απόδοσης των E&Σ καταγράφεται διαμέσου της λογιστικής αποτίμησης με τη χρήση ανάλυσης των αποτελεσμάτων των λογιστικών δεικτών ρευστότητας, χρέους, ανάλυση

κερδοφορίας σε πολλαπλά επίπεδα, και ανάλυση ενεργητικού με στόχο να αποτιμηθεί η οικονομική απόδοση των εξαγορών σε συνάρτηση με την πρόσδοση αξίας στους μετόχους.

3.3.2 Εφαρμογή Μοντέλου Altman Z Score

Στην παρούσα έρευνα ως έχει προαναφερθεί πιο πάνω χρησιμοποιήθηκαν λογιστικοί δείκτες, όπως αναλύσεις κερδοφορίας, ρευστότητας, χρέους, και αναλύσεις στοιχείων ενεργητικού, όμως επιβάλλεται να τονιστεί και η ανάλυση της αποτίμησης των εξαγορών διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z Score με το εν λόγω μοντέλο διερευνά πολλαπλούς δείκτες (Αποστόλου, 2015). Αρκετοί ερευνητές ως έχει αναλυθεί σε έκταση στη βιβλιογραφική επισκόπηση εφάρμοσαν το εν λόγω μοντέλο όπου και καταδείχθηκε η αποτελεσματικότητά του. Συνεπώς και στην παρούσα έρευνα εφαρμόστηκε με την πιο κάτω δομή:

Δείγμα/Πληθυσμός / Χώρα	Αποδοτικότητα	Αποτέλεσμα
Κύπρος Δείγμα 50 εξαγορές εταιρειών όπου το ένα συμβαλλόμενο μέρος ήταν δημόσια εταιρεία, και υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα – χρηματοοικονομική ανάλυση	Προγνωστική ικανότητα αφερεγγυότητας	Αποδείχθηκε ότι το μοντέλο του Edward Altman, πρόβλεψης οικονομικής δυσχέρειας του ήταν επιτυχές με βάση πηγή πληροφόρησης τις οικονομικές καταστάσεις (δείγμα 50) και την κατάσταση της εταιρείας στον Έφορο Εταιρειών (συνολικός πληθυσμός εξαγορών 82).

Σημαντικό σημείο πέρα του πιο πάνω δείγματος, τονίζεται ότι πάρθηκε πληροφόρηση και για τις 82 εξαγορές με πηγή πληροφόρησης την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών Κύπρου ως προς την κατάσταση της εταιρείας (διάλυση, εκκαθάριση, διαγραφή) προς διερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας.

3.3.3 Ερωτηματολόγιο

Ο Neumann (2001) στην έρευνα του αναφορικά με την οργάνωση των ερωτηματολογίων ανέφερε ότι ίσως η δομή των ερωτηματολογίων να είναι υποβαθμισμένη. Γι' αυτό ο ερευνητής είχε στόχο να καταδείξει ότι το δομημένο ερωτηματολόγιο είναι ένα σημαντικό εργαλείο και ότι τα αποτελέσματα της οποιασδήποτε έρευνας είναι εξαρτημένα από τις ερωτήσεις και το λεκτικό της διατύπωσης.

Οι McDonach and Rosenblum (2001) δημοσίευσαν σε επιστημονικής τους αρθρογραφία ότι η αποστολή ερωτηματολογίων μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου είναι αποτελεσματική μέθοδος όταν το δείγμα αφορά μεγάλες στρωματοποιημένες ομάδες. Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει κάποια σημαντικά πλεονεκτήματα όπως την υπενθύμιση διαμέσου ηλεκτρονικού μηνύματος ή ακόμα και τηλεφωνήματος όταν η συμπλήρωση είναι ανώνυμη.

Οι Gleibs et al. (2008) στην έρευνα τους στο πεδίο συγχώνευσης δύο ακαδημαϊκών ιδρυμάτων υιοθέτησαν τη μεθοδολογία των ερωτηματολογίων για να συλλέξουν τις πληροφορίες, εφάρμοσαν διαχρονική μέθοδο ανάλυσης πριν και μετά την συγχώνευση εποχή και ανάλυσαν τα δεδομένα διαμέσου της χρήσης των μεταβλητών.

Οι πιο κάτω ερευνητές έκαναν χρήση ερωτηματολογίου για να συλλέξουν δεδομένα και να αποτιμήσουν τις Ε&Σ εισάγοντας ως μέρος των ερωτηματολογίων ερωτήσεις οι οποίες έχουν άμεση σύνδεση με την παρούσα έρευνα όπου παρουσιάζονται συνοπτικά στον πιο κάτω πίνακα:

Πίνακας 3-4: Σύντομη ανασκόπηση της βιβλιογραφίας: Δομή Ερωτηματολογίου

Ερευνητής	Ερευνητικό Πεδίο	Πεδίο συνδεδεμένων ερωτήσεων με την παρούσα έρευνα
Kreidl and Oberndorfer (2004)	Κίνητρα για εξαγορές μεταξύ συμβουλευτικών μηχανολογικών εταιρειών	<ul style="list-style-type: none"> Αύξηση μεριδίου αγοράς Επιτάχυνση Ανάπτυξης Επένδυση πλεονάσματος ρευστού
Carleton and Linberry (2004)	Επίτευξη επιτυχία μετά την Συγχώνευση	<ul style="list-style-type: none"> Μέτρηση επιτυχίας (πότε και πώς) Δείκτες επιτυχίας και αποτυχίας
Nga and Kamolrat (2007)	Κρίσιμοι παράγοντες επιτυχίας Σ&Ε	<ul style="list-style-type: none"> Σχέση εταιρείας με τη Σ&Ε στόχο Προηγούμενη εμπειρία στις Σ&Ε Ανάλυση και εκτίμηση της εταιρείας στόχου Επιχειρησιακή Επιμέλεια
Karagiorgos et al. (2010)	Εσωτερικός έλεγχος και Σ&Ε	<ul style="list-style-type: none"> Εκτίμηση παρούσας και μελλοντικής οικονομικής θέσης Διαπίστωση πρόσθετης αξίας Σύγκλιση απόδοσης των δύο εταιρειών Εντοπισμός ευκαιριών Σύγκριση αποτελεσμάτων και αρχικών στόχων
Chen and Werle (2014)	Σ&Ε στην Κίνα από ευρωπαϊκές εταιρείες και Σ&Ε στην ευρώπη από κινέζικες Εταιρείες συγκριτική μελέτη των κρίσιμων παραγόντων επιτυχίας	<ul style="list-style-type: none"> Προκαθορισθείσα τιμή εξαγοράς Στρατηγικοί στόχοι Σ&Ε Κριτήρια Σ&Ε Μεταφορά τεχνογνωσίας στην εταιρεία στόχο Διενέργεια επιμέλειας Ευθυγράμμιση εταιρείας στόχου και εταιρείας αγοραστή Εξωτερικοί σύμβουλοι Μελέτη ρίσκου και πλάνου αντιμετώπισης ρίσκων Άλλοι παράγοντες επιτυχίας στη Σ&Ε

		<ul style="list-style-type: none"> • Επίτευξη στόχων Σ&Ε
Neelam et al. (2014)	Αντίκτυπος της εταιρικής διακυβέρνησης ως προς ανώμαλα κέρδη και οικονομική απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών	<ul style="list-style-type: none"> • Είδος επιχείρησης • Απόδοση ενεργητικού (ROA) • Απόδοση κεφαλαίου μετόχων (ROE) • Επέκταση σε μη συγγενικό τομέα
Joash and Njangiru (2015)	Η επίδραση των Σ&Ε στον οικονομικό αντίκτυπο των τραπεζών (έρευνα των εμπορικών τραπεζών στην Κένυα)	<ul style="list-style-type: none"> • Λόγος Σ&Ε • Μεταβολή καθαρού κέρδους • Μεταβολή καθαρού κέρδους ως προς κεφάλαιο • Επίδραση στην αξία των μετόχων • Επίδραση στη μεικτή κερδοφορία • Επίδραση στο πελατολόγιο
Kovela and Skok (2015)	Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα: ένα πλαίσιο για την αποτελεσματική ολοκλήρωση Τμήματος Πληροφορικής (IT)	<ul style="list-style-type: none"> • Αναμενόμενα οφέλη από τη Σ&Ε • Διατύπωση γνώμης ως προς την επιτυχία και αποτυχία της διαδικασίας • Εισηγήσεις προς βελτίωση • Περιορισμοί που είδη υπάρχουν
Nandi and Nandi (2017)	Επανεξέταση θεωρίας δραστηριοτήτων: Ένα χρήσιμο πλαίσιο για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της ολοκλήρωσης της Σ&Ε μετά την απόκτηση	<ul style="list-style-type: none"> • Στόχοι δραστηριότητας • Μεταβολή της δραστηριότητας κατά χρονικές περιόδους • Παρακολούθηση και ανάλυση δραστηριότητας
Rodríguez-Sánchez et al. (2020)	Διαχείριση Ανθρώπινου Δυναμικού στον Σχεδιασμό Ε&Σ	<ul style="list-style-type: none"> • Συνεισφορά στη διαδικασία • Κίνητρα προσωπικού • Ομαδικότητα επίτευξης στόχων

3.3.3.1 Βασικές Παραδοχές Καλού Ερωτηματολογίου

Σύμφωνα με τον Salkind (2006) υπάρχουν πέντε πολύ βασικά σημεία που πρέπει να περιλαμβάνει ένα καλό ερωτηματολόγιο:

- Πρέπει να είναι δομημένο και κατανοητό ώστε να μπορεί να συμπληρωθεί σε εύλογο χρονικό διάστημα. Στην παρούσα έρευνα το δομημένο ερωτηματολόγιο είναι κατανοητό, έχει γίνει τεστ πιλοτικό σε δέκα οικονομικούς διευθυντές στο οποίο απάντησαν οι τέσσερις.
- Πρέπει να είναι δομημένο ώστε να επιτυγχάνει το στόχο και όχι να συλλέγει πληροφορίες δευτερευούσης σημασίας. Στην παρούσα έρευνα επιτυγχάνεται ο στόχος και συλλέγονται πληροφορίες πρωτεύουσας σημασίας στα οποία δίνονται απαντήσεις στις υποθέσεις.
- Η αποστολή του ερωτηματολογίου πρέπει να στοχεύει στο ορθό άτομο το οποίο έχει τη γνώση να το συμπληρώσει. Στην παρούσα έρευνα η στόχευση αφορά γενικούς

διευθυντές, οικονομικούς διευθυντές και οποιουσδήποτε άλλους διευθυντές κριθεί αναγκαίο όπως στρατηγικούς μάνατζερ και μάρκετινγκ μάνατζερ.

- Πρέπει να ενθαρρύνει τον συμμετέχοντα να απαντά σε όλα τα ερωτήματα. Στην παρούσα έρευνα το κίνητρο προς τον συμμετέχοντα είναι η ανωνυμία και η πληροφόρηση για τα αποτελέσματα της έρευνας προς εμπλουτισμό της γνώσης.
- Εάν υπάρχει επιλογή για λήψη πληροφοριών και από άλλες πηγές πρέπει να πράττεται. Στην παρούσα έρευνα για να ενισχυθεί η αξιοπιστία διενεργήθηκε πρωτογενής έρευνα διαμέσου της συλλογής πληροφοριών από τις οικονομικές καταστάσεις των εμπλεκόμενων μερών.

Επιπρόσθετα ο Salkind (2006) τονίζει ότι οποιοδήποτε ερωτηματολόγιο πρέπει να συνοδεύεται από συνοδευτική επιστολή. Η συνοδευτική επιστολή είναι ύψιστης σημασίας για τα ερωτηματολόγια που θα αποσταλούν γιατί επεξηγεί τον στόχο της έρευνας, δηλώνει την εμπιστευτικότητα, και την ευχαρίστηση του ερευνητή προς τον συμμετέχοντα. Αυτά είναι καλά κίνητρα προκειμένου να συμπληρωθούν τα ερωτηματολόγια.

Παρούσα Έρευνα: Στην παρούσα επιστημονική έρευνα οργανώθηκε δομημένο ερωτηματολόγιο το οποίο έχει δώσει πολλαπλές απαντήσεις και αλληλένδετες ως προς την απάντηση με στόχο να εξαχθεί το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα ώστε να στεφθεί με επιτυχία η παρούσα καινοτόμα για τα κυπριακά δεδομένα έρευνα. Το ερωτηματολόγιο έχει τα πιο πάνω πέντε σημαντικά σημεία τα οποία τονίστηκαν από τον Salkind. Είναι κατανοητό, δομημένο, στοχεύει στα κατάλληλα άτομα, η δομή ενθαρρύνει τον συμμετέχοντα να διαβάσει και να συμπληρώσει όλα τα ερωτήματα γιατί αποτελεί ένα καλό κριτικό σημείο και για τον ίδιο, ίσως να του προσφέρει και νέα γνώση, συνοδεύεται από επιστολή με την οποία επεξηγείται με σαφήνεια ο στόχος της έρευνας και δίνει ένα επιπλέον κίνητρο στον συμμετέχοντα να ενημερωθεί για τα αποτελέσματα της έρευνας η οποία και για τον ίδιο αποτελεί πηγή νέας γνώσης προς αποφυγή λαθών. Σε βασικά χρηματοοικονομικά πεδία διενεργήθηκε προσωπική έρευνα για να αποτιμηθεί το αποτέλεσμα των εξαγορών.

Οι Kreitl and Oberndorfer (2004) στην έρευνα τους με θέμα τα κίνητρα για εξαγορές μεταξύ συμβουλευτικών εταιρειών χρησιμοποιούν για τη συλλογή πληροφοριών και δεδομένων δομημένο ερωτηματολόγιο το οποίο στάλθηκε σε ανώτερα διευθυντικά στελέχη όπως γενικό οικονομικό διευθυντή, προϊστάμενο ελεγκτή, διευθυντή εταιρικής διακυβέρνησης, και ανώτερο συνεργάτη.

Ο Endoga (2013) χρησιμοποιεί την τεχνική συλλογής δεδομένων με τη χρήση δομημένου ερωτηματολογίου διαχωρίζοντας τα χρονικά σημεία πριν και μετά την εξαγορά

εποχή. Το ερωτηματολόγιο στάλθηκε στα αρμόδια διευθυντικά στελέχη τα οποία είχαν την γνώση να το συμπληρώσουν.

Οι Rani et. al (2014) στην έρευνα τους ως προς τις επιπτώσεις της εταιρικής διακυβέρνησης στη χρηματοοικονομική απόδοση των Σ&Ε κάνουν χρήση διευρυμένου ερωτηματολογίου με 67 ερωτήσεις πολλαπλής φύσεως τόσο σε οικονομικό επίπεδο όσο και σε διευθυντικό/διοικητικό επίπεδο.

3.3.3.2 Ανάπτυξη Δομημένου Ερωτηματολογίου στην Παρούσα Έρευνα

Με βάση τη πιο πάνω ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας το δομημένο ερωτηματολόγιο έχει χαρτογραφηθεί και διαχωριστεί στην πιο κάτω δομή όπου η πλήρης σύνθεση του ερωτηματολογίου επισυνάπτεται ως Παράρτημα 2:

Πρώτος Πυλώνας – Πριν από την Εξαγορά: Εμπειρία στις Ε&Σ, Λόγοι Επέκτασης, Τομέας Ε&Σ, Μέθοδος Ε&Σ, Εμπλεκόμενα Μέρη στην Ε&Σ, Τομείς Επιμέλειας, Στρατηγικός Σχεδιασμός, και Επιτυχίας της Ε&Σ.

Δεύτερος Πυλώνας – Μετά την Εξαγορά: (1) Χρηματοοικονομική πτυχή – Επίδραση στα ακόλουθα πεδία: Αξία μετόχων, έσοδα, κέρδη μετόχων, κέρδη ανά μετοχή, εκτέλεση εξαγοράς, και ρευστότητα, (2) Διοικητική πτυχή - Επίδραση στα ακόλουθα πεδία: αγορά (Market), παραγωγικότητα, ικανοποίησης πελατών, ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, πρόσθετη αξία, μελλοντικές ευκαιρίες, θέσεις εργασίας, κίνητρα προσωπικού, διοικητικές σχέσεις, προσωπικό σε θέσεις κλειδιά, και (3) Γενικά σχόλια αντίληψης ως προς τα ακόλουθα: Ανταγωνισμό, πρόσθετη αξία, κίνητρα, πληροφόρηση, περιβάλλον στην Κύπρο, και εργαλείο ανάπτυξης.

3.4 Μέθοδοι σε Διαχρονική Βάση (Longitudinal Method)

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω οι ερευνητικές μέθοδοι αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της ερευνητικής μεθοδολογίας, συνεπώς πιο κάτω επεξηγείται η υιοθέτηση της μεθόδου σε διαχρονική βάση όπως η επεξήγηση της επαγωγικής μεθόδου και οι κατηγορίες μεθόδων.

Η υιοθέτηση της μεθόδου σε διαχρονική βάση (longitudinal method) καταγράφει γεγονότα σε διαχρονική βάση και δεν αναφέρεται σε στατικό γεγονός, εξού και κατά τον Salkind (2006) η εν λόγω μέθοδος καταγράφει τις αλλαγές σε περισσότερα από ένα χρονικά σημεία. Αρκετοί ερευνητές υιοθέτησαν τη διαχρονική ερευνητική μέθοδο στα ερευνητικά τους πεδία όπως οι Ployhard and Vandenberg (2010), Rouzies (2013), Redy (2015), Kehr and Kowatsch (2015), Wand et al. (2017) και Boloupremo and Ogege (2019).

Παρούσα Έρευνα: Στην παρούσα έρευνα υιοθετείται η διαχρονική μέθοδος για τον λόγο ότι εξετάζονται οικονομικά δεδομένα σε πολλαπλά χρονικά σημεία όπως λογιστικοί δείκτες σε περίοδο έξι ετών.

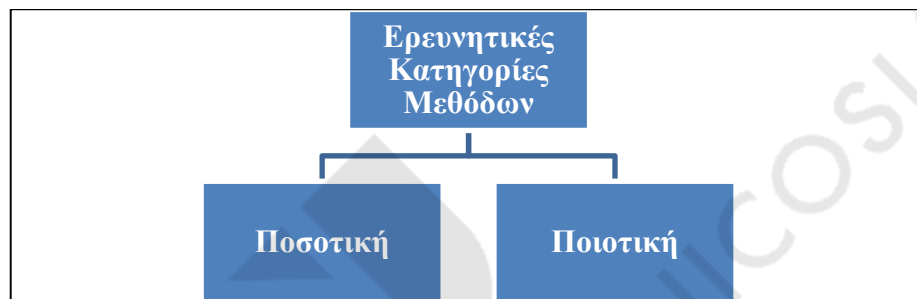
3.4.1 Επαγωγική Μέθοδος

Η δοκιμή της επαγωγικής έρευνας συνδέεται με το πρότυπο της θετικιστικής επιστημονικής ποσοτικής έρευνας στις κοινωνικές επιστήμες (Bitekhtine, 2005). Βασικός κανόνας της επαγωγικής διαδικασίας είναι η λήψη δεδομένων και επαλήθευση των υποθέσεων διαμέσου των ακόλουθων βημάτων: (1) Θεωρία/Theory, (2) Υποθέσεις/Hypotheses, (3) Παρατήρηση-θεώρηση/Observation, και (4) Επιβεβαίωση/Confirmation. Η επαγωγική μέθοδος μπορεί να υλοποιηθεί με εμπειρικές προσεγγίσεις ή και μη εμπειρικές προσεγγίσεις. Στην παρούσα έρευνα έχει χρησιμοποιηθεί η ποσοτική μέθοδος.

3.4.2 Ερευνητικές Κατηγορίες Μεθόδων

Οι ερευνητικές μέθοδοι αποτυπώνονται στο πιο κάτω διάγραμμα:

Γράφημα 3-5: Ερευνητικές Μέθοδοι/Κατηγορίες



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ποσοτική Μέθοδος: Ερευνητές χρησιμοποιούν τη λογική θετικισμού ή ποσοτικής έρευνας σε πειραματικές μεθόδους και ποσοτικά μέτρα για τη δοκιμή υποθετικών γενικεύσεων, και υπογραμμίζουν επίσης τη μέτρηση και ανάλυση των περιστασιακών σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών (Golafshani, 2003). Κατά συνέπεια στην ποσοτική έρευνα, ο στόχος του ερευνητή είναι να καταδείξει τον μετασχηματισμό των δεδομένων σε νόημα διαμέσου γραφημάτων και πινάκων προκειμένου να απεικονίσει τα αποτελέσματα της έρευνας. Επιπλέον η ποσοτική έρευνα επιτρέπει στον ερευνητή να εξοικειώσει τον εαυτό του με πρόβλημα το οποίο θα μελετηθεί, και περαιτέρω να δημιουργήσει υποθέσεις οι οποίες θα δοκιμαστούν (Golafshani, 2003). Στην παρούσα έρευνα έγινε χρήση μόνο της ποσοτικής μεθόδου γιατί αφορούσε ανάλυση και εξαγωγή αποτελεσμάτων με βάση ποσοτικές χρηματοοικονομικές και διοικητικές αναλύσεις.

Ποιοτική Μέθοδος: Κατά τον Salkind (2006) η ποιοτική έρευνα αποτελεί απλή μέθοδο στις κοινωνικές επιστήμες η οποία μελετάει την ανθρώπινη συμπεριφορά με τη χρήση διαφόρων τεχνικών όπως έρευνα, μελέτη περίπτωσης και άλλων τεχνικών. Διάφορες πηγές της ποιοτικής έρευνας είναι οι ακόλουθες: Τεκμηρίωση μέσω επίσημων

εγγράφων, αρχειακό υλικό, φυσικές επιδράσεις, άμεση παρατήρηση, συμμετοχική παρατήρηση, ομάδες εστίασης, και μελέτες περίπτωσης.

3.4.3 Ποσοτική Ανάλυση Παρούσας Έρευνας

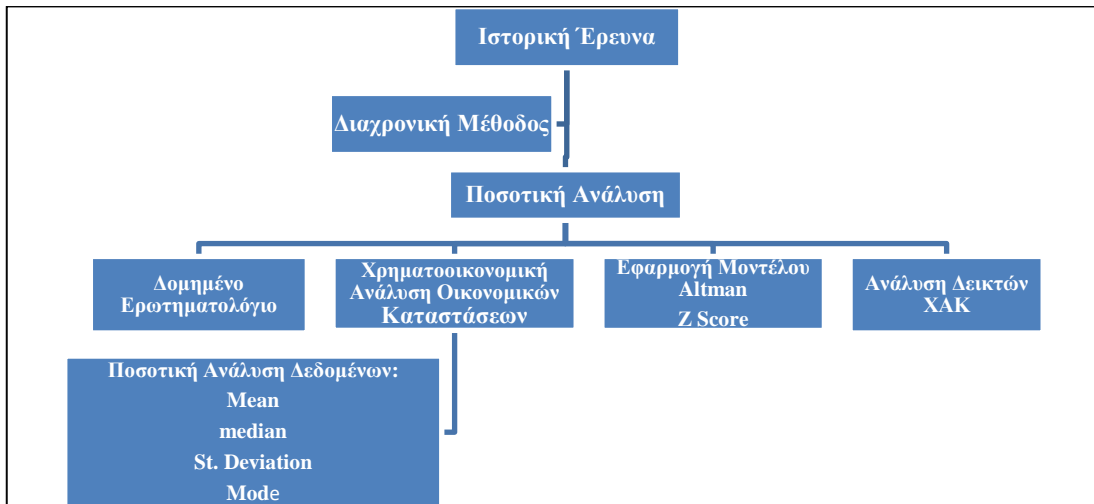
Οι Wei and Gregg (2020) μελέτησαν την ενσωμάτωση των εξαγορών στη μετά-εξαγορά περίοδο. Καταγράφουν το θεωρητικό κενό όπου δεν υπάρχει σαφής και ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας. Σημειώνουν ότι μόνο ελάχιστες ποιοτικές έρευνες έχουν εξετάσει τη δυναμική της ενσωμάτωσης των εξαγορών και παρόλο που έχουν εξετάσει το πεδίο της ενσωμάτωσης με βάση ποιοτικά κριτήρια εισηγούνται για την καλύτερη κατανόηση του εν λόγω πεδίου την εξέταση με βάση ποσοτικά κριτήρια.

Οι Hekanahoetal. (1998) καταγράφουν στην έρευνα τους ότι η ανάλυση δεδομένων με περισσότερες μεθόδους μπορούν να οδηγήσουν σε νέες πληροφορίες για τα δεδομένα και καλύτερη κατανόηση για τις συγκεκριμένες μεθόδους. Οι Bhimani et al. (2015) στην έρευνα τους για τη διοίκηση ρίσκου στις Ε&Σ καταγράφουν ότι οι μεικτές μέθοδοι παρέχουν ανώτερη διασφάλιση στην ποιότητα των ευρημάτων και περαιτέρω παρέχουν πληρέστερη εικόνα των φαινομένων που διερευνήθηκαν.

Οι Reddy et al. (2019) στην έρευνα τους στον τομέα των Ε&Σ σε Κίνα και Ινδία, χρησιμοποίησαν πολλαπλές μεθόδους όπως ανώμαλα κέρδη (abnormal returns), κέρδη αγοράς και το μοντέλο OLS (ordinary least squares) για να αποτιμηθεί η απόδοση των Ε&Σ. Συγκεκριμένα στο ερευνητικό τους άρθρο καταγράφουν επί λέξει: «Εξ όσων γνωρίζουμε, τέτοιες ταυτόχρονες, πολλαπλές μέθοδοι δεν έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρελθόν».

Στην παρούσα ερευνητική μελέτη χρησιμοποιήθηκε η διαχρονική ποσοτική μέθοδος αποτίμησης αποτελεσμάτων διαμέσου της εφαρμογής πολλαπλών μεθοδολογιών και μεθόδων όπως: δομημένο ερωτηματολόγιο, και έρευνα συλλογής χρηματοοικονομικών στοιχείων τα οποία βοήθησαν στην ανάλυση και εξαγωγή λογιστικών δεικτών ρευστότητας, χρέους, και ανάλυση κερδοφορίας σε πολλαπλά επίπεδα, εργαλείο το οποίο αποτελεί συνδυασμό συλλογής πληροφοριών σε πολλαπλές μορφές διασταύρωσης της πληροφορίας ως προς την ορθότητα της. Το πιο κάτω διάγραμμα οργανώθηκε με στόχο να δοκιμάσει την επαλήθευση των υποθέσεων (hypotheses) σε σχέση με την επίδραση στην αξία των μετόχων διαμέσου της διαχρονικής ποσοτικής μεθόδου ενισχύοντας την αποτελεσματικότητα της έρευνας.

Γράφημα 3-6: Ερευνητική Ιεραρχική Μορφή Μεθόδου Έρευνας



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

3.4.3.1 Ποσοτική Ανάλυση

Αρκετοί ερευνητές έκαναν χρήση της περιγραφικής στατιστικής ανάλυσης για να εξάγουν ασφαλές συμπεράσματα όπως οι Mirchandani and Gupta (2018), Rozen-Bakher (2018), Zhao et al. (2019), Wangerin (2019), Chen et al. (2020), Wang and Zhou (2020), Trujillo et al. (2020), και Narsaiah (2020) με τη χρήση δεικτών όπως μέσος όρος, τυπική απόκλιση, μίνιμουμ και μάξιμουμ. Στην παρούσα έρευνα έγινε χρήση της περιγραφικής στατιστικής ως αναλύεται πιο κάτω:

Περιγραφική Στατιστική: Όπως έχει καταδείχθηκε πιο πάνω η ανάλυση και εξαγωγή λογιστικών δεικτών ρευστότητας, χρέους, και ανάλυση κερδοφορίας εμβαθύνεται με τη χρήση της περιγραφικής στατιστικής (descriptive statistic) η οποία είναι η διαδικασία/πηγή της εξαγωγής σημαντικών πληροφοριών από σύνολα αριθμών που είναι συνήθως πολύ μεγάλα για να τα χειριστούμε άμεσα, συνεπώς τα αποτελέσματα συνοψίζονται σε στατιστικά δεδομένα δεικτών Μέσου (mean) και Διάμεσου (median) κατά πρώτο λόγο με στόχο να είναι πιο ευκολονόητα και κατά συνέπεια να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα (Dowining and Clark, 1998). Επιπρόσθετα αναλύονται στατιστικοί δείκτες σε επικρατούσα τιμή, μέγιστη, ελάχιστη και τυπική απόκλιση. Βασικοί όροι κατά τους (Dowining and Clark, 1998):

Μέσος (Mean): η τιμή ισούται με το πηλίκο του αθροίσματος μιας λίστας αριθμών διά το πλήθος τους (ισοδύναμο με τον μέσο όρο, average).

Ο μέσος όρος εκφράζεται διά του τύπου:

$$\bar{X} = \frac{\chi_1 + \chi_2 + \chi_3 + \dots + \chi_n}{n}$$

Παράμετροι

--

 \bar{X} = μέσος όρος n = σύνολο αριθμών $x_1 + x_2 + x_3 + \dots + x_n$ = αριθμοί

Διάμεσος (Median): Σύμφωνα με τους Dowining and Clark (1998) ένα άλλο χρήσιμο στοιχείο είναι η διάμεσος (median). Η διάμεσος είναι το μεσαίο σημείο των δεδομένων, πράγμα που σημαίνει ότι οι μισοί αριθμοί είναι πάνω από αυτό και οι μισοί αριθμοί από κάτω του. Για να υπολογιστεί η διάμεσος πρέπει να ταξινομηθεί ο δείκτης κατά σειρά σε αύξοντα αριθμό δηλαδή από τον μικρότερο προς τον μεγαλύτερο. Διάμεσος ενός δείγματος n παρατηρήσεων οι οποίες έχουν διαταχθεί σε αύξουσα σειρά ορίζεται ως η μεσαία παρατήρηση, όταν το n είναι περιττός αριθμός, ή ο μέσος όρος (ημιάθροισμα) των δύο μεσαίων παρατηρήσεων όταν το n είναι άρτιος αριθμός (Χαλικιάς κ.ά. 2015). Συνεπώς για να υπολογίσουμε τη διάμεσο πρέπει να ταξινομήσουμε τη λίστα των αριθμών κατά σειρά. Όπως το πιο κάτω παράδειγμα όπου η διάμεση τιμή είναι το 49 (Dowining and Clark, 1998):

<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>	<u>7</u>	<u>8</u>	<u>9</u>
63	59	56	52	49	46	40	38	48

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Τυπική απόκλιση ορίζεται ως η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Variance - Διακύμανση ορίζεται ως ο αριθμητικός μέσος των τετραγώνων των αποκλίσεων των τιμών της μεταβλητής από τον αριθμητικό μέσο (Χαλικιάς κ.ά., 2015). Στη στατιστική, η τυπική απόκλιση (SD), εκπροσωπούμενη επίσης από το ελληνικό γράμμα σίγμα (σ) ή s είναι ένα μέτρο που χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί το ποσό της μεταβολής ή της διασποράς ενός συνόλου τιμών δεδομένων. Μια χαμηλή τυπική απόκλιση υποδηλώνει ότι τα σημεία των δεδομένων τείνουν να είναι κοντά στο μέσο όρο (που ονομάζεται επίσης η αναμενόμενη τιμή) του συνόλου, ενώ μία υψηλή τυπική απόκλιση υποδεικνύει ότι τα στοιχεία απλώνονται πάνω από ένα ευρύτερο φάσμα των τιμών. Τυπική απόκλιση ορίζεται ως η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης (Χαλικιάς κ.ά., 2015). Η Τυπική απόκλιση S' , ισούται με :

$$s = \sqrt{s^2}$$

Επικρατούσα τιμή (Mode): Είναι η παρατήρηση με τη μεγαλύτερη συχνότητα (Χαλικιάς κ.ά., 2015). Αν υπάρχουν περισσότερες από μία τιμές που εμφανίζονται περισσότερες φορές, τότε όλες αυτές οι τιμές ονομάζονται επικρατούσες (Dowining and Clark, 1998).

3.4.3.2 Ποσοτική Ανάλυση Αποτίμησης Λογιστικών Αποτελεσμάτων Διαμέσου Μοντέλου Μεταβλητών

Αρκετοί ερευνητές χρησιμοποίησαν την εφαρμογή μεταβλητών για να πετύχουν μετρήσιμο αξιόπιστο αποτέλεσμα όπως οι Lin and Lee, (2010), Ellis et al., (2011), Kim et al. (2011), Matuszak and Róžańska (2017), Bansal, (2017), Fidanoski et al. (2018) και Zhu et al. (2019). Στην παρούσα έρευνα οι ανεξάρτητες μεταβλητές επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή όπου το αποτέλεσμα της εξαρτημένης μεταβλητής αποτιμάται διαμέσου των δεικτών απόδοσης ενεργητικού ROA και απόδοσης συμφέρον μετόχων ROE και περαιτέρω διενεργείται ο έλεγχος της επίδραση των μεταβλητών ελέγχου στις εξαρτημένες μεταβλητές (Salkind, 2006). Το πιο κάτω διάγραμμα παρουσιάζει τη σύνδεση, συνοχή και αλληλεπίδραση των μεταβλητών (Gunther, 2007).

Γράφημα 3-7: Αλληλεπίδραση Μεταβλητών



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συνεπώς με βάση τα πιο πάνω προαναφερθέντα από τους ερευνητές, στην παρούσα έρευνα συγκεκριμενοποιούνται οι μεταβλητές όπως παρακάτω και αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της ερευνητικής διαδικασίας:

Κατ' επέκταση η μέτρηση απόδοσης διαμέσου των μεταβλητών (εξαρτημένη και ελέγχου) και η αλληλεπίδραση τους στην ανεξάρτητη μεταβλητή καταγράφεται στον πιο παρακάτω πίνακα:

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Εξαρτημένη Μεταβλητή/Αποτίμηση Αύξησης ή Μείωσης Αξίας Μετόχων	Μεταβλητές Ελέγχου Εξαρτημένης Μεταβλητής
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Συγγενικές εξαγορές ➤ Μη συγγενικές εξαγορές 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ ROE ➤ ROA 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Current Ratio ➤ Debt Ratio ➤ Operating Profit Analysis ➤ Net Profit Analysis ➤ Retained Earnings Analysis ➤ Total Assets

		➤ Total Fixed Assets ➤ Z Score
--	--	-----------------------------------

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

3.4.3.2.1 Μεταβλητές Ελέγχου – Λογιστικοί Δείκτες

Η εξέταση των μεταβλητών ελέγχου ως προς την επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή καταγράφεται διαμέσου της ανάλυσης των αποτελεσμάτων των λογιστικών δεικτών ρευστότητας, χρέους, ανάλυση κερδοφορίας, αποτίμηση ενεργητικού και συσσωρευμένων όπου στην παρούσα έρευνα η δομή είναι όπως παρακάτω:

Πρόταση (Εμπειρική/ Εννοιολογική)	Μέτρηση Απόδοσης/Μεταβλητές Ελέγχου
Εμπειρική	-Net Profit Analysis/ Ανάλυση Καθαρής Κερδοφορίας -Operating Profit Analysis / Ανάλυση Λειτουργικής Κερδοφορίας -Current Ratio Analysis / Ανάλυση Τρεχούμενης Ρευστότητας -Debt Ratio Analysis / Ανάλυση Δείκτη Χρέους - Retained Earnings Analysis / Ανάλυση κερδών που κρατήθηκαν -Total Fixed Assets

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Η τεχνική της χρήση των μεταβλητών ελέγχου οι οποίες μπορούν να προσδώσουν μετρήσιμο κριτήριο στο αποτέλεσμα της εξαρτημένης μεταβλητής ώστε να μην αμφισβητείται το αποτέλεσμα καταγράφεται από τον Gunther (2007) ο οποίος επικαλείται προηγούμενους ερευνητές όπως τους Samuel and Smith (1968), Hitt et.al. (1997), Vermeulen and Barkema (2002), και Hayward (2002). Οι Stephen (2013) και Fidaniski et al. (2018) εισάγουν στην έρευνα τους τη χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών οι οποίοι δίνουν στατιστικό μετρήσιμο αποτέλεσμα. Πιο κάτω καταγράφονται οι μεταβλητές ελέγχου όπου οι πλείστες αναπτύχθηκαν στο κεφάλαιο της βιβλιογραφικής επισκόπησης σε πιο μεγάλη έκταση.

(α) Δείκτης Λειτουργικής Κερδοφορίας (Operating Profit Margin): Κατά τον Ghallacher and Andrew (2000), ο δείκτης λειτουργικής κερδοφορίας είναι η επέκταση του δείκτη μεικτής κερδοφορίας μείον τα λειτουργικά έξοδα. Ο δείκτης εκφράζεται με τη φόρμουλα $\text{Operating Profit Margin} = \text{Earnings Before Interest and Taxes} / \text{Sales}$ (Δείκτης Λειτουργικού Κέρδους = Κέρδος πριν Τόκους και Φόρους / Πωλήσεις). Όσο πιο μεγάλος ο δείκτης τόσο το καλύτερο.

(β) Δείκτης Καθαρής Κερδοφορίας (Net Profit Margin): Κατά τους Ghallacher and Andrew (2000), και Wild (2000) ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας καταγράφει τι καθαρό κέρδος έχει απομείνει από την πώληση αξίας ενός δολαρίου. Επί της ουσίας καταγράφεται τι κέρδος έχει απομείνει όταν από τις πωλήσεις αφαιρεθούν όλα τα έξοδα μηδενός

εξαιρουμένου, όπως κόστος πωλήσεων, λειτουργικά, χρηματοδοτικά και φόροι. Εκφράζεται ο δείκτης με τη φόρμουλα $\text{Net Profit Margin} = \text{Net Income} / \text{Sales}$ (Καθαρή Κερδοφορία = Καθαρό Κέρδος / Πωλήσεις).

(γ) Δείκτης Ρευστότητας (Current Ratio): Κατά τους Ghallacher and Andrew (2000), και Wild (2000) ο δείκτης ρευστότητας καταδεικνύει την ικανότητα της εταιρείας να αποπληρώσει τις τρεχούμενες υποχρεώσεις και σχετίζεται με το τρεχούμενο ενεργητικό και τρεχούμενο παθητικό. Διαδεδομένος δείκτης είναι ο δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας ($\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities}$) και εκφράζεται με τη φόρμουλα = τρεχούμενο ενεργητικό / τρεχούμενο παθητικό. Δείκτης ασφαλείας καταγράφεται το 2, δηλαδή για κάθε 1 ευρώ τρεχούμενο παθητικό πρέπει να υπάρχουν 2 ευρώ διαθέσιμα τρεχούμενο ενεργητικό. Οι πιο πάνω ακαδημαϊκοί καταγράφουν ότι ο ιδανικός δείκτης επηρεάζεται και από τη βιομηχανία στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία.

(δ) Δείκτης Χρέους (Debt Ratio): Κατά τους Ghallacher and Andrew (2000), και Wild (2000) ο δείκτης χρέους καταδεικνύει το ποσοστό του ενεργητικού το οποίο είναι δανειοδοτημένο, συνεπώς καταγράφεται η σχέση χρέους προς ενεργητικό. Ο δείκτης χρέους εκφράζεται με τη φόρμουλα $\text{Debt Ratio} = \text{Total Liabilities} / \text{Total Assets}$ (δείκτης χρέους = σύνολο παθητικού / σύνολο ενεργητικού). Όσο πιο ψηλός είναι ο δείκτης τόσο πιο μεγάλο είναι το ρίσκο. Δείκτης ελέγχου είναι κοντά στο 40% όμως αυτό εξαρτάται και από άλλους παράγοντες όπως την κερδοφορία και τη βιομηχανία στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία.

(ε) Μέγεθος Ενεργητικού (Size of Assets): Οι Dang and Yang (2018) στην έρευνα τους με θέμα την επίδραση στα χρηματοοικονομικά των εταιρειών μέσα από διάφορους δείκτες έκαναν χρήση ως δείκτη μέτρησης το μέγεθος του συνόλου ενεργητικού. Ένας από τους στόχους της έρευνας ήταν να διερευνηθεί η συσχέτιση του μεγέθους ενεργητικού μεταξύ διαφόρων δεικτών.

(ζ) Συσσωρευμένα Κέρδη (Retained Earnings): Οι Ball et al. (2020) στην έρευνα τους με θέμα την επίδραση στα χρηματοοικονομικά των εταιρειών και συγκεκριμένα ως προς την αναμενόμενη απόδοση μέσα από διάφορους δείκτες έκαναν χρήση ως έναν από τους δείκτες μέτρησης τα συσσωρευμένα κέρδη. Ένας από τους στόχους της έρευνας ήταν να διερευνηθεί η συσχέτιση του μεγέθους των συσσωρευμένων κερδών με άλλους δείκτες ελέγχου.

3.4.3.2.2 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Ανεξάρτητης Μεταβλητής

Στην παρούσα έρευνα έχουν οριστεί ως ανεξάρτητες μεταβλητές οι ακόλουθες: Εξαγορές σε (1) Συγγενικές εξαγορές, και (2) Μη συγγενικές εξαγορές. Η αποτίμηση της

εξαρτημένης μεταβλητής αποτιμάται διαμέσου των λογιστικών δεικτών ROA (Return on Assets – Κέρδος προς Ενεργητικό) και ROE (Return on Equity – Κέρδος προς Συμφέρον Μετόχων/Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων).

3.4.3.2.3 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Εξαρτημένης Μεταβλητής

Η εξαρτημένη μεταβλητή καταγράφει το αποτέλεσμα της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας ως προς το συμφέρον των μετόχων, δηλαδή την αύξηση της αξίας των μετόχων, τη μείωση της αξίας των μετόχων ή ουδεμία ουσιαστική αλλαγή (Gunther, 2007). Κατά τον Xiaorong (2007) οι διαδεδομένες μετρήσεις απόδοσης σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες είναι η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA) και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE). Αυτοί οι δείκτες έχουν χαρακτηριστεί ως ευκολονόητοι και μπορούν να καταγράψουν την απόδοση των εταιρικών επιδόσεων.

(α) Δείκτης Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού (ROA): Συνήθης τρόπος μέτρησης της απόδοσης ενός οργανισμού εκφράζεται με τη μέτρηση της απόδοσης του δείκτη απόδοσης παγίων (ROA/Return on Assets). Ο εν λόγω δείκτης καταγράφει πόσο αποδοτικά η διεύθυνση ενός οργανισμού διαχειρίστηκε το επενδυμένο κεφάλαιο. Εκφράζεται με τη λογιστική φόρμουλα $\text{Καθαρό Κέρδος} \times 100 / \text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Net Income} \times 100 / \text{Total Assets}$, (Libby et al., 2001).

(β) Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE): Κατά τον Ghallacher et. al. (2000), Libby et. al. (2001) και Wild (2000) ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων καταγράφει την απόδοση καθαρών κερδών σε σχέση με τη συνεισφορά ιδίων κεφαλαίων των κοινών μετόχων. Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων εξάγεται με τη φόρμουλα $\text{ROE} = \text{Net Income} / \text{Common Equity}$ (Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρό Κέρδος / Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο).

(γ) Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης και Ελέγχου) - Pearson correlation coefficient

Κατά τον Ευάγγελο (2013) δύο ποσοτικές μεταβλητές σχετίζονται εάν συμπεριφέρονται με τέτοιο τρόπο ώστε να εμφανίζονται συνδεδεμένες, δηλαδή όταν μεταβολές στην τιμή της μιας μεταβλητής τείνουν να συμπίπτουν με τις μεταβολές στις τιμές της άλλης μεταβλητής. Κατά τον Εμβαλιώτη κ.ά. (2013-2017), ο δείκτης Pearson (r), το εύρος που μπορεί να πάρει ο r είναι από -1 (πλην ένα) και +1 (συν ένα). Το πρώτο μέγεθος (-1) δείχνει μια τέλεια αρνητική σχέση σε αντίθεση με το δεύτερο μέγεθος (+1) όπου δείχνει θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Μεταξύ των δύο ορίων (-1 έως +1) έχουν καταγραφεί διάφορες κατηγοριοποιήσεις, μία απ' αυτές είναι η πιο κάτω:

0.00 – 0.20	Μηδενική σχέση
0.21 – 0.40	Μικρή σχέση
0.41 – 0.60	Μέτρια σχέση
0.61 – 0.80	Δυνατή σχέση
>0.81	Εξαιρετικά δυνατή σχέση

Ερμηνεία Pearson correlation: Συντελεστής συσχέτισης r

Sig. (2-tailed – δύο μεταβλητές, οπότε δημιουργείται επίπεδο σημαντικότητας διπλής ουράς): (Test of significance – Τεστ Σημαντικότητας) παρατηρούμενη πιθανότητα τιμής $p=.000$ -, επειδή πιθανότητα ίση με μηδέν δεν υφίσταται, η παραπάνω πιθανότητα είναι απλώς μικρότερη από το 1 τοις 1000 ($1/1000$). Κατά τους Κριτσωτάκη και Παπαδοπούλου (2004) το πρόγραμμα SPSS μπορεί να δώσει στατιστική σημαντικότητα ως μια ακριβή τιμή ή ως ένα από τα συμβατικά επίπεδα σημαντικότητας 0,05 ή 0,01. Όπου: N = μέγεθος δείγματος.

Παρατηρήσεις/Περιορισμοί για τον συντελεστή συσχέτισης Pearson

Κατά τον Εμβαλιώτη κ.ά. (2013-2017), έχουν καταγραφεί οι πιο κάτω σημαντικές παρατηρήσεις όταν χρησιμοποιείται ο συντελεστής Pearson:

- Επηρεάζεται από ακραίες παρατηρήσεις. Δείκτες (άτομα) με μεγάλες ή μικρές τιμές πολύ πιθανόν να διαστρεβλώσουν τον συντελεστή συσχέτισης σε εξαιρετικά μεγάλο βαθμό.
- Επηρεάζεται από το μέγεθος του δείγματος. Πολύ μικρά ή πολύ μεγάλα δείγματα δημιουργούν προβλήματα στην ερμηνεία της πιθανότητας και στατιστικής σημαντικότητας.
- Επηρεάζεται όπως όλα τα τεστ από την αξιοπιστία των μετρήσεων. Αν οι μετρήσεις έχουν μεγάλες τιμές σε στατιστικό σφάλμα, με συνεπακόλουθο να επηρεάζεται ο συντελεστής συσχέτισης.
- Επηρεάζεται από την ύπαρξη στρεβλών κατανομών, ειδικά όταν αυτές αποκλίνουν πολύ από την κανονικότητα.

(δ) Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης και Ελέγχου) διαμέσου Εφαρμογής Γραμμικής Παλινδρόμησης (Regression Analysis) και Στατιστικής Οικονομικής Σημαντικότητας (Statistical Economic Significance)

Οι Χαλικίας κ.α. (2015) στη βιβλιογραφία τους καταγράφουν ότι η εφαρμογή της παλινδρόμησης έχει στόχο «...να βρεθεί η μαθηματική σχέση που συνδέει τις παρατηρήσεις δύο μεταβλητών». Περαιτέρω καταδεικνύουν ότι «... ο συντελεστής συσχέτισης μας δείχνει το αν και κατά πόσο δύο μεταβλητές σχετίζονται, χωρίς όμως να μας παρέχει τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλονται οι τιμές της μιας σε σχέση με τις τιμές της άλλης». Πληθώρα

ερευνητών εφάρμοσαν την μεθοδολογία της παλινδρόμησης μέσω της αποτίμησης αποτελεσμάτων και πιο συγκεκριμένα να καταδείξουν τη σχέση μεταξύ μεταβλητών σε πεδίο χρηματοοικονομικής ανάλυσης όπως οι Li et al. (2018), Masulis and Sismir (2018), Erel et al. (2021), Jiang et al. (2019), Lie (2019), Wangerin (2019), Bartov et al. (2021), Dai et al. (2021), και Eaton et al. (2021).

Οι Stollefson et al. (2008) και Dhakal (2018) καταδεικνύουν στην αρθρογραφία τους στο πεδίο της εκτίμησης των στατιστικών συσχετίσεων σε εφαρμογές Pearson Correlation και Regression Analysis ότι υπάρχει πληθώρα συντελεστών εφαρμογής, όμως το πιο σημαντικό για να υπάρχει αξιοπιστία και ποιότητα στην έρευνα είναι πολύ σημαντικό οι ερευνητές να καταλαβαίνουν τι αντιπροσωπεύει ο κάθε συντελεστής, πώς υπολογίζεται και πώς κατανοούνται τα δεδομένα. Περαιτέρω οι Acharya and Pedersen (2005), Engsted (2009) και Mitton (2021), ως έχει αναλυθεί στο υπό-κεφάλαιο 2.8.6 της βιβλιογραφικής επισκόπησης, καταδεικνύουν την σημασία της εφαρμογής της οικονομικής σημαντικότητας η οποία επεκτείνεται με την εφαρμογή του μοντέλου προβλεψιμότητας, πεδίο το οποίο έχει αναλυθεί στο υπο-κεφάλαιο 2.8.6.1 της βιβλιογραφικής επισκόπησης, εφαρμογή η οποία υιοθετήθηκε από τους Ackert and Athanassakos (2003), How et al. (2005), Hsieh et al. (2011), Tehranian et al. (2014), Li et al., (2018) και Nam (2019).

(ε) Ολιστική Ποσοτική Ανάλυση

Στην παρούσα έρευνα έχει υιοθετηθεί η εφαρμογή της ολιστικής ανάλυσης του δείγματος η οποία εξάγει το ακριβές ποσοστό επιρροής των μεταβλητών CR, DR, και NPA σε συσχέτιση με τους δείκτες του μοντέλου Altman Z score σε σύνολο πενταετίας (Y1-Y5). Η ολιστική προσέγγιση έχει ως αποτέλεσμα την εξαγωγή ενός απόλυτου ποσοστού έως το τέλος του πέμπτου έτους στην αλληλεξάρτηση μιας σταθερής μεταβλητής, η οποία είναι ο δείκτης Altman Z score, σε σχέση με τις άλλες τρεις μεταβλητές CR, DR και NPA. Το πλεονέκτημα μιας ολιστικής προσέγγισης έναντι μιας ενιαίας προσέγγισης είναι να τονιστεί η σημασία της ύπαρξης μιας ευρύτερης άποψης (Andersen, 2007). Επιπλέον, ο Scott (2016) υποστηρίζει ότι η υιοθέτηση της ολιστικής προσέγγισης δίνει τη δυνατότητα στην αξιολόγηση ολόκληρης της εικόνας. Περαιτέρω η ολιστική προσέγγιση χρησιμοποιείται για να προσδιορίσει ποια από τις μετρικές συνιστώσες μεταξύ ρευστότητας/CR, φερεγγυότητα/DR και κερδοφορία/NPA επηρεάζουν και οδηγούν τον δείκτη Altman Z score είτε θετικά είτε αρνητικά σημειώνουμε ότι παρόμοια μελέτη δεν έχει εντοπιστεί στη διεθνή βιβλιογραφία όσον αφορά την υιοθέτηση ολιστικής προσέγγισης

3.4.4 Συλλογή Δεδομένων & Ανάλυση

Η συλλογή δεδομένων και η ανάλυσή τους είναι ύψιστης σημασίας και λόγω της ζωτικής σημασίας χρειάζεται προσεκτικό και αποτελεσματικό προγραμματισμό και παρακολούθηση. Στην παρούσα έρευνα τα συγκεντρωμένα στοιχεία και δεδομένα αναλύθηκαν διαμέσου χρήσης προχωρημένων λογισμικών προγραμμάτων όπως SPSS v.23 (Statistical Package of Social Sciences) και Advance Excel. Το αποτέλεσμα της χρήσης είναι η εξαγωγή περιγραφικών στατιστικών όπως πίνακες, διαγράμματα και γραφικές παραστάσεις.

3.4.4.1 Πρωτογενής συλλογή δεδομένων

Πρωτογενή δεδομένα είναι αυτά τα οποία συλλέγονται από τον εαυτό μας ως ερευνητές. Αυτά τα στοιχεία μπορεί να προέρχονται από παρατήρηση, από συνέντευξη ή από τη συμπλήρωση ενός ερωτηματολογίου (Cameron, 2001). Οι συλλογές των πρωτογενών στοιχείων αυτής της έρευνας είναι οικονομικές καταστάσεις, δεδομένα από κρατική ιστοσελίδα Εφόρου Εταιρειών και Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ), και πληθώρα άλλων στοιχείων οικονομικών και μη, διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου (παράρτημα 2), διαμέσου προσωπικών συνεντεύξεων όπου χρειάστηκε αναγκαίο.

3.4.4.2 Συμμετέχοντες

Ερωτηματολόγια στάλθηκαν ηλεκτρονικά στους αρμόδιους διευθυντές οι οποίοι έχουν την γνώση να το συμπληρώσουν: (1) γενικούς διευθυντές και (2) οικονομικούς διευθυντές και οποιουσδήποτε άλλους διευθυντές κρίθηκε αναγκαίο όπως στρατηγικούς μανάτζερ και μάρκετινγκ μανάτζερ. Ο ερευνητής, ανέπτυξε ως μέρος της έρευνας δομημένο ερωτηματολόγιο το οποίο αποτελείται από τέσσερα μέρη που είναι δομημένα και έχουν συλλεγεί οι απαιτούμενες χρηματοοικονομικές, λογιστικές και διευθυντικές πτυχές προς ενίσχυση της επιτυχίας της έρευνας. Επιπλέον, ο ερευνητής ακολούθησε πιλοτικές συνεντεύξεις με τέσσερις συμμετέχοντες προκειμένου να καθοριστεί εάν το ερωτηματολόγιο ήταν σαφές ή αν χρειαζόταν αλλαγές και βελτιώσεις, ώστε να διασφαλιστεί ότι οι συμμετέχοντες θα απαντούσαν σε όλες τις ερωτήσεις. Περαιτέρω βασικό σημείο του ερωτηματολογίου είναι η ανωνυμία.

3.4.4.3 Ερευνητικό Πιλοτικό Δείγμα με βάση Δομημένο Ερωτηματολόγιο

Οι Downing and Clark (1997) θέτουν το κρίσιμο ερώτημα «...πώς μπορούμε να γνωρίζουμε ότι ένα δείγμα αντιπροσωπεύει ολόκληρο πληθυσμό». Περαιτέρω οι Downing and Clark (1997) έθεσαν τις ακόλουθες βασικές παραδοχές προς την επιλογή αξιόπιστου δείγματος: (1) η εξέταση ενός ολόκληρου δείγματος κοστίζει πάρα πολύ και είναι δύσκολο, (2) η χρήση εκπαιδευμένων ατόμων μπορούν να πετύχουν μεγαλύτερη ακρίβεια ασχολούμενη με τα δεδομένα ενός δείγματος παρά ολόκληρου του πληθυσμού, (3) το δείγμα

πρέπει να είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού, δ) το δείγμα να μην είναι προεπιλεγμένο αλλά εντελώς τυχαίο με προοπτική το σύστημα δειγματοληψίας να δίνει τη δυνατότητα στο κάθε άτομο να έχει την ίδια ευκαιρία να επιλεγεί. Οι Saunders et al. (2007) πέραν των πιο πάνω θέτουν την παραδοχή ότι η συλλογή πληροφοριών από λιγότερες περιπτώσεις πρέπει να είναι πιο αναλυτική σε πληροφόρηση.

Ο Salkind (2006) καταγράφει ότι το τυχαίο δείγμα είναι το πιο αμερόληπτο εργαλείο για την επιλογή συμμετεχόντων από ένα σύνολο πληθυσμού. Στη βιβλιογραφία του επεκτείνει με παράδειγμα τυχαίου δείγματος από 50 άτομα σε επιλογή 10 τυχαίων ατόμων με το αποτέλεσμα να είναι επαρκές για να εξυπηρετήσει τον σκοπό.

Οι Amiot et al. (2006) σε έρευνα τους με θέμα την επίδραση μιας συγχώνευσης στους υπαλλήλους, το συνολικό ποσοστό απάντησης και στα δύο ερωτηματολόγια ήταν περί το 30% (απάντησαν από το επιλεγμένο δείγμα των 662 οι 220).

Οι Gleibs et al. (2008) σε έρευνα τους με πεδίο την συγχώνευση ακαδημαϊκών ιδρυμάτων όπου διενεργήθηκε έρευνα ερωτηματολογίου σε τρεις φάσεις, οι ολοκληρωμένες απαντήσεις ανήλθαν στο 33% του δείγματος.

Σύμφωνα με τους Wiersema and Bowen(2009) οι στατιστικές τεχνικές είναι πολύ διαδεδομένες, πολύπλοκες και εξελιγμένες στο ερευνητικό πεδίο του στρατηγικού Μάνατζμεντ. Επιπρόσθετα οι ερευνητές τόνισαν τις πρακτικές βελτίωσης των τρεχούμενων στατιστικών τεχνικών όπως επίσης και τη βελτίωση της μεθοδολογίας.

Κατά το Young (2016) το μέγεθος του δείγματος της έρευνας εξαρτάται από πρακτικά προβλήματα, χρονικούς περιορισμούς και ζητήματα κόστους. Σε μία μελέτη που στοχεύει στην περιγραφή των χαρακτηριστικών ενός πληθυσμού συνιστάται να λαμβάνεται δείγμα μεταξύ 1% έως 10% του πληθυσμού, με τουλάχιστον 100 συμμετέχοντες κατά κανόνα.

Οι Bansan and Almalki (2020) σε έρευνα τους στο Βασίλειο του Μπαχρέιν στον τραπεζικό τομέα έκαναν χρήση δομημένου ερωτηματολογίου σε 27 διευθυντικά στελέχη προς συλλογή πληροφοριών με στόχο να εξαχθούν συμπεράσματα αν οι Ε&Σ πρόσθεσαν αξία στους μετόχους. Σημαντικό σημείο αναφορά των ερευνητών είναι η διασταύρωση της πληροφορίας των ερωτηματολογίων με ποσοτικές χρηματοοικονομικές αναλύσεις ώστε να επιτευχθεί το μέγιστο αξιόπιστο αποτέλεσμα.

Οι Memon et al. (2020) καταγράφουν ότι έρευνες σε επίπεδο οργανισμού που απευθύνεται σε ανώτερα διευθυντικά στελέχη όπως διευθύνοντες συμβούλους, οικονομικούς διευθυντές, και διευθυντές ανθρώπινου δυναμικού ως ερωτηθέντες μπορεί το μέγεθος μπορεί να έχει μικρότερο μέγεθος δείγματος από την έρευνα σε ατομικό επίπεδο

όπως εργαζόμενους και πελάτες. Περαιτέρω καταγράφουν επί λέξη 'προηγούμενη βιβλιογραφία έχει παράσχει συστάσεις για το ελάχιστο μέγεθος δείγματος που απαιτείται για την εκτέλεση ορισμένων αναλύσεων. Για παράδειγμα, η διερευνητική ανάλυση παραγόντων δεν μπορεί να γίνει εάν το δείγμα έχει λιγότερες από 50 παρατηρήσεις (οι οποίες εξακολουθούν να υπόκεινται σε άλλους παράγοντες), ενώ η απλή ανάλυση παλινδρόμησης χρειάζεται τουλάχιστον 50 δείγματα και γενικά 100 δείγματα για τις περισσότερες ερευνητικές καταστάσεις'.

Στον πιο κάτω πίνακα αποτυπώνεται η σύγκριση των βασικών παραδοχών ως προς το επιλεγμένο παραδεχτό δείγμα σύμφωνα με τους πιο πάνω ερευνητές σε σχέση με την παρούσα έρευνα.

Πίνακας 3-5: Βασικές Παραδοχές Αποδεχτού Δείγματος

Διεθνής Βιβλιογραφία	Παρούσα Έρευνα
Η εξέταση ενός ολόκληρου δείγματος κοστίζει πάρα πολύ και είναι δύσκολο	Από τα 50 διευθυντικά στελέχη τα 31 αρνήθηκαν να συμπληρώσουν το ερωτηματολόγιο όπου καταγράφεται ο βαθμός δυσκολίας συλλογής πληροφοριών
Η χρήση εκπαιδευμένων ατόμων μπορούν να πετύχουν μεγαλύτερη ακρίβεια ασχολούμενη με τα δεδομένα ενός δείγματος παρά ολόκληρου του πληθυσμού	Η εμπειρία του ερευνητή στον τομέα των Ε&Σ βοήθησε ώστε η σύνθεση του ερωτηματολογίου να είναι κατανοητή προς τον συμμετέχοντα
Το δείγμα πρέπει να είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού	Το ποσοστό του 38% δεν είναι αμελητέο δείγμα
Το τυχαίο δείγμα είναι το πιο αμερόληπτο εργαλείο για την επιλογή συμμετεχόντων από ένα σύνολο πληθυσμού. Παράδειγμα τυχαίου δείγματος από 50 άτομα σε επιλογή 10 τυχαίων ατόμων όπου το αποτέλεσμα είναι επαρκές για να εξυπηρετήσει τον σκοπό.	Οι απαντήσεις του 38% από το ολιστικό δείγμα θεωρούνται ως τυχαίο δείγμα γιατί ο ερευνητής δεν είχε την προεπιλογή του συγκεκριμένου 38% δείγματος.
Η συλλογή πληροφοριών από λιγότερες περιπτώσεις πρέπει να είναι πιο αναλυτική σε πληροφόρηση	Η δομή του ερωτηματολογίου με βάση τις παραδεχτές δομές ενός εύστοχα δομημένου ερωτηματολογίου (κεφάλαιο 3) είναι αναλυτική προς πληροφόρηση και υποστηρίζει τον σκοπό και στόχους της παρούσας έρευνας

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συνεπώς οι βασικές αρχές αποδεχτού δείγματος ως έχουν καταγραφεί από προηγούμενους ερευνητές έχουν υιοθετηθεί και στην παρούσα έρευνα (τυχαία δειγματοληψία) όπου τα αποτελέσματα των εξαγορών διαμέσου ανάλυσης των αποτελεσμάτων του ερωτηματολογίου μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστα όταν συνάδουν με τη χρηματοοικονομική ανάλυση. Εξού και οι πιο πάνω ερευνητές δεν καθορίζουν αξιόπιστο ποσοστό αλλά μόνο παραδεχτές εφαρμογές.

Στάλθηκε πιλοτικό δείγμα σε δέκα οικονομικούς διευθυντές οι οποίοι είχαν ενεργή εμπλοκή σε εξαγορά εταιρείας ώστε να εντοπισθούν πιθανές αρνητικές ενέργειες

συμπλήρωσης του ερωτηματολογίου και επίσης να εισακουστούν εισηγήσεις από τους συμμετέχοντες ως προς την ευκολία συμπλήρωσης και πρόσβαση στις πληροφορίες σχετικά με το ερωτηματολόγιο. Η ανταπόκριση ήταν στο 40% η οποία κρίνεται θετική, γεγονός που μπορεί να υποστηρίξει την έρευνα προς εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Πίνακας 3-6: Ερευνητικό Πιλοτικό Δείγμα

Πιλοτικοί Συμμετέχοντες	Αποστολή	Ανταπόκριση	Ποσοστό Ανταπόκρισης
Οικονομικοί διευθυντές	10	4	40%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

3.4.4.4 Δειγματοληπτική Στρατηγική με βάση ολιστικό δείγμα χρηματοοικονομικής ανάλυσης

Κατά τον Salkind (2006) οι δειγματοληπτικές στρατηγικές (sampling strategies) είναι οι ακόλουθες: Τυχαία επιλογή δείγματος (simple random sampling), Συστηματική δειγματοληψία (systematic sampling), Στρωματοποιημένο δείγμα (stratified sampling), Συμπλεγματοειδές δείγμα (Cluster sampling), και Ποσοτική δειγματοληψία (Quota sampling). Κατά τον Andersen (2007), καταδεικνύεται ότι το ολιστικό δείγμα (ολιστική εφαρμογή) δίνει καλύτερη εικόνα από μία ενιαία προσέγγιση. Επιπλέον, ο Scott (2016) υποστηρίζει ότι η υιοθέτηση της ολιστικής προσέγγισης μπορεί να εκτιμηθεί συνολικά.

Κατά τους Fox et al. (2009) καταγράφεται επί λέξη ‘...πολλά κομμάτια της έρευνας φαίνεται να επιλέγουν ένα μέγεθος δείγματος μόνο με βάση το τι «φαίνεται» σωστό, ή τι παρόμοιες μελέτες έχουν χρησιμοποιήσει στο παρελθόν, ή ίσως απλά για λόγους ευκολίας: δέκα φαίνονται λίγο μικρά και εκατό θα ήταν δύσκολο να αποκτηθούν, οπότε το 40 είναι ένας ευτυχισμένος συμβιβασμός! Δυστυχώς, πολλές δημοσιευμένες έρευνες χρησιμοποιούν ακριβώς αυτό το είδος λογικής. Η επιλογή του σωστού μεγέθους του δείγματος δεν είναι θέμα προτίμησης, είναι ένα κρίσιμο στοιχείο της ερευνητικής διαδικασίας ...’ Κατά τους Mulherin and Boone (2000) όταν το δείγμα είναι μικρό το δείγμα είναι μικρό εξετάζεται λεπτομερώς.

Κατά τον Χαλικιά (2007-2013) η λήψη αντιπροσωπευτικού δείγματος το οποίο αν επιλεγεί ορθά μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να γίνουν αναφορές στον γενικό πληθυσμό διαφορετικά θα οδηγήσει σε λανθασμένες εκτιμήσεις και συμπεράσματα. Τρανταχτό παράδειγμα που οδήγησε σε λάθος συμπέρασμα ήταν η δημοσκόπηση πρόθεσης ψήφου στις ΗΠΑ το 1936 όπου το δείγμα παρόλο που ήταν μεγάλο με συμμετοχή 2.400.000 ψηφοφόρους όπου ‘..τα αποτελέσματα έδειχνε σημαντικό προβάδισμα του ρεπουμπλικάνου υποψήφιου Alf Landon αλλά μετά τη διεξαγωγή των εκλογών πρόεδρος των ΗΠΑ διαπιστώθηκε ότι εξελέγη με πολύ άνετη νίκη ο δημοκρατικός υποψήφιος Franklin

Roosevelt, τα ποσοστά ήταν 60,7% έναντι 39,3%. Το λάθος αυτό οφείλεται στο ότι η έρευνα πραγματοποιήθηκε τηλεφωνικά, αν και η χρήση του συγκεκριμένου μέσου επικοινωνίας δεν ήταν ευρέως διαδεδομένη την εποχή αυτή. Κατά συνέπεια έλαβαν μέρος στη δημοσκόπηση σχετικά ευκατάστατοι ψηφοφόροι, οι οποίοι προτιμούσαν το ρεπουμπλικανό υποψήφιο, η μεγάλη πλειοψηφία των πολιτών, όμως, που είχε χαμηλά εισοδήματα ψήφισε τον Roosevelt'.

Κατά τους Singh & Masuku (2014) όταν ο πληθυσμός είναι μικρό δείγμα, μια προσέγγιση είναι να χρησιμοποιηθεί ολόκληρος ο πληθυσμός ως δείγμα και μπορεί να εφαρμοστεί για μικρούς πληθυσμούς (π.χ. 200 ή λιγότεροι). Η απογραφή εξαλείφει το σφάλμα δειγματοληψίας και παρέχει δεδομένα για όλα τα άτομα του πληθυσμού. Επιπλέον, ορισμένες δαπάνες όπως ο σχεδιασμός ερωτηματολογίου και η ανάπτυξη του πλαισίου δειγματοληψίας είναι "σταθερές", δηλαδή θα είναι οι ίδιες για δείγματα 50 ή 200.

Οι Χαλικιάς κ.α. (2015) στο συγγραφικό τους έργο στην μεθοδολογία έρευνας και στατιστικής ανάλυσης καταγράφουν επί λέξει «Είναι αυτονόητο ότι ο βαθμός εγκυρότητας του δείγματος μεγαλώνει με την αύξηση του δείγματος. Αν και το κυριότερο μέτρο εγκυρότητας δεν είναι το μέγεθος του δείγματος, αλλά αντιπροσωπευτικότητα του που προκύπτει από την σωστή επιλογή της μεθόδου».

Οι Matuszak and Rozanska (2017) σε έρευνα Ε&Σ στον τραπεζικό τομέα στην Πολωνία την περίοδο 2008-2015 επέλεξαν δείγμα υπό εξέταση 18 τραπεζικές Ε&Σ. Καταγράφηκε ο περιορισμός του μικρού δείγματος όμως στον αντίποδα τόνισαν ότι δεν υπάρχει πληθώρα ερευνών σε αναδυόμενες οικονομίες.

3.4.4.5 Ολιστική Εφαρμογή λήψης δείγματος με βάση την Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση

Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκε η ολιστική δειγματοληψία (holistic sample) δηλαδή έχουν αναλυθεί όλες οι εταιρείες οι οποίες διενήργησαν εξαγορές και περιλαμβάνονται στη λίστα η οποία δόθηκε από το ΧΑΚ όπου κατέστη δυνατόν η συλλογή πληροφοριών ώστε να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα. Πιο κάτω παρατίθεται πίνακας με το μέγεθος δείγματος από προηγούμενους ερευνητές όπου καταγράφεται εκ διαμέτρου μεγάλη διαφορά στον αριθμό του δείγματος:

Πίνακας 3-7: Δείγμα προηγούμενων ερευνών

Α/Α	Συγγραφέας	Περίοδος Δείγματος	Μέγεθος Δείγματος	Παρατηρήσεις	Χώρα
1	Frank and Harris (1989)	1955-1985	1,058	Επιτυχημένες συγχωνεύσεις/Journal of Financial Economics	Ηνωμένο Βασίλειο

2	Lyrouti et al. (1999)	1989-1998	50	Διεθνείς συγχωνεύσεις/ <i>Journal of Financial Management and Analysis</i>	Ευρώπη και Ιαπωνία
3	Eckbo and Thorburn (2000)	1964-1983	1,261	Ολοκληρωμένες συγχωνεύσεις/ <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>	Καναδάς
4	Doukas et. al. (2002)	1980-1995	101	Επικεντρωμένες συγχωνεύσεις/ European Financial Management (R.3)*	Σουηδία
5	Beitl et. al. (2002)	1985-2000	98	Οι εξαγοράστριες εταιρείες ήταν τραπεζικά ιδρύματα της Ευρώπης/ European Financial Management (R.3)*	Ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες
6	Floreani and Rigamonti (2003)	1983-1995	56	Συγχωνεύσεις εταιριών ασφαλιστικού κλάδου/ Electronic Journal (R.1)*	Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρώπη και Αυστραλία
7	Faccio et. al. (2003)	1996-2001	385	Εισηγμένες εταιρείες-Στόχοι και Μη εισηγμένες εταιρείες στόχοι/ Working Paper	Ευρώπη
8	Sudarsanam and Mahate (2003)	1983-1995	519	Ολοκληρωμένες συγχωνεύσεις/ Electronic Journal (R.1)*	Ηνωμένο Βασίλειο
9	Louis and Leung (2004)	1984-1996	36	E&S/ <i>International Business Review</i> (R.3)*	Hong Kong
10	Campa and Hernando (2004)	1998 - 2000	262	Συγχωνεύσεις/ European Financial Management.	Ευρώπη
11	Goergen and Renneboog (2004)	1993-2000	139	Συνενώσεις ευρωπαϊκών εταιριών/ European Financial Management (R.3)	Ευρώπη
12	Meschi and Metais (2006)	1988-2004	291	Συγχωνεύσεις εταιριών-στόχων στις ΗΠΑ/ Academy of Journal Management	Γαλλία
13	Ben-Amar and Andre (2006)	1998-2002	327	Ολοκληρωμένες συγχωνεύσεις/ <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> (R.3)*	Καναδάς
14	Uddin and Boateng (2009)	1994-2003	373	Απόδοση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων/ Review of Accounting and Finance (R.2)*	Ηνωμένο Βασίλειο
15	Ayoush (2011)	1996-2003	555	Διασυνοριακές και τοπικές εξαγορές & συγχωνεύσεις	Ηνωμένο Βασίλειο
16	Kalra (2013)	2008-2009	47	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>Journal of Business Strategy</i> (R.1)*	Ινδία
17	Liu and Wang (2013)	2008-2009	36	Απόδοση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων/ <i>Scientific Research,</i>	Κίνα

				<i>Open Journal of Social Sciences</i>	
18	Paulone (2013)	1998-2002	35	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις	ΗΠΑ
19	Connaughton et. al. (2015)	1988-2013	25	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>Construction Management and Economics (R.2)*</i>	Ηνωμένο Βασίλειο
20	Satapathy and Kaushik (2015)	2004-2014	35	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>Journal of Applied Finance</i>	Πακιστάν
21	Agarwal and Patni (2019)	2013-2018	53	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>Journal of Commerce & Accounting Research</i>	Πακιστάν
22	Hsu et al. (2019)	2005-2011	153	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>Multinational Business Review (R.2)*</i>	Ταϊβάν
23	Borodin et al. (2020)	2014-2018	138	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>Journal of International Studies</i>	Αμερική και Ευρώπη
24	Kunandikov et. al. (2020)	1990-2010	376	Εξαγορές & Συγχωνεύσεις/ <i>British Journal of Management (R.4)*</i>	Ηνωμένο Βασίλειο

*Επεξήγηση R.1, R.2,R.3,R.4: κατάταξη άρθρου με βάση το AJG 2018 Journal Guide

Στην παρούσα έρευνα δείγμα διαμορφώνεται ως πιο κάτω:

Περίοδος Δείγματος	Μέγεθος Δείγματος Ολιστικό Δείγμα	Παρατηρήσεις	Χώρα
1999-2015	50 από 82 (μόνο για τις 50 εταιρείες υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα)	Εξαγορές με εμπλοκή δημόσιων εταιριών /Πολλαπλή Χρηματοοικονομική Αποτίμηση)	Κύπρος

Πηγή: Έρευνα και Ανάλυση Συγγραφέα

Σημαντικό σημείο πέρα του πιο πάνω δείγματος, τονίζεται ότι πάρθηκε πληροφόρηση και για τις 82 εξαγορές με πηγή πληροφόρησης την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών Κύπρου ως προς την κατάσταση της εταιρείας (διάλυση, εκκαθάριση, διαγραφή) προς διερεύνηση του ρίσκου αποτυχίας.

3.4.4.6 Διασταύρωση Πληροφοριών

Όπως έχουν διατυπώσει οι Homburg et al. (2012), ο μέγιστος και θεμελιώδης στόχος της διαδικασίας διασταύρωσης των πληροφοριών είναι η διασφάλιση της ακρίβειας των πληροφοριών και δεδομένων κλειδιά στην έρευνα. Γι' αυτό και στην παρούσα έρευνα έχουν συλλεχθεί στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις των δημόσιων εταιρειών από τον ερευνητή και έχουν αντιπαρατεθεί με τα αντίστοιχα ερωτηματολόγια για να εξακριβωθεί αν

οι απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών συνάδουν με τα αποτελέσματα των οικονομικών καταστάσεων.

Οι Krishnakumar and Sethi (2012) στο ερευνητικό τους έργο στο θέμα της εκτίμησης απόδοσης των Ε&Σ κατέληξαν σε σημαντικά συμπεράσματα όπως:

- ο Οι χρήσεις πολλαπλών μεθόδων εκτίμησης της απόδοσης των Ε&Σ έχουν τα θετικά και αρνητικά στοιχεία.
- ο Οι μέθοδοι εκτίμησης των Ε&Σ διαφέρουν από έρευνα σε έρευνα. Συνήθως χρησιμοποιούνται ως μέτρα εκτίμησης η πρόσθετη οικονομική αξία (economic value added), καινοτομικές εκτιμήσεις (χημικές εταιρείες), λογιστικές εκτιμήσεις, ερωτηματολόγια καθώς και άλλες μέθοδοι.
- ο Η μέθοδος εκτίμησης της απόδοσης είναι πολύ σημαντική και πρέπει να λαμβάνεται ως κύρια προτεραιότητα στο ερευνητικό έργο.
- ο Η μέθοδος της εκτίμησης απόδοσης των Ε&Σ πρέπει να λαμβάνεται σύμφωνα με τα χαρακτηριστικά της χώρας όπως οι τομείς περί κερδοφορίας (profitability), πρόβλεψη χρηματιστηριακής αγοράς (stock market perception) και αποδοτικότητα (efficiency).
- ο Η μέθοδος εκτίμησης απόδοσης των Ε&Σ σε αναπτυσσόμενες οικονομίες μπορεί να μην είναι αποτελεσματικά εφαρμόσιμη σε αναδυόμενες οικονομίες.

Παρούσα Έρευνα: Στην παρούσα έρευνα εκτιμήθηκε το γεγονός της παρούσας κατάστασης στην Κύπρο, οι ιδιομορφίες, οι περιορισμοί στην πληροφόρηση και η πιθανή αλλοίωση των πληροφοριών από τους συμμετέχοντες στα ερωτηματολόγια (bias of information) με γνώμονα να επιτύχει η παρούσα έρευνα και να έχει ισχύ και αξιοπιστία. Οι παράγοντες που λήφθηκαν υπόψη είναι οι πιο κάτω:

- ο Δεν υπάρχουν στοιχεία οικονομικά και μη στο θέμα των Ε&Σ εκτός από τις δημόσιες εταιρείες οι οποίες διενέργησαν εξαγορές. Στον ιδιωτικό τομέα ακόμα είναι πιο δύσκολο να συλλεχθούν πληροφορίες. Μόνο με έρευνα στον Έφορο Εταιρειών εφόσον έχουν υποβληθεί οι οικονομικές καταστάσεις.
- ο Στην Κύπρο δεν ωρίμασε το γεγονός της πληροφόρησης, συνεπώς υπάρχει καχυποψία. Διοικητικό στέλεχος τραπεζικού ιδρύματος αρνήθηκε να συμπλήρωση και να παραδώσει πληροφορίες για τις εξαγορές, το ίδιο έπραξαν και άλλα διοικητικά στελέχη άλλων εταιρειών.
- ο Προβλέφθηκε η πρωτογενής έρευνα πέραν του δομημένου ερωτηματολογίου όπως η συλλογή οικονομικών καταστάσεων των εμπλεκόμενων μερών στις Ε&Σ όπου τα γεγονότα αναλύονται σε βάθος στα επόμενα κεφάλαια 4-7.

- ο Διενεργήθηκε έρευνα δεικτών ΧΑΚ κατά τομέα και πορείας ΑΕΠ για να διαπιστωθεί αν οι Ε&Σ ήταν απότοκο της καταστροφικής πορείας του ΧΑΚ και πορείας ΑΕΠ, γεγονός το οποίο κατέδειξε ότι δεν υπήρξε διασύνδεση τέτοιου γεγονότος όπως αναλύθηκε εμπειριστικά στο κεφάλαιο 8.

Συνεπώς λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πάνω είναι γι' αυτό τον σκοπό που διεξήχθη η πρωτογενής έρευνα στη συλλογή και ταυτοποίηση των οικονομικών και λογιστικών δεδομένων. Επίσης, είναι γι' αυτό τον σκοπό που χαρτογραφήθηκε το δομημένο ερωτηματολόγιο ώστε να υπάρξει η δυνατότητα συλλογής πολλαπλών πληροφοριών για να αποφευχθεί η δυνατότητα των συμμετεχόντων να αλλοιώσουν τα αποτελέσματα όπως έχει αναφερθεί και πιο πάνω διά της μεθόδου triangulation. Τρανταχτό παράδειγμα είναι οι δύο ερευνητικές μελέτες των KPMG οι οποίες διενεργήθηκαν το 1999 και 2001 και τα ευρήματα τους ήταν εκ διαμέτρου αντίθετα με τις απαντήσεις των ερωτηματολογίων. Συγκεκριμένα στη μελέτη του 1999 ενώ είχε απαντηθεί από τους συμμετέχοντες ότι οι Ε&Σ είχαν επιτυχία σε ποσοστό 82% στην πραγματικότητα είχαν επιτυχία μόνο το 17% στην πρόσθεση αξίας στους μετόχους. Στην έρευνα του 2001 ενώ είχε απαντηθεί από τους συμμετέχοντες ότι το ποσοστό επιτυχίας ήταν 75% στην πραγματικότητα ήταν μόνο 30%. Συγκρίνοντας τις δύο χρονιές διαπιστώνεται κάποια βελτίωση αλλά και πάλι είναι εκ διαμέτρου αντίθετα από την πραγματικότητα. Αυτό είναι σημαντικό γεγονός ότι οι Ε&Σ πρέπει να εκτιμώνται με ποσοτικούς δείκτες απόδοσης οι οποίοι να εμπεριέχουν το στοιχείο της μείωσης ρίσκου αλλοίωσης του αποτελέσματος με τη λανθασμένη εκτίμηση των ευρημάτων, βασιζόμενες σε υποκειμενικές αντιλήψεις των εκάστοτε διευθυντικών στελεχών.

3.5 Περιορισμοί Ιστορικής Έρευνας

Σύμφωνα με τον Salkind (2006), ένας σημαντικός περιορισμός της ιστορικής έρευνας είναι η αποτυχία σε γενίκευση του αποτελέσματος. Επιπρόσθετα ο Salkind (2006) παραθέτει πιο κάτω τα μειονεκτήματα της ιστορικής έρευνας:

(1) Η διαθεσιμότητα των δεδομένων περιορίζεται πάντα από παράγοντες που δεν είναι υπό τον έλεγχο του ερευνητή, γεγονός το οποίο πιθανόν να περιορίζει τη γενίκευση του αποτελέσματος.

Στην παρούσα έρευνα παρόλο που η διαθεσιμότητα των δεδομένων δεν είναι υπό τον πλήρη έλεγχο του ερευνητή όπως η συμπλήρωση ερωτηματολογίων από τρίτα άτομα, και η μη συλλογή όλων των χρηματοοικονομικών δεδομένων από όλες τις εξαγορές, η επαλήθευση των δεδομένων σε μεγάλο βαθμό ανάλυσης δείγματος μέχρι και του 82%, η χρήση ολιστικού δείγματος και η διασταύρωση των πληροφοριών με την τεχνική της

σύνδεσης του δείκτη Altman Z Score και μεταβλητών/λογιστικών δεικτών αυξάνουν την αξιοπιστία και γενίκευση του αποτελέσματος ως προς τα ακόλουθα ευρήματα: α) η εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score επαληθεύει την γενίκευση, β) εύρημα και κατάδειξη προς γενίκευση στο σημείο κατάδειξης ποιος είναι ο βασικός λογιστικός δείκτης που οδηγεί στην αποτυχία των εξαγορών, γ) γενίκευση του αποτελέσματος εξάγεται ως προς την επίδραση στην αξία των μετόχων η αυξομείωση των λογιστικών δεικτών ROA και ROE. Από τις μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν καταδείχθηκε ότι και οι απαντήσεις στο ερωτηματολόγιο κρίνονται σε μεγάλο βαθμό αξιόπιστες γεγονός το οποίο αναλύεται στο σχετικό κεφάλαιο 9 εις βάθος.

(2) Η ιστορική έρευνα δεδομένων είναι συχνά υπό αμφισβήτηση επειδή προέρχονται κυρίως από τις παρατηρήσεις άλλων ερευνητών όπως άρθρων, επιστολών, και βιβλίων.

Παρόλο που η παρούσα ιστορική έρευνα βασίζεται σε μεγάλο βαθμό σε αναφορές άλλων ερευνητών, η ανάπτυξη της γνώσης δεν σταματά ποτέ, εξού και οι έρευνες στο θέμα 'εξαγορών' είναι εκατοντάδες αν όχι και χιλιάδες. Τονίζεται ότι ουδεμία παρόμοια έρευνα έχει διενεργηθεί στην Κύπρο.

(3) Η ιστορική έρευνα είναι συχνά μια μακρά και επίπονη εργασία που μπορεί να απαιτούνται εκατοντάδες ώρες εργασίας, αν όχι και χιλιάδες ώρες μελέτης εγγράφων.

Η ιστορική έρευνα είναι όντως επίπονη προσπάθεια λόγω της συλλογής και ανάλυσης δεδομένων σε μεγάλη έκταση, όμως η επιβράβευση του ερευνητή για το έργο του είναι μεγάλη και ειδικά η ηθική ικανοποίηση για προσφορά νέας γνώσης, όπως γίνεται στην παρούσα έρευνα ρίχνεται φως σε δεδομένα και γνώση σε εξαγορές σε τοπικό επίπεδο όπου δεν προϋπήρχαν σε έκταση και βάθος όπως στην παρούσα έρευνα.

(4) Στις εμπειρικές έρευνες χρησιμοποιούνται εργαλεία τα οποία εξασφαλίζουν την αξιοπιστία και εγκυρότητα των μέσων που χρησιμοποιούνται, αντιθέτως στην ιστορική έρευνα χρησιμοποιούνται άλλα κριτήρια για την αξιολόγηση των εργαλείων μέτρησης.

Ως κριτική των πιο πάνω περιορισμών της παρούσας ιστορικής επιστημονικής έρευνας αναφέρονται τα πιο κάτω σημαντικά γεγονότα τα οποία μειώνουν τους περιορισμούς και αυξάνουν την αξιοπιστία και ισχύ της παρούσας έρευνας: για να εξασφαλιστεί η αξιοπιστία και η ισχύς της παρούσας έρευνας χρησιμοποιήθηκαν πολλαπλές μεθοδολογίες/μέθοδοι και η εφαρμογή της διαχρονικής μεθόδου ώστε να καταδειχθούν οι συνέπειες ως προς την αύξηση/μείωση της αξίας των μετόχων και περαιτέρω των αιτιών καταστροφής.

3.6 Αξιοπιστία, Ισχύς, Γενικοποίηση και Αντικειμενικότητα Ποσοτικής Ερευνητικής Μεθόδου

Ο Chen and Werle (2014) επικαλούμενος τον Borrego et. al (2009) καταγράφει τα τέσσερα σημαντικά κριτήρια τα οποία αποτελούν την εκτίμηση της ποιότητας της ποσοτικής έρευνας ως ακολούθως: Ισχύς, Γενικοποίηση, Αξιοπιστία, Αντικειμενική. Συνεπώς στην παρούσα έρευνα αιτιολογούνται τα πιο πάνω αναπόσπαστα κριτήρια ως πιο κάτω.

3.6.1 Αξιοπιστία

Ο Golashani (2003) επικαλούμενος τον Jorpe (2000), διατύπωσε τον ορισμό της αξιοπιστίας ως: την έκταση την οποία λαμβάνουν τα αποτελέσματα και στον βαθμό τον οποίο αντικατοπτρίζουν την αναπαράσταση του γενικού πληθυσμού, που με μια παρόμοια ερευνητική μεθοδολογία μπορούν να αναπαραχθούν κατά μέσο όρο τα ίδια αποτελέσματα, τότε θεωρείται ότι η έρευνα είναι αξιόπιστη. Επιπρόσθετα ο Golashani (2003) επικαλούμενος τους Kirk and Miller (1986) εντόπισε τρία είδη αξιοπιστίας σε ερευνητική ποσοτική μεθοδολογία: (1) στον βαθμό όπου μια μέτρηση επαναλαμβανόμενη, παραμένει στο ίδιο αποτέλεσμα, (2) διαχρονική σταθερότητα της μέτρησης, και (3) ομοιότητα στις μετρήσεις εντός της ίδιας χρονικής περιόδου. Η δοκιμή της αξιοπιστίας καταγράφεται από τους Bari et al. (2016) ως η μέτρηση της συνοχής των πολλαπλών παραγόντων οι οποίοι συγκλίνουν στο ίδιο επίπεδο. Οι Hsu et al. (2019) καταγράφουν την αξιοπιστία και ισχύ ότι περνά μέσα από διασταυρωμένο έλεγχο πληροφοριών. Η αξιοπιστία της παρούσας έρευνας καταγράφεται διαμέσου των αποτελεσμάτων τα οποία παρουσιάζουν συνοχή, συνέπεια και ομοιότητα όπως περιγράφεται πιο κάτω.

3.6.1.1 Αξιοπιστία διαμέσου Λογιστικής Αποτίμησης

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται η χρήση των λογιστικών δεικτών ως μεταβλητές για την αποτίμηση των εξαγορών σε προηγούμενες έρευνες (Yanan et al., 2016):

Πίνακας 3-8: Διεθνής Βιβλιογραφία Λογιστικής Αποτίμησης Εξαγορών

Ερευνητής	Πρόταση (Εμπειρική/ Εννοιολογική)	Μέτρηση /Μεταβλητές
Raiyani (2010)	Εμπειρική	-Capital /Κεφάλαιο -Assets /Ενεργητικό -Management /Διοίκηση -Earnings / Κερδοφορία -Liquidity /Ρευστότητα
Kouser (2011)	Εμπειρική	-Gross Profit Margin/Ποσοστό Μεικτής Κερδοφορίας -Operating Profit Margin/Ποσοστό Λειτουργικής Κερδοφορίας -Net Profit Margin/Ποσοστό Καθαρής Κερδοφορίας -Return on Capital Employed/Ποσοστό Κεφαλαίου Κίνησης

		-Debt Equity Ratio/Αναλογία Χρέους έναντι Συμφέρον Μετόχων
Ghatak (2012)	Εμπειρική	-Current Profitability/Παρούσα Κερδοφορία -Current Size/Τρέχον Μέγεθος -Current Market Size/Παρόν Μέγεθος Αγοράς -Current Market Share/Τρέχον Μεριδίο Αγοράς
Kithitu et. al. (2012)	Εμπειρική	-the profitability /Κερδοφορία -shareholders' value creation / Δημιουργία αξίας Μετόχων -management efficiency / Διοικητική απόδοση
Khuram (2014)	Εμπειρική	-return on equity (ROE) /Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on assets (ROA /Απόδοση Ενεργητικού -earnings per share (EPS) / Απόδοση ανά Μετοχή
Abbas et al. (2014)	Εμπειρική	-Profitability /Κερδοφορία - Liquidity / Ρευστότητα -Leverage /Μόχλευση-Χρέους -Pre & Post Analysis / Πριν & Μετα-εξαγορά Ανάλυση
Naba and Chen (2014)	Εμπειρική	-liquidity ratio /Δείκτης Ρευστότητας -performance ratios (ROA and ROE) / Απόδοση Ενεργητικού και Συμφέρον Μετόχων -investment valuation variables (earnings per share,) / Απόδοση ανά Μετοχή
Bhutta et al. (2015)	Εμπειρική	-operating income margin/Ποσοστό λειτουργικής κερδοφορίας -net profit margin/Ποσοστό καθαρής κερδοφορίας -return to total asset/Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού -return on equity/Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on investment/Απόδοση Επένδυσης
Joash (2015)	Εμπειρική	-Profitability /Κερδοφορία -efficiency /Αποτελεσματικότητα -liquidity ratios /Ρευστότητα -leverage / Χρέους-Μόχλευσης
Masud (2015)	Εμπειρική	-return on equity (ROE) /Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on assets (ROA /Απόδοση Ενεργητικού -earnings per share (EPS) / Απόδοση ανά Μετοχή
Matuszak and Róžańska (2017)	Εμπειρική	-return on equity (ROE) /Απόδοση Συμφέρον Μετόχων -return on assets (ROA /Απόδοση Ενεργητικού -net interest margin (NIM)/Απόδοση Καθαρού Τόκου

Στην αντίστοιχη παρούσα έρευνα η δομή είναι ως πιο κάτω:

Πρόταση (Εμπειρική/ Εννοιολογική)	Λογιστική Αποτίμηση Μέτρηση Απόδοσης/Μεταβλητές
Εμπειρική	-ROA (Return on Assets – Κέρδος προς Ενεργητικό) -ROE (Return on Equity – Κέρδος προς Συμφέρον Μετόχων) -Net Profit Analysis/ Ανάλυση Καθαρής Κερδοφορίας -Operating Profit Analysis / Ανάλυση Λειτουργικής Κερδοφορίας -Current Ratio Analysis / Ανάλυση Τρεχούμενης Ρευστότητας -Debt Ratio Analysis / Ανάλυση Δείκτη Χρέους -Retained Earnings Analysis / Ανάλυση κερδών που κρατήθηκαν

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

3.6.1.2 Αξιοπιστία διαμέσου Μοντέλου Altman Z Score

Κατά τους Chouhan et al. (2014), αρκετοί ερευνητές μελέτησαν την επιτυχή εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score σε πολλαπλούς τομείς των επιχειρήσεων όπως κατασκευαστικό (Grice and Ingram: 2001; Christopoulos et al. 2007), στρατηγικό προγραμματισμό (Calandro, 2007), επενδυτικό προγραμματισμό (Sudarsanam and Lai, 2001; Lawson, 2008), κεφαλαιακή δομή (Allayannis et al., 2003; Molina, 2005), πιστοληπτικό ρίσκο (Kao, 2000; Jayadev, 2006) και δρώσα οικονομική μονάδα (Citron and Taffler, 2004; Taffler et al., 2004). Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται η χρήση του μοντέλου Altman και η αποτελεσματικότητα στην πρόβλεψη αποτυχίας.

Πίνακας 3-9: Εφαρμογή Μοντέλου Altman

Συγγραφέας	Δείγμα/Χώρα	Αποδοτικότητα & Αναλογία Αποτελέσματος	Αποτέλεσμα
Yair Ingbar (1994)	Δεδομένα ιδιωτικών εταιρειών του Ισραήλ από τη δεκαετία του 1980	93% ακρίβεια στις προβλέψεις πτώχευσης ενός έτους πριν από την κατάρρευση και 73% δύο χρόνια πριν	Ο δείκτης Altman μπορεί να εφαρμοστεί από τις εισηγμένες εταιρείες στο Ισραήλ και για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις.
Chung et al. (2008)	Δέκα αποτυχημένες επιχειρήσεις χρηματοδότησης κατά την περίοδο 2006-2007 στη Νέα Ζηλανδία	Προγνωστική ικανότητα αφερεγγυότητας διαφόρων αριθμοδεικτών	Βρήκαν ότι τέσσερις από τις πέντε δείκτες Altman (1968), ένα έτος πριν από την αποτυχία, ήταν αποτελεσματικότεροι από άλλους δείκτες για την πρόβλεψη της αφερεγγυότητας εταιρειών
Gerantonis et al. (2009)	373 εταιρείες από τις οποίες είχαν χρεοκοπήσει 45, εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Αθήνας, περίοδο 1999-2006	Διάφοροι αριθμοδείκτες	Ερεύνησαν αν το μοντέλο Z score μπορεί να προβλέψει πτωχεύσεις για χρονικό διάστημα έως και τρία χρόνια νωρίτερα και επιβεβαίωσαν ότι το μοντέλο Altman μοντέλο λειτουργεί πολύ καλά στην πρόβλεψη των αποτυχιών
Lifschutz and Jacobi (2010)	Δημόσιες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Ισραήλ στην περίοδο 2000 μέχρι 2007	95% ποσοστό ακρίβειας ενός έτους πριν από την πτώχευση και με ποσοστό 85% ακρίβεια δύο χρόνια πριν από την πτώχευση	Ο υψηλός δείκτης Z Score προβλέπει υψηλή πιθανότητα της επιβίωσης, ενώ ο χαμηλός δείκτης προβλέπει χαμηλή πιθανότητα να επιβιώσει

Wang and Campbell (2010)	Κινέζικες Δημόσιες εταιρείες	Η ακρίβεια είναι άνω του 95%, η οποία επιβεβαιώνει ότι η διαγραφή είναι ένα προβλέψιμο γεγονός	Το ποσοστό ακρίβειας πρόβλεψης των μοντέλων είναι σε γενικές γραμμές, ανάλογα με τα δεδομένα που ίσχυαν για την Κίνα χρησιμοποιώντας δεδομένα εκ των προτέρων θα παρέχουν γνώσεις με νόημα
Alkhatib (2011)	Ιορδανικές εταιρείες κατά τη διάρκεια των πέντε ετών που προηγούνται της πτώχευσης	Ποσοστά πτώχευσης 75% για το πέμπτο έτος, 94% για το τέταρτο έτος και 100% για καθένα από το τρίτο, το δεύτερο και το πρώτο	Βασικό αποτέλεσμα ήταν ποσοστά και πρόβλεψη συχνότητων για το μοντέλο Altman Z Score
Odipo and Itati (2011)	10 εταιρείες στην Κέννα που απέτυχαν	Ποσοστό πρόβλεψης 90% του μοντέλου Z Score	Αποδείχθηκε ότι το μοντέλο του Edward Altman, πρόβλεψης οικονομικής δυσχέρεια του ήταν επιτυχές υποδεικνύοντας 90% ισχύς του μοντέλου
Halteh et al. (2018)	101 διεθνείς Ισλαμικές Τράπεζες Δημόσιες Εταιρείες	Προβλεπτικότητα του μοντέλου με επιτυχία προς λήψης δράσεων έγκαιρα	Αποδείχθηκε σημαντικός δείκτης το κεφάλαιο κίνησης/συνολικού ενεργητικού

Πηγή: Chouhan et al. (2014)

Στην αντίστοιχη παρούσα έρευνα η δομή είναι όπως πιο κάτω:

Δείγμα / Χώρα	Αποδοτικότητα & Αναλογία Αποτελέσματος	Αποτέλεσμα
50 εξαγορές εταιρειών όπου το ένα συμβαλλόμενο μέρος ήταν δημόσια εταιρεία	Προγνωστική ικανότητα αύξησης ρίσκου αποτυχίας ή και χρεοκοπίας	<p>1. Καταγράφηκε αύξηση του ρίσκου αποτυχίας στην κατηγορία ρίσκου αποτυχίας σε σύγκριση Y0 vs Y5 από 47% σε 61%.</p> <p>2. Είκοσι τρεις εταιρείες από τις ογδόντα δύο τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, ή διάλυσης, ή εκκαθάρισης, ή διαγραφής, ή ήταν ανενεργές για μεγάλο χρονικό διάστημα παραβαίνοντας τους κανονισμούς του εφόρου εταιρειών με ορίζοντα την άμεση διαγραφή. Δηλαδή ποσοστό 28% απότυχε πλήρως με συνέπεια οι μέτοχοι να απωλέσουν την επένδυση των, όπου από τις είκοσι επτά εταιρείες που αποτύχαν οι δεκατέσσερις έφεραν χαμηλό δείκτη Altman Z score, δηλαδή ποσοστό 52% και επί συνόλου ογδόντα δύο εξαγορών σε ποσοστό 17%-</p>

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Εν κατακλείδι όπως καταδεικνύεται πιο πάνω η αξιοπιστία των Ε&Σ έχει εφαρμοστεί με μεγάλη επιτυχία από προηγούμενους ερευνητές σε πληθώρα ερευνών εφαρμόζοντας ως μεθοδολογία έρευνας τη λογιστική αποτίμηση, την εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score ή και συνδυασμό των δύο πιο πάνω, όπως έχει εφαρμοστεί στην παρούσα έρευνα για να εξαχθεί το μέγιστο αξιόπιστο αποτέλεσμα.

3.6.1.3 Αξιοπιστία διαμέσου εφαρμογής Pearson Correlation και Ολιστικού Δείγματος

Αρκετοί ερευνητές χρησιμοποίησαν την εφαρμογή Pearson Correlation για να πετύχουν μετρήσιμο αξιόπιστο αποτέλεσμα όπως οι Ayub et al. (2016), Matuszak and Róžańska (2017), Bansal (2017), Osorio (2019), Mirchandani and Gupta (2018), Kyriazopoulos et al. (2020), Chen et al. (2020), Musil and Hedija (2020), Sahu et al. (2020), και Wang and Zhou (2020).

Εκτός από την ξεχωριστή εφαρμογή του μοντέλου Altman και των λογιστικών δεικτών η παρούσα έρευνα εμπλουτίζεται και με τη χρήση των μεθόδων Pearson Correlation και ολιστικής εφαρμογής ανάλυσης στατιστικού δείγματος για να καταδειχθεί ο βαθμός επιρροής των λογιστικών δεικτών τρεχούμενης ρευστότητας (CR), Χρέους (DR) και ανάλυση καθαρής κερδοφορίας (Net Profit Analysis/NPA) σε σχέση με τον δείκτη Altman Z Score. Με άλλα λόγια, ποιος παράγοντας μεταξύ των CR, DR και NPA οδηγεί ως επί το πλείστο θετικά ή αρνητικά τον δείκτη Z score των εξαγορασθεισών εταιρειών. Η ανάλυση συσχέτισης Pearson Correlation εξετάζει τη σχέση μεταξύ δύο μεταβλητών. Εδώ, μια σταθερή μεταβλητή είναι ο δείκτης βαθμολογίας Altman Z Score, ο οποίος συνδέεται με κάθε μεταβλητή αναλογίας ρευστότητας (CR), δείκτη χρέους (DR) και ανάλυσης καθαρής κερδοφορίας (NPA) για να διερευνηθεί η σχέση σε κάθε έτος. Αυτή η ανάλυση εξέτασε τη σχέση και την αλληλεξάρτηση αλλά όχι σε απόλυτο επίπεδο (συγκεκριμένο ποσοστό) αλληλεξάρτησης, αλλά μέσα από μια κλίμακα όπως μηδενική σχέση, ελαφρά σχέση, μέτρια σχέση, ισχυρή σχέση και πολύ ισχυρή σχέση.

Λόγω του ότι η Κύπρος είναι μια μικρή αγορά σε μέγεθος και το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό ποσοστό των εξαγορασμένων εταιρειών εξακολουθεί να είναι μικρό σε αριθμό. Για το λόγο αυτό η ανάλυση Pearson Correlation συμπληρώνεται με την ολιστική εφαρμογή ανάλυσης όπου ερευνητικό δείγμα αυξάνεται από 50 υπό έρευνα εξαγορές σε 162 σημεία έρευνας. Η ολιστική ανάλυση καταλήγει σε ένα απόλυτο ποσοστό μέχρι το τέλος του πέμπτου έτους στην αλληλεξάρτηση μιας σταθερής μεταβλητής, η οποία είναι ο δείκτης Altman Z score, σε σχέση με τις άλλες τρεις μεταβλητές

των CR, DR και NPA. Ενώ η ανάλυση συσχέτισης Pearson εξετάζει αυτές τις σχέσεις για κάθε έτος, η ολιστική προσέγγιση αντιμετωπίζει το σύνολο των πέντε ετών, επιτρέποντας έτσι μεγαλύτερο αριθμό παρατηρήσεων. Το πλεονέκτημα μιας ολιστικής προσέγγισης έναντι μιας ενιαίας προσέγγισης (Pearson Correlation) είναι να υπογραμμιστεί η σημασία της ευρύτερης θεώρησης. Επιπλέον, ο Scott (2016) υποστηρίζει ότι υιοθετώντας την ολιστική προσέγγιση μπορεί να αξιολογηθεί ολόκληρη η εικόνα μίας κατάστασης. Η ολιστική προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα για να προσδιορίσει ποια από τις μετρήσεις συνιστώσας Altman Z Score μεταξύ της τρεχούμενης ρευστότητας (CR), της φερεγγυότητας/χρέους (DR) και της ανάλυσης καθαρής κερδοφορίας (NPA) επηρεάζουν και οδηγούν το αποτέλεσμα Altman Z Score είτε θετικά είτε αρνητικά. Συνεπώς, οι δύο πιο πάνω εφαρμογές (συσχέτιση Pearson και ολιστική προσέγγιση) αλληλοσυμπληρώνονται διότι επιδιώκουν να αποδείξουν την επίδραση του δείκτη Altman Z Score αλλά με διαφορετική στατιστική εφαρμογή και από διαφορετικές οπτικές γωνίες, γεγονός το οποίο αυξάνει την αξιοπιστία της παρούσας έρευνας.

3.6.1.4 Αξιοπιστία διαμέσου εφαρμογής Ανάλυσης Ευαισθησίας

Οι Wei et al. (2007) στην έρευνα τους διαχωρίζουν σε δύο κατηγορίες την ανάλυση ευαισθησίας σε τοπική (local) και παγκόσμια (global). Η παγκόσμια (global) περιλαμβάνει αρκετές μεταβλητές στο μοντέλο όπου διενεργείται ταξινόμηση συμπεριφοράς μέσω ενός δείκτη πιθανότητας. Χαρακτηρίζουν την τοπική ανάλυση ευαισθησίας ως απλή, αποτελεσματική και ευρέως διαδεδομένη όπου οι παράμετροι εισόδου σε ένα μοντέλο επηρεάζουν το αποτέλεσμα. Σ' ένα πίνακα δεδομένων δημιουργείται βάση κατάταξης τιμών απόλυτης ευαισθησίας σε κάθε σημείο, και περαιτέρω καταγράφεται η ικανότητα του μοντέλου αναγνώρισης των ευαίσθητων περιοχών και αποσκοπεί σε ποσοτικό προσδιορισμό των παραμέτρων. Οι Ερρίκος και Ζέτα (2015) καταγράφουν την ορολογία της ανάλυσης ευαισθησίας ως «μία τεχνική που χρησιμοποιείται για να καθορίσει πως διαφορετικές τιμές της ανεξάρτητης μεταβλητής θα επηρεάσει μια συγκεκριμένη εξαρτημένη μεταβλητή κάτω από ένα σύνολο υποθέσεων. Η ανάλυση ευαισθησίας είναι ένας τρόπος για να προβλέψουμε το αποτέλεσμα της απόφασης εάν μια κατάσταση αποδεικνύεται ότι είναι διαφορετική σε σχέση με την βασική πρόβλεψη». Η ανάπτυξη μοντέλου ανάλυσης ευαισθησίας αποτελεί αναγκαίο εργαλείο ανάλυσης ανίχνευσης της πιθανής αποτυχίας μέσα στις βέλτιστες πρακτικές των εταιρειών. Γεγονός το οποίο καταγράφουν και οι Succurro et al (2018) όπου η ανίχνευση αποτυχίας πρέπει να γίνεται σε πραγματικό χρόνο. Εξού και ο Zaabi (2011) καταγράφει στην έρευνα του ότι μέσα από την πολιτική διεύθυνσης του πιστωτικού κινδύνου οι διοικήσεις πρέπει να εισάγουν σύστημα

ανίχνευσης και παρακολούθησης του ρίσκου με συγκεκριμένα κριτήρια σε τακτά χρονικά διαστήματα. Στην παρούσα έρευνα αναπτύχθηκε τοπική ανάλυση ευαισθησίας η οποία βοηθάει τα διευθυντικά στελέχη να κατανοήσουν την τρέχουσα θέση της εταιρείας τους ώστε να εργαστούν για τη βελτίωση των κρίσιμων λογιστικών δεικτών. Η ανάλυση ευαισθησίας καταγράφει τους κρίσιμους δείκτες CR και DR ως ανεξάρτητες μεταβλητές σε σχέση με την βασική μεταβλητή που ορίζεται ο δείκτης Z score και αποτελεί μέρος του χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτίμησης των E&S.

3.6.2 Ισχύς

Ο Salkind (2006) έθεσε ως ερευνητική ισχύ ενός πειράματος την προϋπόθεση της γενίκευσης του από το αρχικό δείγμα σε ένα άλλο δείγμα και κατά συνέπεια στον πληθυσμό από όπου προέρχεται το δείγμα. Ο ορισμός της ισχύος αυτής ονομάστηκε ως «εξωτερική ισχύς / external validity». Παράλληλα με τη διασφάλιση της εξωτερικής ισχύς ο Salkind (2006) διευκρίνισε και τον όρο της διασφάλισης της εσωτερικής ισχύς της έρευνας θέτοντας τους πιο κάτω βασικούς όρους:

- Το πείραμα πρέπει να διενεργείται στην παρούσα ιστορική φάση ώστε να μην είναι αναχρονιστικό. Η παρούσα έρευνα έγινε στο πολύ πρόσφατο παρελθόν και λαμβάνει χώρα μεταξύ των ετών 1999 – 2020.
- Η επιλογή των συμμετεχόντων πρέπει να βασίζεται σε επιστημονική βάση όπως το τυχαίο δείγμα ώστε να μην παραβιάζεται η ισχύς του πειράματος. Η επιλογή της παρούσας έρευνας βασίζεται σε ολιστικό δείγμα συνεπώς δεν παραβιάζεται η ισχύς, αντιθέτως ενισχύεται στον μέγιστο βαθμό.
- Μια προκαταρκτική δοκιμή είναι μέρος του πειράματος. Όταν η προκαταρκτική δοκιμή επηρεάζει την απόδοση, η δοκιμή μπορεί να είναι απειλή για την εσωτερική εγκυρότητα.

Οι Bari et al. (2016) καταγράφουν στην έρευνα τους ότι η επιτυχία ενός αξιόπιστου αποτελέσματος περνά διαμέσου δύο διασταυρωμένων εφαρμογών οι οποίες συνδέονται με το μοντέλο των μεταβλητών. Γεγονός το οποίο υιοθετείται και στην παρούσα έρευνα σε μεγαλύτερη έκταση με τετραπλή εφαρμογή ποσοτικής ανάλυσης.

3.6.3 Γενίκευση

Κατά τους Saunders et al. (2007) η γενίκευση των αποτελεσμάτων μιας έρευνας είναι συνδεδεμένη με την εξωτερική ισχύ της έρευνας όπου το αποτέλεσμα είναι εφαρμόσιμο εξίσου με άλλες ερευνητικές ρυθμίσεις όπως και σε άλλους οργανισμούς. Στην παρούσα έρευνα το αποτέλεσμα είναι συνδεδεμένο με την ισχύ και αξιοπιστία της παρούσας

έρευνας όπου τα αποτελέσματα είναι συνδεδεμένα με αποτελέσματα άλλων ερευνών και κατ' επέκταση προσθέτουν γνώση στην υφιστάμενη θεωρία των Ε&Σ.

3.6.4 Αντικειμενικότητα

Κατά τους Saunders et al. (2007) η αντικειμενικότητα της έρευνας είναι συνδεδεμένη με την ισχύ και αξιοπιστία της έρευνας. Η συλλογή των δεδομένων τα οποία θα επεξεργαστούν επιβάλλεται να είναι πλήρως ορθά χωρίς οποιαδήποτε υποκειμενική επεξεργασία και αλλοίωση του αποτελέσματος, γεγονός το οποίο θεωρείται ανήθικο και μη αποδεκτό. Στην παρούσα έρευνα διασφαλίζεται η πλήρης αντικειμενικότητα στη συλλογή των πληροφοριών τα οποία επεξεργάστηκαν για την εξαγωγή αποτελεσμάτων και αναφορών. Συγκεκριμένα, εξήχθησαν μέσα από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις και άλλες αξιόπιστες πηγές, όπου η επεξεργασία και εξαγωγή αποτελεσμάτων ήταν διαμέσου λογιστικών δεικτών οι οποίοι δεν επιδέχονται αλλοίωση γιατί αποτελούν συγκεκριμένες φόρμουλες της Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής επιστήμης.

Πιο κάτω παρουσιάζεται συνοπτικό διάγραμμα με βάση τα τέσσερα βασικά κριτήρια μιας ποιοτικής έρευνας (Chen and Werle, 2014).

Πίνακας 3-10: Κριτήρια Ποσοτικής Έρευνας

Κριτήρια Ποσοτικής Έρευνας	Παρούσα Έρευνα
Ισχύς: μετρήσιμο και συγκεκριμένο δείγμα	Ε&Σ, συγκεκριμένο δείγμα, μετρήσιμο διαμέσου λογιστικής και χρηματοοικονομικής αποτίμησης
Γενικοποίηση: αποτελέσματα ισχύουν για άλλες ρυθμίσεις, οι οποίες επιτυγχάνονται μέσω αντιπροσωπευτικής δειγματοληψίας	Τα αποτελέσματα γενικεύονται στον τομέα των Ε&Σ με την εξαγωγή μετρήσιμων αποτελεσμάτων και τάσεων
Αξιοπιστία: τα ευρήματα είναι αναπαραγόμενα ή επαναλαμβανόμενα	Τα αποτελέσματα των Ε&Σ είναι επαναλαμβανόμενα γιατί συνδέονται με αποτελέσματα άλλων ερευνών
Αντικειμενικότητα: περιορισμός προκατάληψης και αλληλεπίδρασης με συμμετέχοντες	Η βάση επεξεργασίας και εξαγωγής αποτελεσμάτων αποτέλεσαν οι οικονομικές καταστάσεις στις οποίες ο ερευνητής δεν έκανε ουδεμία επέμβαση για αλλοίωση των αποτελεσμάτων

Κατά κόρον μια έρευνα έχει κακή ισχύ και αξιοπιστία όταν τα διαφορετικά αποτελέσματα δεν μπορούν εξηγηθούν, ως συνέπεια της παράβασης των πιο πάνω βασικών κριτηρίων που πρέπει να υιοθετούνται για να εξασφαλιστεί η ισχύς και αξιοπιστία της έρευνας. Στην παρούσα έρευνα όλα τα αποτελέσματα ερμηνεύθηκαν και εξήχθησαν ασφαλή συμπεράσματα, προτείνοντας εισηγήσεις προς βελτίωση και μελλοντική έρευνα.

3.7 Ερευνητικός Σχεδιασμός

Μετά από εμπειριστατωμένη έρευνα η οποία αφορούσε όλες τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς κατέληξε στο συμπέρασμα ότι από τις 111 ήταν εφικτό να στοχεύσει σε δείγμα αποτελούμενο από 50 υλοποιηθείσες δημόσιες προτάσεις εξαγορών γιατί υπήρχαν στοιχεία που κάλυπταν τον χρονικό ορίζοντα της παρούσας έρευνας (Υ0-Υ5). Μέρος της παρούσας έρευνας δομήθηκε σε ένα διευρυμένο δομημένο ερωτηματολόγιο. Έχουν σταλεί ερωτηματολόγια σε 50 στελέχη εταιρειών μετά από ενδελεχή εξέταση των δημόσιων προτάσεων εξαγοράς σύμφωνα με το παράρτημα 1. Πληροφορίες για τις εταιρείες και άτομα που επιλέγηκαν πάρθηκαν από τις Δημόσιες Εταιρείες και το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ). Η έρευνα κάλυψε τις εξαγορές στην Κύπρο και την επίδραση των εξαγορών με ανάλυση πολλαπλών δεικτών ως προς την Αξία των Μετόχων είτε αρνητικά είτε θετικά. Το ολιστικό δείγμα το οποίο κατέληξε στις 50 εταιρείες από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγοράς (Παράρτημα 1) αναλύεται ως ακολούθως: Δημόσιες προτάσεις εξαγοράς 111, Μη υλοποιηθείσες προτάσεις εξαγοράς 29, δεν εντοπίστηκαν δεδομένα 32, και διαθέσιμο δείγμα - Υλοποιηθείσες προτάσεις 50.

3.8 Ερευνητική Σύνδεση Σκοπού, και Μεθοδολογίας και Μεθόδων

Σημαντικό πλεονέκτημα της κάθε ερευνητικής μελέτης είναι η επιτυχής σύνδεση του σκοπού και των στόχων με τη χρήση μιας μεθοδολογίας ή πολλαπλών χρήσεων μεθοδολογίας. Σύμφωνα με τους Krishnakumar and Sethi (2012) αρκετοί σύγχρονοι ερευνητές χρησιμοποίησαν πολλαπλές ερευνητικές μεθόδους για να αποτιμήσουν την απόδοση των εξαγορών. Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται στοιχεία σύγχρονων ερευνητών οι οποίοι εισήγαγαν πολλαπλές χρήσεις μεθοδολογιών με σκοπό να επιτύχουν το μέγιστο δυνατό αποτέλεσμα για να μην υπάρξει αλλοίωση και παραπλάνηση στο ερευνητικό αποτέλεσμα.

Πίνακας 3-11: Προηγούμενες έρευνες ως προς την Μεθοδολογία

Ερευνητής	Έτος	Σκοπός	Μεθοδολογία
Tana and Yousef	2019	Εξαγορές σε Παγκόσμιο Επίπεδο	Λογιστική Αποτίμηση
Matuszak and Róžańska	2017	Εξαγορές στην Πολωνία	Λογιστική Αποτίμηση
Sharma	2010	ΗΠΑ Εξαγορές	Μελέτη Γεγονότος και Λογιστική Αποτίμηση
Guest et al.	2010	Ηνωμένο Βασίλειο Εξαγορές	Μελέτη Γεγονότος και Λογιστική Αποτίμηση

Krinhnann et al.	2009	ΗΠΑ Συγγενικές Εξαγορές	Μελέτη Γεγονότος και Λογιστική Αποτίμηση
Zollo and Degenhard	2007	Παγκόσμιες Εξαγορές	Δείκτες μέτρησης απόδοσης, Μελέτη Γεγονότος και Λογιστική Αποτίμηση
Schoenberg.	2006	Ηνωμένο Βασίλειο Εξαγορές	Μελέτη Γεγονότος και Ερωτηματολόγιο διευθυντών

Σημείωση: Έγινε μετάφραση στην ελληνική γλώσσα

Οι Bhimani et al. (2015) καταγράφουν ότι η εφαρμογή πολυπλοκότητας μεθόδων με την προοπτική μοντελοποίησης κινδύνου προσθέτει σημαντικό βάθος και διορατικότητα στη θεωρητική ανάλυση, και επικαλούνται και άλλους ερευνητές με την ίδια καθ' υπόδειξη τους; Johnson and Onwuegbuzie (2004), Cartwright (2005), Creswell and Clark (2007), Halebian et al. (2009), και Modell (2015). Στην παρούσα έρευνα υπάρχει πλουραλισμός μεθόδων και συγκεκριμένα έχουν εισαχθεί πολλαπλές ερευνητικές μέθοδοι για να επιτευχθεί το μέγιστο και αξιόπιστο αποτέλεσμα.

Έτος	Συνοπτικός Σκοπός	Μεθοδολογία
2021	Μελέτη και Ανάλυση Εξαγορών 1999 -2015 στην Κύπρο με χρόνο επέκτασης μέχρι το 2020	1.Χρηματοοικονομική αποτίμηση 2.Ερωτηματολόγιο διευθυντών

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Το πιο κάτω διάγραμμα παρουσιάζει με συνοχή και λογική συνέπεια τη σύνδεση του κύριου σκοπού και των μεθόδων οι οποίες θα εφαρμοστούν ώστε να επιτευχθεί ο κύριος σκοπός της έρευνας.

Πίνακας 3-12: Σύνδεση Ερευνητικού Σκοπού και Μεθόδων

Σκοπός Έρευνας	
Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η αποτίμηση των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Κύπρο την περίοδο 1999 – 2015 με επέκταση μέχρι το 2020 και η εξερεύνηση του ρίσκου χρεοκοπίας και κατά συνέπεια η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνημόνευσης της αξίας των μετόχων γεγονότα τα οποία επιτεύχθηκαν στην παρούσα έρευνα.	
Μέθοδοι – Διαχρονική - Ποσοτική Επιλογή	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Εξαγωγή Στατιστικών δεδομένων - Δομημένο ερωτηματολόγιο συλλογής πολλαπλών δεδομένων πληροφοριών σε πεδία οικονομικών, λογιστικών, χρηματοοικονομικών, διοίκησης ➤ Εξαγωγή στατιστικών δεδομένων - ανάλυση λογιστικών δεικτών (Οικονομικές καταστάσεις) ➤ Εξαγωγή στατιστικών δεδομένων - εφαρμογή μοντέλου Altman Z Score και ανάλυση ευρημάτων (Οικονομικές καταστάσεις) <ul style="list-style-type: none"> ➤ Pearson Correlation ➤ Ολιστική ανάλυση ➤ Ανάλυση ευαισθησίας 	

- Εξαγωγή στατιστικών δεδομένων - χρήση μεταβλητών (λογιστικές δείκτες, ανάλυση κερδοφορίας)

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

3.9 Ερευνητικό Κενό και Κάλυψη στο Πεδίο της Μεθοδολογίας

Πιο κάτω καταγράφεται το ερευνητικό κενό και τεκμηριώνεται η κάλυψη του ερευνητικού κενού.

3.9.1 Ερευνητικό Κενό

Όπως έχουν καταγραφεί στην ανάπτυξη της βιβλιογραφίας εντοπίστηκαν συνοπτικά τα πιο κάτω ερευνητικά κενά τα οποία έχουν άμεση σύνδεση με την παρούσα έρευνα:

- Ο Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010), Rajeev and Jyoti (2011): οι επιστήμονες και επαγγελματίες επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες για να βρουν απαντήσεις προς βελτίωση της θεωρίας.
- Rajeev and Jyoti (2011: Μέθοδος των συσσωρευμένων μη αναμενόμενων κερδών (CARs – Cumulative Abnormal Returns) ως μελέτη γεγονότος (event study) η οποία παρουσίασε αριθμό περιορισμών προς αξιόπιστο αποτέλεσμα.
- Peng and Beamish (2014) και Song (2014): Κατέδειξαν ότι η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου και όχι περιστασιακά για να αποτιμάται αξιόπιστα η επιτυχία ή αποτυχία της Ε&Σ με βάση μελέτη γεγονότος περιορισμένου χρόνου.

3.9.2 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού

Η παρούσα έρευνα υιοθετεί τις πιο πάνω υποδείξεις των ερευνητών και προχωρά ένα βήμα πιο πέρα για να καλύψει το ερευνητικό κενό ως εξής:

- Υιοθέτηση διπλής μεθοδολογίας και πολλαπλών μεθόδων με τη χρήση μεταβλητών (ανεξάρτητης, εξηρημένης και μεταβλητών ελέγχου), εφαρμογή μοντέλου Altman, και ανάπτυξη δομημένου ερωτηματολογίου. Σε αυτό το στάδιο της ανάλυσης επιτυγχάνεται ο εντοπισμός της επιτυχίας ή αποτυχίας των εξαγορών.
- Όπως έχει αναφερθεί πιο πάνω οι ερευνητές εντόπισαν σημαντικό ερευνητικό κενό στην εφαρμογή των μεθοδολογιών όπου η διερεύνηση των διαμέσου αξιόπιστων εφαρμογών θα δώσει και τις αιτίες της αποτυχίας των εξαγορών. Συνεπώς, στην παρούσα έρευνα υιοθετηθήκαν πολλαπλές μέθοδοι, όπως η ανάλυση βάσει του μοντέλου Altman το οποίο μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία καταγράφηκε η διαχρονική του αξιοπιστία, ανάλυση διαμέσου της εφαρμογής Pearson Correlation και η ολιστική εφαρμογή.
- Στην παρούσα έρευνα εφαρμόστηκε για πρώτη φορά η ολιστική μέθοδος ανάλυσης του μοντέλου Altman που με την εφαρμογή ανάλυσης δείκτη Pearson Correlation

και περαιτέρω με την εφαρμογή ανάλυσης δείκτη ευαισθησίας (sensitivity analysis report) ενδυναμώνεται η αξιοπιστία και ισχύς του αποτελέσματος.

Συνεπώς με βάση τα ευρήματα της παρούσας έρευνας επιστήμονες και επαγγελματίες θα μπορούν να εκτιμούν το ρίσκο της αποτυχίας σε πραγματικό χρόνο και όχι εκ των υστέρων. Γι' αυτό και τα ευρήματα της παρούσας έρευνας ίσως αποτελέσουν αφετηρία και σε μελλοντικές έρευνες ώστε με την εφαρμογή των μεθόδων που αναφέρθηκαν πιο πάνω να μειωθεί το ποσοστό της αποτυχίας των εξαγορών όπου παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Εν κατακλείδι η παρούσα έρευνα καλύπτει το κενό στην εφαρμογή των μεθοδολογιών ανίχνευσης της πιθανής αποτυχίας πριν από την κατάρρευση των εξαγορών σε πραγματικό χρόνο.

3.10 Σύνοψη Φιλοσοφίας, Μεθοδολογίας, Μεθόδων και Συμπεράσματα

Ιδανική ερευνητική μεθοδολογία δεν υπάρχει εξού και η ιστορία των ερευνητικών μεθόδων διαφέρει και υπόκειται στην κρίση του ερευνητή όπου στη συνέχεια το αποτέλεσμα θα κριθεί από τους επαγγελματίες και ακαδημαϊκούς ως προς την αξιοπιστία και ισχύ. Η χρήση των ερωτηματολογίων και η αποτίμηση των εξαγορών διαμέσου της λογιστικής αποτίμησης μέσω της ποσοτικής ανάλυσης των λογιστικών δεικτών παραμένουν από τις πιο δημοφιλείς ερευνητικές μεθόδους (Krishnakumar and Sethi, 2012). Συνεπώς και η παρούσα ερευνητική μελέτη έθεσε τις βάσεις διαμέσου των πολλαπλών ερευνητικών μεθόδων ώστε να επιτύχει και να προσδώσει νέα γνώση στον τομέα των εξαγορών στην Κύπρο, γεγονός το οποίο επιτεύχθηκε όπως αναλύεται εμπεριστατωμένα στα επόμενα κεφάλαια.

3.11 Τελικό Συμπέρασμα

Η σημαντικότητα της μελέτης του παρόντος κεφαλαίου είναι πολύ μεγάλης σημασίας, γιατί πέραν της θεωρητικής μελέτης της Φιλοσοφίας, έχουν μελετηθεί σημαντικά πεδία στη Μεθοδολογία και Μεθόδους. Στον τομέα της Μεθοδολογίας έγινε εφαρμογή συλλογής πληροφοριών από δύο πηγές ώστε να υπάρξει διασταύρωση των αποτελεσμάτων, (1) συλλογή πληροφοριών διαμέσου οικονομικών καταστάσεων, και (2) συλλογή πληροφοριών διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου.

Εφαρμόστηκε πολλαπλή ποσοτική ανάλυση βασισμένη σε τέσσερις πυλώνες, (1) ποσοτική ανάλυση απαντήσεων ερωτηματολογίου, (2) ποσοτική ανάλυση πολλαπλών λογιστικών δεικτών, (3) ποσοτική ανάλυση μοντέλου Altman Z Score, (4) ποσοτική ανάλυση δεικτών ΧΑΚ και ΑΕΠ, προς εξαγωγή σε μέγιστο βαθμό της αξιοπιστίας και ισχύς της έρευνας. Έγινε χρήση εφαρμογής για πρώτη φορά ποσοτικής ανάλυσης συνδυασμού περιγραφικής στατιστικής, Pearson correlation, regression analysis & forecasting και

ολιστική ανάλυση, όπου τέτοιος συνδυασμός δεν έχει εντοπιστεί σε άλλη έρευνα αποτίμησης των εξαγορών. Συνεπώς με βάση τα πιο πάνω η παρούσα έρευνα είναι ιδιαίτερη σημαντική γιατί καλύπτει το ερευνητικό κενό στον τομέα της εφαρμογής μεθόδου ποσοτικής ανάλυσης και 33 διασφαλίζεται το τετράπτυχο: ισχύς, αξιοπιστία, γενίκευση και αντικειμενικότητα.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Μεταβλητών Ελέγχου

4.0 Εισαγωγή στην Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Μεταβλητών Ελέγχου

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα των μεταβλητών ελέγχου διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής. Στα επόμενα κεφάλαια διενεργείται σύνδεση μεταβλητών ελέγχου με άλλες μεταβλητές όπως συσχέτιση αποτελεσμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή και μοντέλο Altman Z Score.

Σύνδεση με Διεθνή Βιβλιογραφία: Στο κεφάλαιο 2 έχει ερευνηθεί η χρήση των μεταβλητών ελέγχου από πληθώρα ερευνητών όπου κρίνεται ως ένα αποτελεσματικό εργαλείο αποτίμησης των εξαγορών. Οι μεταβλητές ελέγχου αποτελούνται από λογιστικούς δείκτες, όπως δείκτες ρευστότητας, χρέους, κερδοφορίας και αποτελεσματικότητας.

Ερευνητικές Υποθέσεις: Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο κεφάλαιο 2, έχουν αναπτυχθεί οι πιο κάτω ερευνητικές υποθέσεις (ΕΥ) όπου οι απαντήσεις εξάγονται μέσα από την ανάλυση των ευρημάτων του παρόντος κεφαλαίου:

EY4.2: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη ρευστότητας (CR).

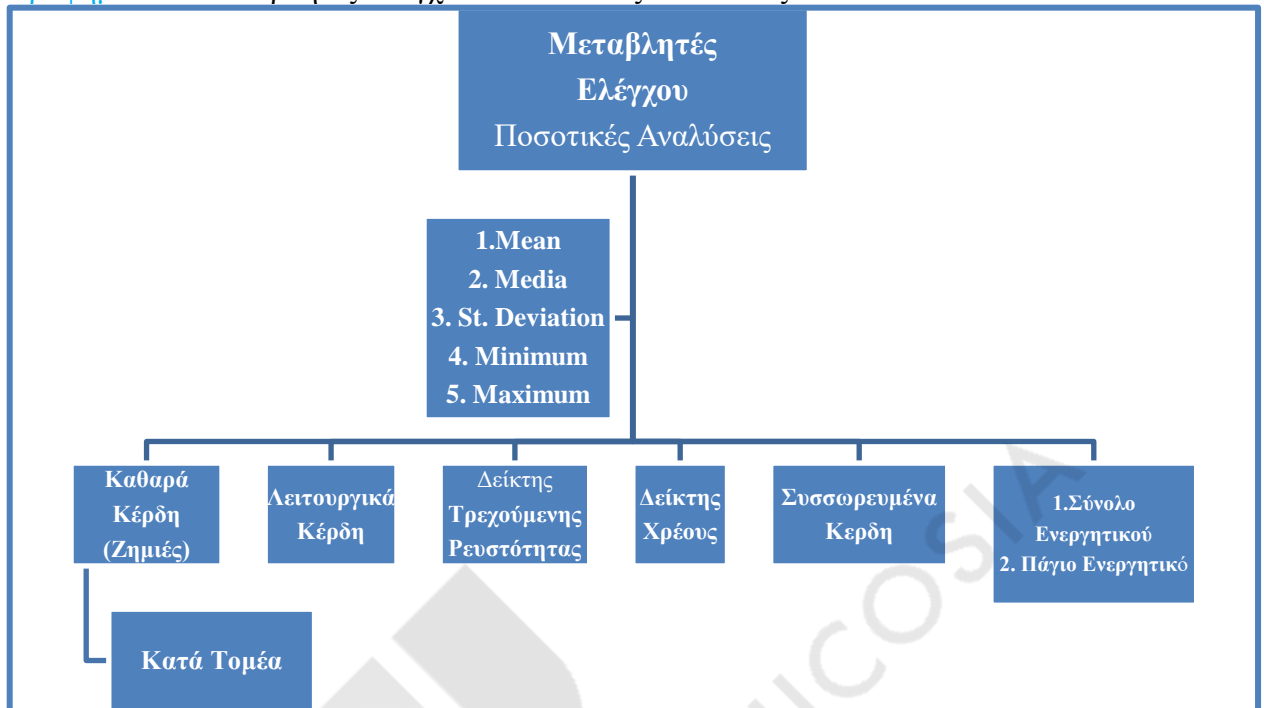
EY4.3: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη χρέους (DR).

EY4.4: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση στους τομείς της κερδοφορίας σε επίπεδο καθαρής, λειτουργικής και συσσωρευμένων κερδών (NP, OP, REA).

Ερευνητική Μεθοδολογία: Στα κεφάλαια 2 και 3 έχει αναλυθεί σε έκταση η τεχνική της χρήσης των μεταβλητών ελέγχου στον τομέα της ερευνητικής μεθοδολογίας. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής οι ποσοτικές αναλύσεις των μεταβλητών ελέγχου σε έξι πυλώνες: Λογιστικοί Δείκτες Λειτουργικής Κερδοφορίας, Καθαρής Κερδοφορίας, Ρευστότητας, Δείκτης Χρέους, Μεγέθους Ενεργητικού και Συσσωρευμένων Κερδών. Η βάση ανάλυσης είναι οι δείκτες μέσου όρου και διάμεσου σε πορεία 6 ετών (Y0-Y5).

Δομή: Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει σε ιεραρχική δομή τις ποσοτικές αναλύσεις σε έξι πυλώνες με άξονα εξαγωγής τα αποτελέσματα με βάση τις μεταβλητές ελέγχου.

Γράφημα 4-1: Μεταβλητές Ελέγχου – Ποσοτικές Αναλύσεις



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

4.1 Ανάλυση Καθαρών Κερδών/(Ζημιών)

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει τη συνοπτική κατάσταση των κερδών και ζημιών των εξαγορασθεισών εταιρειών. Σε δείγμα σαράντα δύο (42) εξαγορασθεισών εταιρειών από τις 50, συλλέχτηκαν πλήρεις ικανοποιητικά οικονομικά στοιχεία για να αποτυπωθεί το αποτέλεσμα, όπου κατέδειξαν σημαντικές αθροιστικές κερδοζημιές της τάξης των €189.351.602-. Τα κέρδη στην 5ετία (Y1-Y5) μετά την εξαγορά ήταν €118.039.925 σε σύγκριση με ζημιές της τάξης των €307.391.527 (Παράρτημα 3).

4.1.1 Ανάλυση Καθαρών Κερδών / (Ζημιών) κατά Τομέα

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται σωρευτικά τα καθαρά κέρδη/(ζημιές) κατά τομέα στη μετά-εξαγορά εποχή στα έτη ένα μέχρι πέντε (Y1-Y5):

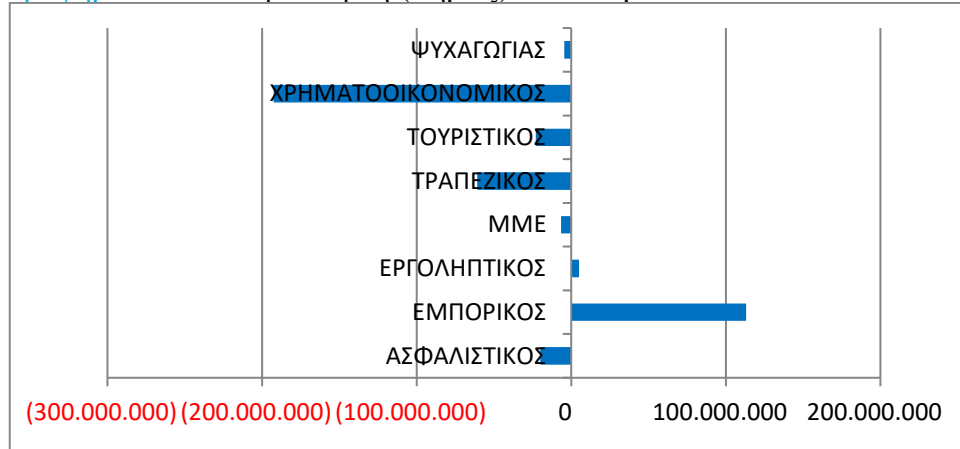
Πίνακας 4-1: Καθαρά Κέρδη/(Ζημιές) κατά Τομέα για τα έτη Y1-Y5

ΤΟΜΕΑΣ	ΚΕΡΔΗ/(ΖΗΜΙΕΣ)
Ασφαλιστικός	(20.085.659)
Εμπορικός	113.096.057
Εργοληπτικός	4.943.868
MME	(6.570.794)
Τραπεζικός	(60.742.940)
Τουριστικός	(22.947.299)
Χρηματοοικονομικός	(192.459.069)

Ψυχαγωγίας	(4.585.766)
------------	-------------

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Γράφημα 4-2: Καθαρά Κέρδη/(Ζημιές) κατά Τομέα



Πηγή: Έρευνα και Ανάλυση Συγγραφέα

Η πιο πάνω στατιστική ανάλυση του πιο πάνω δείγματος καταδεικνύει ότι μεγάλος μέρος των εξαγορών απέτυχαν εξού και μόνο 2 τομείς από τους 8 πέτυχαν συσσωρευμένα κέρδη στη μετά-εξαγορά εποχή (μέχρι 5 χρόνια). Συνεπώς αυτό το γεγονός καταδεικνύει την αποτυχία των εξαγορών με σημαντικές εκατοντάδες εκατομμύρια ζημιές τα οποία μείωσαν την αξία των μετόχων.

4.1.2 Ανάλυση Καθαρών Κερδών / (Ζημιών) ανά Έτος

Ποιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και το στατιστικό δείγμα στον τομέα των καθαρών κερδών των εξαγορασθεισών εταιρειών. Στους πιο κάτω πίνακες καταγράφεται το στατιστικό δείγμα για την περίοδο των πέντε ετών μετά την εξαγορά (Y1-Y5) και του χρόνου εξαγοράς (Y0) όπου κυμαίνεται μεταξύ του 62%-84%, και περαιτέρω καταγράφονται τα στατιστικά δεδομένα διά της περιγραφικής στατιστικής (παράρτημα 4):

Πίνακας 4-2: Στατιστικό δείγμα ανά έτος Y1-Y5 (Καθαρά Κέρδη)

Υλοποιηθείσες εξαγορές	50					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος	Y 0	Y 1	Y 2	Y 3	Y 4	Y 5
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	82%	84%	80%	74%	68%	62%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πίνακας 4-3 : Στατιστικοί Δείκτες Καθαρών Κερδών/(Ζημιών)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N Valid	41	42	40	37	34	30
N Missing	1	0	2	5	8	12
Mean	2.484.018	39.909	-417.117	-1.032.636	-1.281.741	-3.085.211
Median	177.945	-34.302	-244.957	-156.902	-255.886	-268.131
Std. Deviation	7.477.535	11.094,806	8.100.412	7.621.719	76.911.322	9.117.767

Minimum	-6.095.941	-47.339.176	-35.449.800	-35.449.800	-23.696.567	-40.487.954
Maximum	36.717.917	34.313.012	19.365.021	12.874.470	21.983.312	6.855.402

Πρόγραμμα Επεξεργασίας: SPSS (Παράρτημα 4), Μετάφραση δεικτών: Mean/Μέσος όρος, Median/Διάμεσος, St. Deviation/Τυπική Απόκλιση, Minimum/Ελάχιστο, Maximum/Μέγιστο
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Μέσος όρος (Mean): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς (Y0) παρουσιάζονταν κέρδη της τάξης των €2,5εκατ. τα οποία παρουσίασαν δραματική μείωση στα πέντε χρόνια της μετά-εξαγοράς με αποκορύφωμα το διάστημα μεταξύ δεύτερου και πέμπτου χρόνου όπου ο μέσος όρος καθαρών ζημιών παρουσιάζεται αυξητικός, γεγονός που καταγράφεται μείωση αξίας μετόχων σύμφωνα με την πιο πάνω στατιστική ανάλυση.

Διάμεσος (Median): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς ο στατιστικός δείκτης διάμεσων κερδών κατέγραφε κέρδη της τάξης των €177.945 όπου στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση με αρνητικό πρόσημο σε όλα τα χρόνια γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι η πλειοψηφία των εξαγορασθέντων εταιρειών κατέγραψαν ζημιές σε όλα τα έτη με διάμεσο δείκτη αρνητικό στα έτη Y1-Y5.

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση η τυπική απόκλιση απέχει πολύ από τον μέσο όρο σύμφωνα με βάση τα πιο κάτω εξαχθέντα δεδομένα.

Επικρατούσα Τιμή ως προς Κέρδη / Ζημιές: Με βάση τη στατιστική ανάλυση σύμφωνα με τον πιο κάτω πίνακα 4-4 η επικρατούσα τιμή σε όλες τις χρονιές στη μετά-εξαγορά εποχή ήταν η υπερίσχυση των ζημιογόνων εταιρειών έναντι των κερδοφόρων εταιρειών. Γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι η πλειοψηφία των εξαγορασθεισών εταιρειών πραγματοποίησαν και στα 5 έτη στη μετά-εξαγορά περίοδο ζημιές και κατ' επέκταση οδήγησαν στη μείωση της αξίας των μετόχων.

Πίνακας 4-4: Επικρατούσα Τιμή ως προς Καθαρά Κέρδη / Ζημιές

ΕΠΙΚΡΑΤΟΥΣΑ ΤΙΜΗ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Κερδοφόρες Εταιρείες σε %	63%	48%	38%	43%	38%	40%
Ζημιογόνες Εταιρείες σε %	37%	52%	62%	57%	62%	60%

Παράμετροι: Y0=Ετος Εξαγοράς, Y1,Y2,Y3,Y4,Y5=Έτη στη μετά εξαγορά
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Μέγιστες Καθαρές (Ζημιές)/Κέρδη: Σύμφωνα με τη στατιστική ανάλυση του πίνακα 4-3 καταδεικνύεται ότι οι μέγιστες ζημιές ξεπερνούσαν τα μέγιστα κέρδη σε όλα τα χρόνια στην μετά-εξαγορά εποχή (Y1-Y5).

4.1.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης Καθαρών Κερδών/(Ζημιών)

Οι εξαγορές με βάση την πιο κάτω συνοπτική στατιστική ανάλυση απέτυχαν στην πλειοψηφία να προσδώσουν αξία στους μετόχους για τους πιο κάτω λόγους:

- ο Αθροιστικά οι ζημιές υπερέβαιναν των κερδών στην πενταετία μετά την εξαγορά κατά €189,4εκατ.
- ο Οι ζημιογόνες εταιρείες κατέγραψαν σύνολο ζημιών €307,4εκατ.
- ο Ο μέσος όρος από το 2^ο μέχρι το 5^ο έτος εξαγοράς ήταν αρνητικός.
- ο Ο διάμεσος δείκτης ήταν και για τα πέντε έτη αρνητικός.
- ο Οι μέγιστες ζημιές υπερέβαιναν των μέγιστων κερδών σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά.
- ο Στην επικρατούσα τιμή σταθερό ποσοστό μεταξύ του 52% μέχρι 62% κατέγραψε ζημιές.
- ο Εξαγοράσθηκαν εταιρείες οι οποίες ήταν ζημιογόνες στο έτος εξαγοράς και συνέχισαν να είναι ζημιογόνες.
- ο Εξαγοράσθηκαν εταιρείες οι οποίες ήταν κερδοφόρες και μετατράπηκαν σε ζημιογόνες.

4.2 Ανάλυση Λειτουργικών Κερδών / (Ζημιών) ανά έτος

Πιο κάτω παρατίθεται η ανάλυση του στατιστικού δείγματος σε αριθμό και ποσοστό ανά έτος. Η ανάλυση του στατιστικού δείγματος κυμαίνεται μεταξύ του 50%-74%.

Στατιστικό Δείγμα Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών)

Υλοποιηθείσες εξαγορές	50					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	68%	74%	72%	68%	64%	50%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πιο κάτω παρατίθεται πίνακας στατιστικής ανάλυσης λειτουργικών κερδών/(ζημιών) όπου διά της χρήσης της περιγραφικής στατιστικής εξάγονται συμπεράσματα ως προς την επιτυχία και ή αποτυχία των εξαγορών (παράρτημα 5).

Πίνακας 4-5: Παρουσίαση Δεικτών Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών) κατά Έτος

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Valid	34	37	36	34	32	25
Missing	4	1	2	4	6	12
Mean	3.854.206	1.163.761	1.715.701	762.495	874.178	986.008
Median	668.812	151.348	103.698	7.650	61.042	312.744
Std. Deviation	9.147.085	14.055.802	10.925.806	10.069.295	8.691.546	7.065.870
Minimum	-3.559.511	-47.145.378	-35.349.800	-35.449.800	-23.006.006	-23.006.006
Maximum	41.236.494	53.514.309	40.283.282	32.129.309	31.383.098	17.997.095

Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

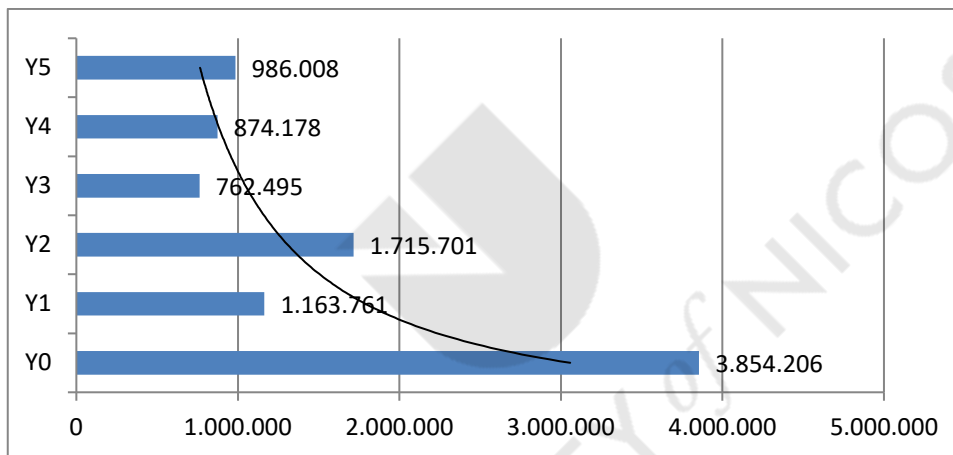
Μέσος όρος (Mean): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς (Y0) παρουσιάζονταν λειτουργικά κέρδη της τάξης των €3,8εκατ. τα οποία παρουσίασαν δραματική μείωση μεταξύ του 55% - 80% σύμφωνα με την πιο κάτω ανάλυση, σύγκριση έτους Y0 με κάθε έτος μετά την εξαγορά:

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	3.854.206	1.163.761	1.715.701	762.495	874.178	986.008
ΜΕΙΩΣΗ ΛΕΙΤ. ΚΕΡΔΩΝ*		(70%)	(55%)	(80%)	(77%)	(74%)

Πρόγραμμα Επεξεργασίας: SPSS και Excel, *Αποτύπωση σε ποσοστό σε σχέση με το έτος εξαγοράς
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Το πιο κάτω γράφημα αποτυπώνει ξεκάθαρα την καταστροφική πορεία του μέσου όρου των λειτουργικών κερδών από το έτος εξαγοράς (Y0) μέχρι και τα πέντε έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5).

Γράφημα 4-3: Πορεία Μέσου Όρου Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών) Y0-Y5



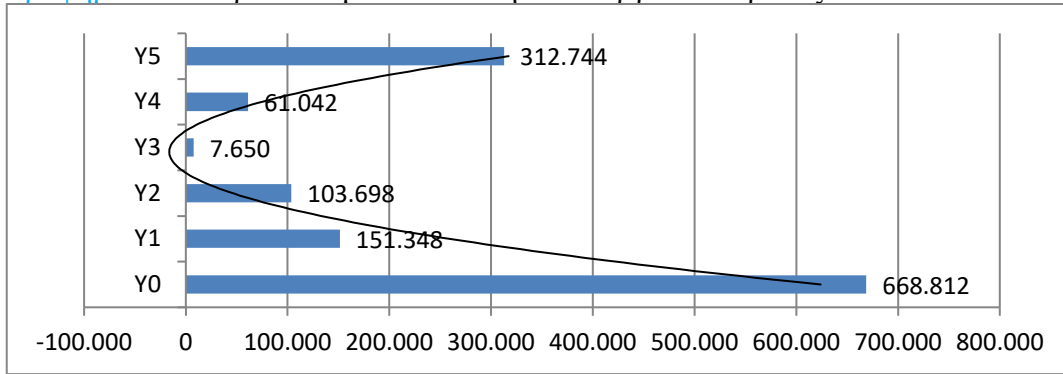
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Διάμεσος (Median): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς ο στατιστικός δείκτης διάμεσων λειτουργικών κερδών κατέγραφε κέρδη της τάξης των €0,7εκ όπου στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 53%-99% (σύγκριση έτους Y0 με κάθε έτος μετά την εξαγορά) ως καταδεικνύεται η μείωση στον πιο κάτω πίνακα και η πορεία στο πιο κάτω γράφημα:

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Median	668.812	151.348	103.698	7.650	61.042	312.744
ΜΕΙΩΣΗ ΔΙΑΜ. ΔΕΙΚΤΗ		(77%)	(84%)	(99%)	(91%)	(53%)

Πρόγραμμα Επεξεργασίας: SPSS και Excel
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Γράφημα 4-4: Πορεία Διάμεσου Δείκτη Λειτουργικού Κέρδους



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Επικρατούσα Τιμή ως προς Κέρδη/Ζημιές: Πιο κάτω παρατίθεται σε πίνακα η στατιστική ανάλυση σε αριθμό και ποσοστό της επικρατούσας τιμής ως προς τις κερδοφόρες και ζημιογόνες εταιρείες στο πεδίο των λειτουργικών κερδών/(ζημιών).

ΕΠΙΚΡΑΤΟΥΣΑ ΤΙΜΗ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Κερδοφόρες Εταιρείες σε %	62%	59%	53%	50%	56%	60%
Ζημιογόνες Εταιρείες σε %	38%	41%	47%	50%	44%	40%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

4.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης Λειτουργικών Κερδών/(Ζημιών)

Οι εξαγορές με βάση την πιο κάτω συνοπτική στατιστική ανάλυση απέτυχαν στην πλειοψηφία να προσδώσουν αξία στους μετόχους για τους πιο κάτω λόγους:

- Μέσος όρος (Mean): στην πεντάχρονη μετά-εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 55% - 80%.
- Διάμεσος (Median): στην πεντάχρονη μετά-εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 53%-99%.
- Επικρατούσα Τιμή: στην πεντάχρονη μετά-εξαγορά εποχή παρουσιάστηκε καθοδική πορεία των κερδοφόρων εταιρειών και η ανοδική πορεία των ζημιογόνων εταιρειών.

4.3 Ανάλυση Δείκτη Τρεχούμενης Ρευστότητας ανά έτος

Με βάση τον πιο κάτω πίνακα (Παράρτημα 6) επιτεύχθηκε ανάλυση του δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας σε δείγμα από 56%-74%. Σύμφωνα με το παράρτημα 6 καταγράφηκαν μέσω της χρήσης της περιγραφικής στατιστικής οι πιο κάτω δείκτες:

Πίνακας 4-6: Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη Τρεχούμενης ρευστότητας ανά έτος

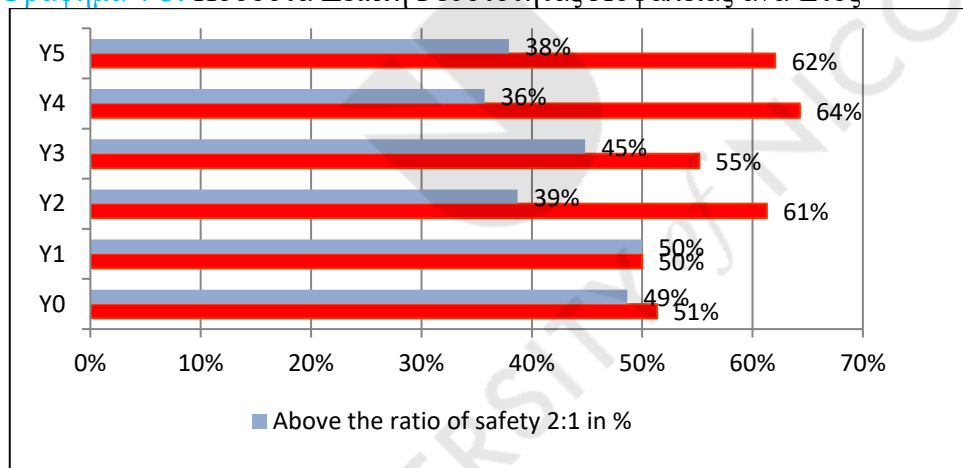
		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N	Valid	37	30	31	29	28	29
	Missing	5	12	11	13	14	12
Mean		14.95	20.82	10.23	14.13	7.48	7.70
Median		1.90	1.96	1.17	1.73	1.02	1.27
Std. Deviation		45.80	60.93	23.37	36.60	24.46	27.65
Minimum		.06	.12	.06	.06	.01	.03
Maximum		232.45	315.53	93.89	154.69	129.34	150.44

Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Κάτω από τον Δείκτη Ασφαλείας 2:1 σε %	51%	50%	61%	55%	64%	62%
Πάνω από τον Δείκτη Ασφαλείας 2:1 σε %	49%	50%	39%	45%	36%	38%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Στο πιο κάτω γράφημα παρουσιάζονται συγκριτικά τα ποσοστά των εταιρειών (εξαγορασθεισών) οι οποίες πέτυχαν δείκτη πάνω από τον στατιστικό δείκτη ασφαλείας 2:1 και αντιθέτως οι εταιρείες οι οποίες είχαν δείκτη κάτω του 2:1-.

Γράφημα 4-5: Ποσοστά Δείκτη Ρευστότητας Ασφαλείας ανά Έτος

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τον πιο πάνω πίνακα και γράφημα διαφαίνεται ότι οι δείκτες ρευστότητας των εξαγορασθεισών εταιρειών στη μετά-εξαγορά περίοδο και στο κρίσιμο σημείο των πέντε (5) ετών έφτασαν σε αποτίμηση υψηλών ρίσκων. Συγκεκριμένα ποσοστό της τάξης του 62% βρίσκεται σε δύσκολη κατάσταση, όπου ξεπερνά τον δείκτη ασφαλείας ο οποίος έχει καθοριστεί στο 2:1 ενώ στην πορεία των ετών μετά την εξαγορά τα ποσοστά κάτω από τον δείκτη ασφαλείας κυμαίνονται μεταξύ 50% - 64%. Τονίζεται ότι ο δείκτης ρευστότητας με επικινδυνότητα υψηλού ρίσκου επηρεάζει δραματικά την αξία των μετόχων με αρνητικό ορίζοντα.

Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Τρεχούμενης Ρευστότητας

Μέσος όρος (Mean): Με βάση τον πιο πάνω στατιστική ανάλυση (πίνακας 4-6) καταγράφεται φθίνουσα πορεία του δείκτη ρευστότητας από τον χρόνο εξαγοράς (Y0) και πέμπτου έτους μετά την εξαγορά (Y5) κατά 7,25 μονάδες. Μοναδική εξαίρεση είναι η βελτίωση του δείκτη τον πρώτο χρόνο μετά την εξαγορά. Ο μέσος όρος του δείκτη είναι σε όλες τις χρονιές πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 2:1, όμως η ολοκληρωμένη εκτίμηση της επιτυχίας ή αποτυχίας των εξαγορών περνά μέσα από συνδυασμό δεικτών εξού και η χρήση του μοντέλου Altman.

Διάμεσος (Median): Ο διάμεσος δείκτης καταγράφεται σε όλα τα έτη κάτω από τον δείκτη ασφαλείας ακόμα και στο πρώτον έτος εξαγοράς, γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι οι εξαγορασθείσες εταιρείες στην πλειονότητα τους κατέγραφαν δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας κατά πολύ πιο κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 2:1. Συγκεκριμένα στο 4^{ον} και 5^{ον} έτος ο δείκτης παρουσίασε απόκλιση από τον δείκτη ασφαλείας της τάξης του 49% και 37% αντίστοιχα.

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση για όλα τα έτη ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλη απόκλιση από τον αριθμητικό μέσο γεγονός όπου καταδεικνύεται και ο πολύ χαμηλός διάμεσος δείκτης.

4.3.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Δείκτη Τρεχούμενης Ρευστότητας

- Με βάση το εξεταζόμενο δείγμα ως πιο πάνω οι εξαγορασθείσες εταιρείες δεν πέτυχαν βελτίωση του δείκτη ρευστότητας αλλά χειροτέρευση.
- Ο μέσος όρος παρόλο που είναι ψηλός τον Y0 ήταν 14,95:1 σε σύγκριση με 7,70:1 τον Y5, παρουσιάζεται μείωση κατά 7,25 μονάδες. Περαιτέρω στα έτη Y3 και Y4 ο δείκτης κατέγραψε πτωτική τάση σε σύγκριση με το έτος Y0.
- Ο διάμεσος δείκτης παρουσιάζει πιο ρεαλιστική εικόνα στην πληροφόρηση όπου το έτος εξαγοράς (Y0) ήταν κάτω του δείκτη ασφαλείας 2:1 με καταγραφή 1,90:1-. Σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά Y1-Y5 ο διάμεσος ήταν κάτω του δείκτη ασφαλείας όπου στην πορεία κατέγραψε σημαντική επιδείνωση και στο πέμπτο έτος (Y5) καταγράφεται στατιστικός δείκτης **1,27:1**.
- Ο δείκτης τυπικής απόκλισης καταγράφει τη μεγάλη απόκλιση από τον μέσο όρο, εξού και η αρνητική πορεία του διάμεσου δείκτη.
- Στους δείκτες μίνιμουμ και μάξιμουμ καταγράφονται πολύ μικροί δείκτες και αντίστοιχα εξαιρετικά πολύ μεγάλοι, όμως στην πλειοψηφία των εταιρειών καταγράφεται ότι υπερिशύει ο αρνητικός δείκτης. Γι' αυτό και ο διάμεσος δείκτης

καταδεικνύει πιο ρεαλιστική εικόνα με πλειοψηφία εξαγορών να είναι κάτω από τον δείκτη ασφαλείας.

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση κατά έτος καταδεικνύεται ότι ο δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας τόσο σε μέσο όρο όσο και σε διάμεσο στατιστικό δείκτη χειροτέρευσαν και διογκώθηκαν στα έτη Y4 και Y5 μετά την εξαγορά. Συγκεκριμένα, οι στατιστικοί δείκτες μέσος όρος και διάμεσος παρουσίασαν αρνητική απόκλιση μεταξύ του έτους μηδέν/Y0 (χρόνο εξαγοράς) και πέμπτου έτους/Y5 (μετά-εξαγοράς) της τάξης των 7,25 και 0,63 μονάδων αντίστοιχα. Παρόλο που στο πέμπτο έτος ο μέσος όρος είναι στο 7,70:1, και κατά συνέπεια πάνω από τον αποδεκτό δείκτη ασφαλείας του 2:1, ο διάμεσος στατιστικός δείκτης καταδεικνύει τραγικά αποτελέσματα όπου ο τελικός διάμεσος του πέμπτου έτους είναι στο 1,27:1, δηλαδή καλύπτει μόνο το 63% του δείκτη ασφαλείας. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει ότι η πλειοψηφία των εξαγορασθεισών εταιρειών παρουσιάζει δείκτη πολύ μικρότερο του δείκτη ασφαλείας.

4.4 Ανάλυση Δείκτη Χρέους ανά έτος

Με βάση τους πιο κάτω πίνακες παρουσιάζονται τα στατιστικά αποτελέσματα του δείκτη χρέους ανά έτος (παράρτημα 7) και στατιστικά αποτελέσματα δείκτη χρέους σε σχέση με τον δείκτη ασφαλείας:

Πίνακας 4-7: Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη χρέους ανά έτος

		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N	Valid	34	30	31	29	28	26
	Missing	9	13	12	14	15	17
Mean		46.47	37.60	45.32	47.07	784.25	58.19
Median		38.50	34.00	36.00	40.00	48.50	47.50
Std. Deviation		43.04	30.96	34.90	36.07	3845.55	82.20
Minimum		.00	.00	3.00	1.00	1.00	1.00
Maximum		167.00	101.00	113.00	133.00	20404.00	426.00

Πηγή: Πρόγραμμα SPSS

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

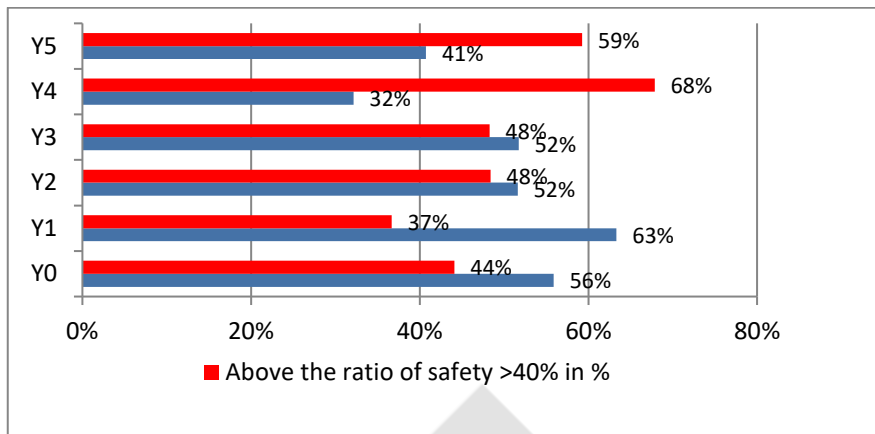
Πίνακας 4-8: Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη χρέους σε σχέση με τον δείκτη ασφαλείας

ΥΛΟΠΟΙΗΘΕΙΣΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	50					
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ ΑΝΑ ΕΤΟΣ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	68%	60%	62%	58%	56%	54%
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Κάτω από το Δείκτη Ασφαλείας <40% σε %	56%	63%	52%	52%	32%	41%
Πάνω από το Δείκτη Ασφαλείας >40% σε %	44%	37%	48%	48%	68%	59%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση τα πιο πάνω αποτελέσματα, η εικόνα αποτυπώνεται στο παρακάτω γράφημα, όπου παρουσιάζεται η αυξητική τάξη αύξησης του δείκτη χρέους. Στο έτος της εξαγοράς Y0 το ποσοστό των εταιρειών σε δείκτη χρέους ήταν 56% κάτω από το 40% (<40%) σε σύγκριση με 44% πάνω από τον δείκτη ασφαλείας (>40%). Μέσα από αυξητική τάση ο δείκτης το πέμπτο έτος/Y5 μετά την εξαγορά κατέληξε στο αρνητικό ποσοστό του 59% πάνω από τον δείκτη ασφαλείας και 41% κάτω από τον δείκτη ασφαλείας.

Γράφημα 4-6: Πορεία Δείκτη Χρέους ανά Έτος



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Χρέους

Μέσος όρος: Με βάση την πιο πάνω εξαχθείσα στατιστική ανάλυση καταγράφεται ότι ο μέσος όρος του δείκτη χρέους των εξαγορασθεισών εταιρειών ήταν στο 46% δηλαδή κατά 8% πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 40%. Στο τέταρτο και πέμπτο έτος μετά την εξαγορά ο μέσος δείκτης επιδεινώθηκε σε πολύ υψηλά ποσοστά της τάξης του 784% και 58% αντίστοιχα, ποσοστά όπου καταδεικνύεται ότι οι εταιρείες είναι υπερχρεωμένες. Δηλαδή για κάθε 1 ευρώ αξία κατοχής ενεργητικού το 0,58 σεντ ή 58% ανήκει σε δανειστές (τρίτους) στο πέμπτο έτος αποτίμησης του δείκτη.

Διάμεσος: Ο διάμεσος καταγράφεται στο πέμπτο έτος/Y5 μετά την εξαγορά στο 48%, γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι από το δείγμα των 27 εταιρειών σύμφωνα με την πιο πάνω στατιστική ανάλυση 16 εταιρείες καταγράφουν δείκτη μεγαλύτερου του 40% και οι άλλες 11 εταιρείες καταγράφουν δείκτη χρέους μικρότερου του 40%. Ο διάμεσος δείκτης είναι κατά 8% πιο ψηλός από τον δείκτη ασφαλείας της τάξης του 30-40% (υπολογίζεται το μέγιστο ως βάση). Περαιτέρω διαφαίνεται μεγάλη διαφορά μεταξύ μέσου όρου και διάμεσου δείκτη όπου ως έχει λεχθεί πιο πάνω ο διάμεσος δείκτης δίνει καλύτερη εικόνα όταν η κατανομή των αριθμών δεν είναι συμμετρική όπως τον τέταρτο χρόνο όπου ο μέγιστος δείκτης χρέους είναι στο 20404%-.

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση για όλα τα έτη ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλη απόσταση από τον αριθμητικό μέσο.

4.4.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Δείκτης Χρέους

- Το 59% από το δείγμα των εταιρειών στο πέμπτο έτος/Y5 μετά την εξαγορά παρουσίασε δείκτη πέραν του δείκτη ασφαλείας φέροντας υψηλό ρίσκο αποτυχίας σε σχέση με μόνο 41%.
- Ο διάμεσος δείκτης στο ποσοστό του 49% και 48% στα έτη τέσσερα/Y4 και πέντε/Y5 μετά την εξαγορά καταδεικνύουν την επικινδυνότητα του δείκτη χρέους.
- Ο μέσος όρος στα έτη από δύο/Y2 μέχρι πέντε/Y5 μετά την εξαγορά καταγράφει δείκτη πάνω από τον δείκτη ασφαλείας.

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση κατά έτος καταδεικνύεται ότι ο δείκτης χρέους τόσο σε μέσο όρο όσο και σε διάμεσο δείκτη χειροτέρευσαν και διογκώθηκαν στα έτη Y4 και Y5 μετά την εξαγορά. Συγκεκριμένα, οι στατιστικοί δείκτες μέσος όρος και διάμεσος παρουσίασαν αρνητική απόκλιση μεταξύ του έτους μηδέν/Y0 (χρόνο εξαγοράς) και πέμπτου έτους/Y5 (μετά-εξαγοράς). Το ότι οι δείκτες είναι πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 30%-40% καταδεικνύει την αρνητική απόδοση της εξαγοράς και κατά συνέπεια την αύξηση του χρέους των εταιρειών με αρνητικό ορίζοντα.

4.5 Ανάλυση Κερδών / (Ζημιών) που κρατήθηκαν ανά Έτος (Retained Earnings/(Losses))

Ποιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και το στατιστικό δείγμα στον τομέα των κερδών/(ζημιών) που κρατήθηκαν από τις εξαγορασθείσες εταιρείες. Το στατιστικό δείγμα για την περίοδο των πέντε ετών μετά την εξαγορά (Y1-Y5) και του χρόνου εξαγοράς (Y0) κυμαίνεται μεταξύ του 60%-84% (παράρτημα 8):

Πίνακας 4-9: Στατιστικό δείγμα ανά έτος Y1-Y5

Υλοποιηθείσες Εξαγορές	50					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	84%	72%	72%	66%	64%	60%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πίνακας 4-10: Στατιστικοί Δείκτες Κερδών/(Ζημιών) που κρατήθηκαν

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N Valid	42	36	36	33	32	30
Missing	8	14	14	17	18	20
Mean	6.597.232	8.318.774	7.767.763	9.097.802	7.984.535	9.324.531
Median	759.060	1.226.555	433.583	1.673.182	16.995	-181.436
Std. Deviation	20.405.602	20.469.026	23.763.465	25.390.008	28.028.913	27.857.420
Minimum	-25.666.726	-26.404.763	-35.367.223	-36.191.715	-52.113.880	-18.597.056

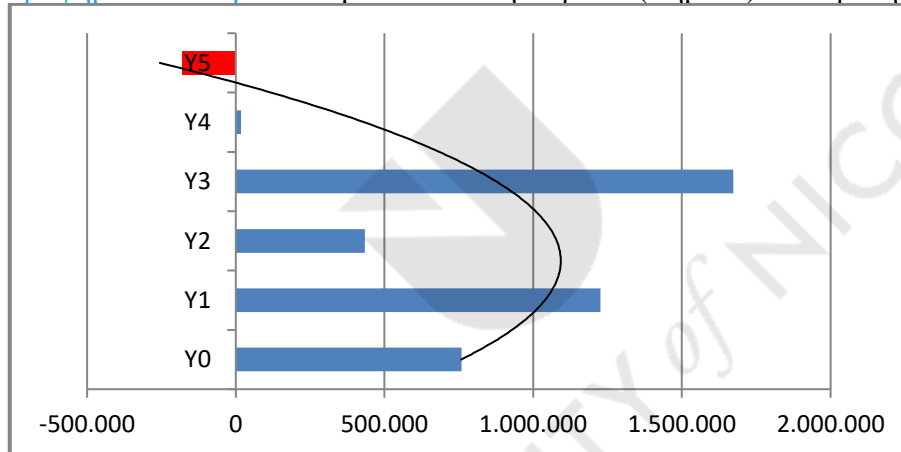
Maximum	85.629.150	84.697.868	103.601.823	110.293.825	106.268.491	109.714.052
---------	------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Πρόγραμμα Επεξεργασίας: SPSS (Παράρτημα 9) Μετάφραση δεικτών: Mean/Μέσος όρος, Median/Διάμεσος, St. Deviation/Τυπική Απόκλιση, Minimum/Ελάχιστο, Maximum/Μέγιστο
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Μέσος όρος (Mean): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς (Y0) καταγράφηκε μέσος όρος κερδών/(ζημιών) που κρατήθηκαν της τάξης των €6,6εκατ. Τα οποία στην πορεία παρουσιάζουν αυξητική τάση σύμφωνα με την πιο πάνω στατιστική ανάλυση.

Διάμεσος (Median): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς ο στατιστικός δείκτης διάμεσων κερδών που κρατήθηκαν κατέγραφε κέρδη/(ζημιές) που κρατήθηκαν της τάξης των €759.060 όπου στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασαν σημαντικές διακυμάνσεις με αποκορύφωμα να καταλήξουν σε ζημιές στο πέμπτο έτος/Y5 της τάξης των €181.436 και πολύ μειωμένα κρατηθέντα κέρδη στον τέταρτο χρόνο/Y4 μετά την εξαγορά. Η πορεία του διάμεσου δείκτη κρατηθέντων κερδών καταγράφεται στο πιο κάτω διάγραμμα.

Γράφημα 4-7: Πορεία Διάμεσου Δείκτη Κερδών/(Ζημιών) που κρατήθηκαν



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Η πιο πάνω τάση ανάλυσης του διάμεσου δείκτη καταγράφει την πτωτική πορεία των διάμεσων κρατηθέντων κερδών/(ζημιών) γεγονός που καταγράφεται ζημιά στο πέμπτο έτος και μεγάλη μείωση στο τέταρτο έτος. Εξού και οι Dowining and Clark (1998) καταγράφουν ότι η διάμεσος μας δίνει μια καλύτερη εικόνα όταν μια λίστα περιέχει μια ακραία τιμή (είτε πολύ μεγαλύτερη είτε πολύ μικρότερη από του υπόλοιπους αριθμούς), όπου ο μέσος όρος δεν θα είναι αντιπροσωπευτικός των αριθμών.

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση η τυπική απόκλιση απέχει πολύ από τον μέσο όρο σύμφωνα με τα πιο κάτω εξαχθέντα δεδομένα.

Μέγιστα Κρατηθέντα κέρδη/(ζημιές): Σύμφωνα με τον πιο πάνω στατιστικό πίνακα 4-10 καταγράφονται μεγάλα ποσά σε κρατηθέντα κέρδη και κρατηθείσες ζημιές.

Γεγονός το οποίο δημιουργεί και τη μεγάλη απόκλιση μεταξύ μέσου (Mean) όρου και τυπικής απόκλισης (St. Deviation).

4.5.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης Κρατηθέντων Κερδών/(Ζημιών)

Οι εξαγορές με βάση την πιο κάτω συνοπτική στατιστική ανάλυση απέτυχαν στην πλειοψηφία να προσδώσουν αξία στους μετόχους ειδικά στον τέταρτο/Y4 και πέμπτο/Y5 χρόνο μετά την εξαγορά για τους πιο κάτω λόγους:

- Ο διάμεσος δείκτης καταγράφει την πτωτική πορεία των διάμεσων κρατηθέντων κερδών/(ζημιών) γεγονός που καταγράφεται ζημιά στο πέμπτο/Y5 έτος και μεγάλη μείωση στο τέταρτο/Y4 έτος.
- Στην παρούσα περίπτωση η τυπική απόκλιση απέχει πολύ από τον μέσο όρο σύμφωνα με τα εξαχθέντα δεδομένα. Όταν μια κατανομή αριθμών είναι λογικά συμμετρική χωρίς κάποια υπερβολικά υψηλή ή χαμηλή τιμή, οι τιμές του μέσου όρου και της διάμεσου είναι συνήθως πολύ κοντινές. Εξού και η μεγάλη απόκλιση προς αρνητικό ορίζοντα του δείκτη στο τέταρτο/Y4 και πέμπτο/Y5 έτος.

4.6 Ανάλυση Μεγέθους (Size) σε δείκτη Μέσου Όρου Συνολικού Ενεργητικού (Total Assets) και Πάγιου Ενεργητικού (Fixed Assets)

Συνολικό Ενεργητικό: Πιο κάτω παρουσιάζονται τα στατιστικά αποτελέσματα των δεικτών μέσου όρου και διάμεσου σε Σύνολο Ενεργητικού και Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού κατά έτος από Y0-Y5. Η επιλογή των εν λόγω δεικτών έγινε για να συνδεθεί με τον δείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA) με στόχο να καταδειχθεί η τάση απόδοσης προς την θετική ή αρνητική πλευρά. Δηλαδή θα καταδειχθεί ή αποτελεσματική ή αναποτελεσματική χρήση των στοιχείων του Ενεργητικού σε σχέση με τον δείκτη ROA (παράρτημα 9).

Πίνακας 4-11: Συνολικό Ενεργητικό: Μέσος όρος (Mean) και Διάμεσος (Median) ανά Έτος

TA Y0-Y5	N	Mean	Median
TA Y0	36	79.710.049	16.468.534
TA Y1	37	75.902.340	16.310.106
TA Y2	34	100.227.037	16.168.610
TA Y3	31	114.072.447	14.517.821
TA Y4	31	120.032.995	13.923.699
TA Y5	30	120.546.312	23.939.991

Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ορολογίες: TA MEAN (Y0-Y5): TOTAL ASSETS (Συνολικό Ενεργητικό) μέσος όρος στα έτη μηδέν/Y0 (έτος εξαγοράς) μέχρι έτος 5/Y5 (μετά την εξαγορά), N: Δείγμα,

Mean: Μέσος όρος σε ποσό Συνολικού Ενεργητικού, Median: Διάμεσος δείκτης σε ποσό Συνολικού Ενεργητικού.

Με βάση την πιο πάνω στατιστική παρουσίαση του μέσου όρου των στοιχείων του Συνολικού Ενεργητικού καταγράφεται σημαντική αύξηση σε ποσό όπου κατά τον χρόνο εξαγοράς/Y0 το Συνολικό Ενεργητικό ήταν στο ποσό των €79.710.049 σε αντίθεση με τον πέμπτο/Y5 χρόνο μετά την εξαγορά όπου ο μέσος όρος ήταν στο ποσό των €120.546.312. Το ίδιο μοτίβο παρουσιάζεται και στον διάμεσο δείκτη όπου στο έτος/Y0 εξαγοράς ήταν €16.468.534 σε αντίθεση με τον πέμπτο/Y5 χρόνο μετά την εξαγορά όπου ο διάμεσος δείκτης ήταν στο ποσό των €23.939.991-. Παρατηρείται μία τεράστια διαφορά μεταξύ μέσου όρου και διάμεσου δείκτη.

Πάγιο Ενεργητικό: Ποιο κάτω παρουσιάζονται τα στατιστικά αποτελέσματα Πάγιου Ενεργητικού σε δείκτες μέσου όρου και διάμεσου κατά έτος Y0-Y5 (Παράρτημα 10).

Πίνακας 4-12: Πάγιο Ενεργητικό: Μέσος όρος (Mean) και Διάμεσος (Median) κατά Έτος

FA Y0-Y5	N	Mean	Median
FA Y0	36	53.125.652	6.129.879
FA Y1	36	54.708.894	8.018.993
FA Y2	34	62.706.288	8.755.034
FA Y3	32	68.911.602	9.074.956
FA Y4	31	75.233.860	8.359.000
FA Y5	30	70.117.610	13.808.860

Πηγή: SPSS - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ορολογίες: FA MEAN (Y0-Y5): FIXED ASSETS (Πάγιο Ενεργητικό) μέσος όρος στα έτη μηδέν (έτος εξαγοράς) μέχρι έτος 5 (μετά την εξαγορά), N: Δείγμα, Mean: Μέσος όρος σε ποσό Πάγιου Ενεργητικού, Median: Διάμεσος δείκτης σε ποσό Συνολικού Ενεργητικού.

Με βάση την πιο πάνω στατιστική παρουσίαση του μέσου όρου των στοιχείων του Συνολικού Ενεργητικού καταγράφεται αύξηση σε ποσό όπου κατά τον χρόνο/Y0 εξαγοράς το Συνολικό Ενεργητικό ήταν στο ποσό των €53.125.652 σε αντίθεση με τον πέμπτο/Y5 χρόνο μετά την εξαγορά όπου ο μέσος όρος ήταν στο ποσό των €70.117.610-. Ο διάμεσος δείκτης καταγράφει Συνολικό Ενεργητικό στον χρόνο/Y0 εξαγοράς το ποσό €6.129.879 σε αντίθεση με τον πέμπτο/Y5 χρόνο μετά την εξαγορά όπου ο διάμεσος δείκτης ήταν στο ποσό των €13.808.860. Παρατηρείται μία τεράστια διαφορά μεταξύ μέσου όρου και διάμεσου δείκτη.

Συμπερασματική Ανάλυση Συσχέτισης Συνολικού Ενεργητικού και Πάγιου Ενεργητικού σε σχέση με τον Δείκτη Χρέους

Με βάση τις δύο πιο πάνω αναλύσεις Συνολικού και Πάγιου Ενεργητικού καταγράφεται σημαντική αύξηση του Συνολικού και Πάγιου Ενεργητικού και αυτό το γεγονός καταδεικνύεται από την αύξηση του διάμεσου δείκτη έτους μηδέν (Y0) και πέμπτου έτους (Y5).

Η εξαγωγή του δείκτη χρέους ως έχει αναλυθεί πιο πάνω εκφράζεται με την πιο κάτω φόρμουλα (Gallagher and Andrew;2000, WILD;2000): $\text{Debt Ratio} = \text{Total Debt} / \text{Total Assets}$ (Δείκτης Χρέους = Συνολικό Χρέος / Συνολικό Ενεργητικό). Άρα οι δείκτες χρέους και συνολικού ενεργητικού είναι αλληλένδετοι και η πορεία του ενός επηρεάζει την πορεία του άλλου. Κατά τον Wilde (2000) συνήθης πρακτική των εταιρειών για την αγορά πάγιου ενεργητικού (εξοπλισμού) είναι ένα μέρος να χρηματοδοτείται μέσω δανεισμού και ένα μέρος μέσω ιδίων κεφαλαίων. Κατά την Τουρνά (2015) ο Δείκτης της Δανειακής επιβάρυνσης συγκρίνει τις συνολικές υποχρεώσεις της επιχείρησης με το συνολικό ενεργητικό της. Με βάση τα εξαχθέντα αποτελέσματα της ανάλυσης δείκτη χρέους έχουν καταγραφεί τα πιο κάτω δεδομένα σε μέσο όρο (mean) και διάμεσο δείκτη (median):

Στατιστικά αποτελέσματα δείκτη χρέους ανά έτος

		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N	Valid	34	30	31	29	28	26
	Missing	9	13	12	14	15	17
Mean		46.47	37.60	45.32	47.07	784.25	58.19
Median		38.50	34.00	36.00	40.00	48.50	47.50

Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση τα στατιστικά δεδομένα του Συνολικού Ενεργητικού και Δείκτη Χρέους, καταγράφεται η αύξηση του Συνολικού Ενεργητικού και ταυτόχρονα αύξηση του δείκτη χρέους. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει ότι η αύξηση του Ενεργητικού και/ή Πάγιου Ενεργητικού ως μέρος του Συνολικού Ενεργητικού προήλθε κυρίως από δανεισμό.

4.7 Συμπερασματική Σύνοψη Μεταβλητών Ελέγχου

- Καταγράφηκαν σημαντικές αθροιστικές κερδοζημιές της τάξης των €189.364.969-. Τα κέρδη στην 5ετία μετά την εξαγορά ήταν €118.039.925 σε σύγκριση με ζημιές της τάξης των €307.391.527-.
- Ο μέσος όρος των καθαρών κερδών/(ζημιών) από το 2^{ον} μέχρι το 5^{ον} έτος εξαγοράς ήταν αρνητικός.
- Ο διάμεσος δείκτης των καθαρών κερδών/(ζημιών) ήταν και για τα πέντε έτη αρνητικός.

- Μέσος όρος των λειτουργικών κερδών στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 55% - 80%.
- Διάμεσος όρος των λειτουργικών κερδών στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 53%-99%.
- Ο διάμεσος όρος τρεχούμενης ρευστότητας καταγράφει ότι από το έτος εξαγοράς (Y0) ήταν κάτω του δείκτη ασφαλείας 2:1 με δείκτη 1,9:1 όπου στην πορεία κατέγραψε σημαντική επιδείνωση και στο πέμπτο έτος (Y5) καταγράφεται στατιστικός δείκτης 1,3:1.
- Το 62% από το δείγμα των εταιρειών στον δείκτη χρέους καταγράφει στο πέμπτο έτος μετά την εξαγορά δείκτη πέραν του δείκτη ασφαλείας φέροντας υψηλό ρίσκο αποτυχίας σε αντίθεση με μόνο 38% όπου είναι στα επίπεδα του δείκτη ασφαλείας.
- Ο μέσος όρος στον δείκτη χρέους στα έτη από Y2 μέχρι Y5 μετά την εξαγορά καταγράφει δείκτη πάνω από τον δείκτη ασφαλείας.
- Ο διάμεσος δείκτης καταγράφει την πτωτική πορεία των διάμεσων κρατηθέντων κερδών/(ζημιών) γεγονός που καταγράφεται ζημιά στο πέμπτο/Y5 έτος και μεγάλη μείωση στο τέταρτο/Y4 έτος.
- Η αύξηση του Ενεργητικού και/ή Πάγιου Ενεργητικού ως μέρος του Συνολικού Ενεργητικού προήλθε εν μέρει από δανεισμό, σημείο το οποίο καταδεικνύει μέρος του προβλήματος του ρίσκου των εξαγορών.

Εν κατακλείδι με βάση την πιο πάνω συμπερασματική σύνοψη καταγράφονται αρνητικά δεδομένα σε όλους τους δείκτες ελέγχου στη μετά-εξαγορά εποχή, γεγονός το οποίο επηρεάζει την απόδοση των Ε&Σ και κατά συνέπεια επιδρά αρνητικά στην αξία των μετόχων.

4.8 Έλεγχος Υποθέσεων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα και έλεγχος υποθέσεων με βάση την εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 4-13: Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις

EY4.2: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Ρευστότητας (CR).	Απόρριψη: Ο διάμεσος δείκτης επιδεινώθηκε στη μετά-εξαγορά εποχή. Ο διάμεσος δείκτης στο έτος εξαγορά Y0 ήταν στο 1,9:1 όπου στο έτος Y5 κατέληξε στο 1,3:1-.
EY4.3: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη χρέους (DR).	Απόρριψη: Το 62% από το δείγμα των εταιρειών στον δείκτη χρέους καταγράφει στο πέμπτο έτος μετά την εξαγορά δείκτη πέραν του δείκτη ασφαλείας φέροντας

	υψηλό ρίσκο αποτυχίας σε αντίθεση με μόνο 38% που είναι στα επίπεδα του δείκτη ασφαλείας.
EY4.4: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση στους τομείς της κερδοφορίας σε επίπεδο καθαρής, λειτουργικής και συσσωρευμένων κερδών (NP, OP, REA).	Απόρριψη: Ο μέσος όρος των καθαρών κερδών/(ζημιών) (NP) από το 2 ^{ον} μέχρι το 5 ^{ον} έτος εξαγοράς ήταν αρνητικός. Μέσος όρος των λειτουργικών κερδών (OP) στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 55% - 80%. Ο διάμεσος δείκτης καταγράφει την πτωτική πορεία των διάμεσων κρατηθέντων κερδών/(ζημιών) (REA) γεγονός όπου καταγράφεται ζημιά στο πέμπτο/Y5 έτος και μεγάλη μείωση στο τέταρτο/Y4 έτος.

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

4.9 Τελικό Συμπέρασμα

Σε αυτό το Κεφάλαιο διενεργήθηκε η αποτίμηση των εξαγορών διαμέσου των μεταβλητών ελέγχου και κατ' επέκταση διαμέσου ποσοτικής ανάλυσης των λογιστικών δεικτών CR, DR, NP, OP, REA και μεγέθους Ενεργητικού. Αυτό το Κεφάλαιο είναι αναπόσπαστο μέρος της έρευνας γιατί συνδέεται με το κεφάλαιο 5 όπου διενεργείται συσχέτιση εξαρτημένης μεταβλητής και μεταβλητών ελέγχου και με το κεφάλαιο 7 όπου διενεργείται συσχέτιση μεταβλητών ελέγχου και μοντέλο Altman Z Score προς εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

**Ανάλυση Ευρημάτων Αποτίμησης Ανεξάρτητης και
Εξαρτημένης Μεταβλητής και Συσχέτιση Εξαρτημένης με
Αποτελέσματα Μεταβλητών Ελέγχου**

5.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα των μεταβλητών οι οποίες διαχωρίστηκαν σε τρεις πυλώνες: ανεξάρτητη μεταβλητή, εξαρτημένη μεταβλητή και μεταβλητές ελέγχου.

Σύνδεση με Διεθνή Βιβλιογραφία: Στο κεφάλαιο 2 έχει ερευνηθεί η χρήση των μεταβλητών και η διασύνδεση των προς εξαγωγή συμπερασμάτων από πληθώρα ερευνητών όπου κρίνεται ως ένα αποτελεσματικό εργαλείο αποτίμησης των εξαγορών. Η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι οι εξαγορές σε συγγενικό ή μη-συγγενικό τομέα, η εξαρτημένη μεταβλητή αποτελείται από τους λογιστικούς δείκτες ROA και ROE και μεταβλητές ελέγχου από του δείκτες CR, DR, OPA, NPA, REA, TA, και FA.

Ερευνητικές Υποθέσεις: Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο κεφάλαιο 2, έχει αναπτυχθεί η πιο κάτω ερευνητική υπόθεση (EY), οι απαντήσεις εξάγονται μέσα από την ανάλυση των ευρημάτων του παρόντος κεφαλαίου:

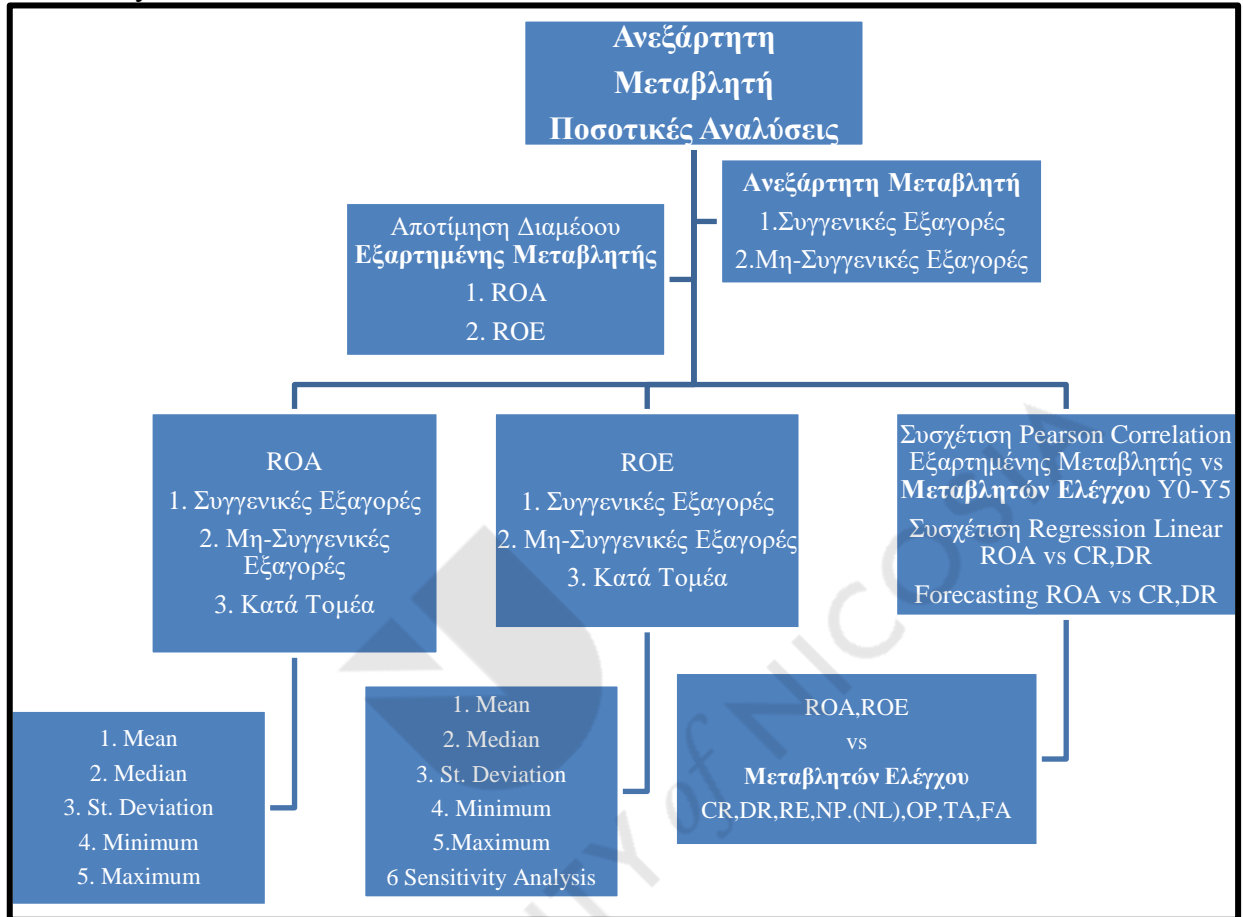
EY4.1: Οι εξαγορές είχαν θετικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων μεταξύ 1^{ου} και 5^{ου} χρόνου από το σημείο εξαγοράς με βάση την ανάλυση χρηματοοικονομικών ποσοτικών δεικτών ROA και ROE.

EY4.5: Οι μεταβλητές απόδοσης ROA, ROE, αλληλεξαρτώνται από τις αυξομειώσεις των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, NP, OP, REA όπου η αλληλεξάρτηση επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την απόδοση των E&Σ.

Ερευνητική Μεθοδολογία: Στον τομέα της ερευνητικής μεθοδολογία έχει αναλυθεί στο Κεφάλαιο 3 η τεχνική της χρήσης των μεταβλητών οι οποίες διαχωρίστηκαν σε τρεις πυλώνες, την ανεξάρτητη μεταβλητή, την εξαρτημένη μεταβλητή και μεταβλητές ελέγχου με στόχο τη συσχέτιση προς εξαγωγή συμπερασμάτων. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής οι ποσοτικές αναλύσεις της εξαρτημένης μεταβλητής σε ROA και ROE κατά κατηγορία εξαγοράς (ανεξάρτητη μεταβλητή), κατά τομέα σε περίοδο Y0-Y5, σε βασικούς δείκτες ανάλυσης το μέσο όρο και διάμεσο, διενεργείται εφαρμογή Pearson Correlation εξαρτημένης και μεταβλητών ελέγχου, διενεργείται εφαρμογή γραμμικής παλινδρόμησης συσχέτισης του δείκτη ROA σε συσχέτιση με CR και DR, διενεργείται εφαρμογή προβλεψιμότητας του δείκτη ROA σε συσχέτιση με τους δείκτες CR και DR, και τέλος διενεργείται ανάλυση ευαισθησίας δείκτη ROE.

Δομή: Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει σε ιεραρχική δομή τις ποσοτικές αναλύσεις και συσχετίσεις των μεταβλητών: Ανεξάρτητη, Εξαρτημένη, και Μεταβλητές Ελέγχου.

Γράφημα 5-1: Ανεξάρτητη, Εξαρτημένη, και Μεταβλητές Ελέγχου – Ποσοτικές Αναλύσεις



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.1 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Ανεξάρτητης Μεταβλητής

Στην παρούσα έρευνα έχουν οριστεί ως Ανεξάρτητες Μεταβλητές οι ακόλουθες: Εξαγορές σε (α) Συγγενικές Εξαγορές, και (β) Μη Συγγενικές Εξαγορές.

5.1.1 Δείκτης Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού (ROA) Συγγενικός Τομέας Εξαγορών

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει τα στατιστικά αποτελέσματα σε μέσο όρο και διάμεσο των Συγγενικών Εξαγορών ως προς την απόδοση του λογιστικού δείκτη ROA κατά έκαστο έτος Y0-Y5 (παράρτημα 11).

Πίνακας 5-1: Στατιστική ROA Συγγενικών Εξαγορών

		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
N	Valid	33	28	28	27	26	23		
	Missing	7	12	12	13	14	16		

Mean	3.16	-10.88	-7.01	-9.91	-13.33	-7.77	-9.78	-9.91
Median	4.63	-0.12	-2.46	-0.72	-1.81	-1.88	-1.40	-1.81

Πηγή: SPSS, Y0-Y5= Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Mean Y1-Y5=μέσος όρος πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Median Y1-Y5= διάμεσος δείκτης πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.1.1.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROA σε Συγγενικές Εξαγορές

- Ανάλυση στατιστικού δείγματος 40 συγγενικών εξαγορών όπου η ανάλυση κυμαίνεται μεταξύ 58% και 83%.
- Τα στατιστικά αποτελέσματα καταδεικνύουν την αποτυχία των εξαγορών σε συγγενικούς τομείς σύμφωνα με τον δείκτη ROA ο οποίος έχει εξαχθεί και αφορά τις συγγενικές εξαγορές.
- Ενώ στον χρόνο εξαγοράς (Y0) ο μέσος όρος και ο διάμεσος είχαν θετικό πρόσημο 3.16 και 4.63 αντίστοιχα, οι μέσοι όροι και διάμεσοι στην πενταετία μετά την εξαγορά (Y1-Y5) κατέγραψαν αρνητικό πρόσημο. Ο μέσος όρος (mean) του μέσου όρου πενταετίας (Y1-Y5) είναι αρνητικός στο **-9,78** και **-1.40** ο μέσος όρος του διαμέσου πενταετίας Y1-Y5). Ο διάμεσος (median) του μέσου όρου πενταετίας (Y1-Y5) κατέγραψε αρνητικό πρόσημο **-9,91** και **-1,81** στον διάμεσο της πενταετίας (Y1-Y5).

5.1.2 Δείκτης Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού (ROA) Μη-Συγγενικός Τομέας Εξαγορών

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει τα στατιστικά αποτελέσματα σε μέσο όρο και διάμεσο των μη συγγενικών εξαγορών ως προς την απόδοση του λογιστικού δείκτη ROA ανά έκαστο έτος Y0-Y5 (παράρτημα 11).

Πίνακας 5-2: Στατιστική ROA Μη-Συγγενικών Εξαγορών

		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
N	Valid	6	5	5	4	5	5		
	Missing	2	3	3	4	3	3		
Mean		-2.07	-0.05	-2.45	-5.32	-2011.51	-1.13	-337.09	-2.45
Median		-1.98	-1.65	-0.75	-0.84	-1.41	2.59	-0.67	-1.84

Πηγή: SPSS, Y0-Y5= Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Mean Y1-Y5=μέσος όρος πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Median Y1-Y5= διάμεσος δείκτης πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.1.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROA σε Μη-Συγγενικές Εξαγορές

- ο Ανάλυση στατιστικού δείγματος 8 μη-συγγενικών εξαγορών όπου η ανάλυση κυμαίνεται μεταξύ 50% και 75%.

- ο Τα στατιστικά αποτελέσματα καταδεικνύουν την αποτυχία των εξαγορών σε μη-συγγενικούς τομείς σύμφωνα με τον δείκτη ROA ο οποίος έχει εξαχθεί και αφορά τις μη-συγγενικές εξαγορές.
- ο Στον χρόνο εξαγοράς (Y0) ο μέσος όρος (mean) και ο διάμεσος (median) είχαν αρνητικό πρόσημο **-2.07** και **-1.98** αντίστοιχα. Οι μέσοι όροι και διάμεσοι στην πενταετία μετά την εξαγορά (Y1-Y5) συνέχισαν να καταγράφουν αρνητικό πρόσημο. Ο μέσος όρος **-337.09** και **-0.67** (μέσος όρος του μέσου όρου και μέσος όρος του διαμέσου πενταετίας Y1-Y5). Ο διάμεσος **-2.45** και **-1,84** (διάμεσος του μέσου όρου και διάμεσος του διαμέσου πενταετίας Y1-Y5).

5.2 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Ανεξάρτητης Μεταβλητής ROE/Εξαρτημένη Μεταβλητή

5.2.1 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) Συγγενικός Τομέας Εξαγορών

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει τα στατιστικά αποτελέσματα σε μέσο όρο και διάμεσο των Συγγενικών Εξαγορών ως προς την απόδοση του λογιστικού δείκτη ROE κατά έκαστο έτος Y0-Y5 (Παράρτημα 12).

Πίνακας 5-3: Στατιστική ROE Συγγενικών Εξαγορών

		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
N	Valid	33	28	28	27	26	23		
	Missing	7	12	12	13	14	17		
Mean		-7.68	-17.58	-25.93	-28.42	-40.37	-20.14	-26.49	-25.93
Median		5.17	-2.90	-2.72	-1.37	-4.69	-3.46	-3.03	-2.90

Πηγή: SPSS, Y0-Y5= Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Mean Y1-Y5=μέσος όρος πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Median Y1-Y5= διάμεσος δείκτης πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.2.1.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROE σε Συγγενικές Εξαγορές

- ο Ανάλυση στατιστικού δείγματος 40 συγγενικών εξαγορών όπου η ανάλυση κυμαίνεται μεταξύ 58% και 83%.
- ο Τα στατιστικά αποτελέσματα καταδεικνύουν την αποτυχία των εξαγορών σε συγγενικούς τομείς σύμφωνα με τον δείκτη ROE ο οποίος έχει εξαχθεί και αφορά τις συγγενικές εξαγορές.
- ο Στον χρόνο εξαγοράς (Y0) ο μέσος όρος είχε αρνητικό πρόσημο **-7.68** και ο διάμεσος θετικό πρόσημο 5.17-. Οι μέσοι όροι και διάμεσοι στην πενταετία μετά την εξαγορά (Y1-Y5) κατέγραψαν αρνητικό πρόσημο. Ο μέσος όρος (mean) της πενταετίας (Y1-Y5) **-26,49** και **-3.03** (μέσος όρος του μέσου όρου και μέσος όρος

του διάμεσου Y1-Y5). Ο διάμεσος (median) κατέγραψε **-26.33** και **-2.90** (διάμεσος του μέσου όρου και διάμεσος του διάμεσου πενταετίας Y1-Y5).

5.2.2 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) Μη-Συγγενικός Τομέας Εξαγορών

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει τα στατιστικά αποτελέσματα σε μέσο όρο και διάμεσο των συγγενικών εξαγορών ως προς την απόδοση του λογιστικού δείκτη ROE κατά έκατο έτος Y0-Y5 (παράρτημα 12).

Πίνακας 5-4: Στατιστική ROE Μη-Συγγενικών Εξαγορών

		Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
N	Valid	6	5	5	4	5	5		
	Missing	2	3	3	4	3	3		
Mean		-8.28	9.84	-7.85	-10.34	-12.82	-1.06	-4.44	-7.85
Median		-6.63	-2.72	-1.07	-1.35	-4.87	3.53	-1.30	-1.35

Πηγή: SPSS, Y0-Y5= Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Mean Y1-Y5=μέσος όρος πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Median Y1-Y5= διάμεσος δείκτης πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.2.2.1 Συμπέρασμα Ανάλυσης ROE σε Μη-Συγγενικές Εξαγορές

- Ανάλυση στατιστικού δείγματος 8 μη-συγγενικών εξαγορών όπου η ανάλυση κυμαίνεται μεταξύ 50% και 75%.
- Τα στατιστικά αποτελέσματα καταδεικνύουν την αποτυχία των εξαγορών σε μη-συγγενικούς τομείς σύμφωνα με τον δείκτη ROE ο οποίος έχει εξαχθεί και αφορά τις μη-συγγενικές εξαγορές.
- Στον χρόνο εξαγοράς (Y0) ο μέσος όρος και διάμεσος είχαν αρνητικό πρόσημο **-8.28** και **-6.63**. Οι μέσοι όροι και διάμεσοι στην πενταετία μετά την εξαγορά (Y1-Y5) συνέχισαν να καταγράφουν αρνητικό πρόσημο. Ο μέσος όρος (mean) **-4.44** και **-1.30** (μέσος όρος του μέσου όρου και μέσος όρος του διάμεσου πενταετίας Y1-Y5). Ο διάμεσος (median) κατέγραψε **-7.85** και **-1.35** (διάμεσος του μέσου όρου και διάμεσος του διάμεσου πενταετίας Y1-Y5).

5.2.2.2 Συμπερασματική Σύνοψη Ανεξάρτητης Μεταβλητής

Ο πιο κάτω πίνακας αποτυπώνει την εικόνα των εξαγορών κατά τομέα όσον αφορά τον μέσο όρο και διάμεσο δείκτη σε απόδοση ROA και ROE στην περίοδο Y1-Y5 (πρώτου έτους μέχρι πέμπτου έτους μετά την εξαγορά):

Εξαγορές	ROA		ROE		Συμπέρασμα
	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5	
Συγγενικές	-9.91	-1.81	-25.93	-2.90	Αποτυχία

Μη Συγγενικές	-2.45	-1.84	-7.85	-1.35	Αποτυχία
---------------	-------	-------	-------	-------	----------

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.3 Αποτίμηση Λογιστικών Αποτελεσμάτων Εξαρτημένης Μεταβλητής

Στην παρούσα έρευνα έχουν οριστεί ως Εξαρτημένες Μεταβλητές οι ακόλουθες ως προς τον επηρεασμό της Αξίας των Μετόχων: (α) αύξηση, β) μείωση, και γ) ουδεμία αλλαγή. Η αποτίμηση της εξαρτημένης μεταβλητής αποτιμάται διαμέσου των λογιστικών δεικτών ROA (Return on Assets – Κέρδος προς Ενεργητικό) και ROE (Return on Equity – Κέρδος προς Συμφέρον Μετόχων).

5.3.1 Δείκτης Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού (ROA)

Πιο κάτω παρουσιάζονται τα στατιστικά δεδομένα της παρούσα έρευνας (παράρτημα 11):

Πίνακας 5-5: Στατιστικοί Δείκτες Απόδοσης Ενεργητικού (ROA) κατά Έτος

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N Valid	38	33	33	31	31	28
Missing	9	14	14	16	16	19
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52
Std. Deviation	16.65	33.45	19.49	19.71	1802.50	19.07
Minimum	-56.91	-153.37	-79.93	-79.93	-10046.30	-83.86
Maximum	27.23	38.10	26.98	28.37	25.25	22.72

Πηγή: SPSS, ROA=Return on Assets (Απόδοση Ενεργητικού), Y0-Y5=Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πιο κάτω παρατίθεται η ανάλυση του στατιστικού δείγματος σε αριθμό και ποσοστό ανά έτος. Η ανάλυση του στατιστικού δείγματος κυμαίνεται μεταξύ του 60%-81%.

Στατιστικό Δείγμα ROA

Υλοποιηθείσες εξαγορές/Δείγμα	47					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	81%	70%	70%	66%	66%	60%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.3.1.1 Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)

Μέσος όρος (Mean): Με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση καταγράφεται ως μέσος όρος ROA στον χρόνο εξαγοράς ποσοστό 2,02%. Στα έτη μετά την εξαγορά καταγράφεται σημαντική μείωση σε όλα τα έτη στη μετά-εξαγορά εποχή από το έτος Y1-Y5. Το γεγονός ότι είναι αρνητικός ο δείκτης καταδεικνύει αρνητική απόδοση συνεπώς ζημιές στις πλείστες εξαγορασθείσες εταιρείες.

Διάμεσος (Median): Με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση καταγράφεται ως διάμεσος δείκτης ROA στον χρόνο εξαγοράς στο ποσοστό 3,49%. Στα έτη στη μετά-εξαγορά καταγράφεται σημαντική μείωση σε όλα τα έτη στην μετά-εξαγορά εποχή από το έτος Y1-

Υ5. Το γεγονός ότι είναι αρνητικός ο δείκτης ROA καταδεικνύει αρνητική απόδοση συνεπώς ζημιές.

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση για όλα τα έτη ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλη απόκλιση από τον αριθμητικό μέσο γεγονός που καταδεικνύεται και ο πολύ χαμηλός/αρνητικός διάμεσος δείκτης.

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει στατιστική ανάλυση διάμεσου δείκτη ROA σε υπο-ανάλυση στους δύο στατιστικούς δείκτες μέσου όρου και διάμεσου κατά τομέα (παράρτημα 11).

Πίνακας 5-6: Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROA ανά Έτος κατά Τομέα Πενταετίας (Y1-Y5)

SECTOR/TOMEAS	Στατ. Δείγμα	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
Banking	1	0,07%	-1,21%	-1,27%	-0,11%	-2,43%	-1,94%	-1,39%	-1,27%
Construction	3	-13,66%	13,19%	1,31%	3,72%	2,37%	5,68%	5,25%	3,72%
Finance and Investment	20	7,51%	-2,49%	-2,44%	-0,77%	-5,36%	-1,15%	-2,44%	-2,44%
Hospitality, Travel & Tourism	3	0,71%	1,39%	-0,92%	0,77%	-1,75%	-1,50%	-0,40%	-0,92%
Insurance	1	N/A	-5,99%	-37,90%	-20,10%	1,51%	1,71%	-12,16%	-5,99%
Manufacturing	1	-7,27%	-27,58%	3,45%	5,48%	-12,72%	16,78%	-9,63%	-12,72%
Media*	1	9,50%	5,63%	-14,56%	-29,84%	-144,77%	N/A	-45,89%	-22,20%
Retail	1	3,24%	6,58%	3,75%	1,76%	1,30%	1,16%	2,91%	1,76%
Service	5	-2,00%	-2,52%	-2,90%	-3,60%	-5,09%	-1,88%	-3,20%	-2,90%
Technology**	1	-36,94%	8,68%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trade	10	4,63%	-1,65%	-4,85%	-15,98%	-32,26%	-1,74%	-11,30%	-4,85%

Πηγή: Excel, *ο μέσος όρος (mean) υπολογίστηκε για 4 έτη, N/A(non applicable) μη επαρκή δεδομένα, Y0-Y5= Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Mean Y1-Y5=μέσος όρος πρώτου έτους μετά την εξαγορά μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Median Y1-Y5= διάμεσος δείκτης πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.3.1.2 Συνοπτικά Αποτελέσματα Διάμεσου Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)

- Με βάση το εξεταζόμενο δείγμα ως πιο πάνω η πλειοψηφία των εξαγορασθεισών εταιρειών δεν επιτεύχθηκε αύξηση του διάμεσου δείκτη (μέσου όρου διάμεσου πενταετίας Y1-Y5) απόδοσης ROA, ενώ αντιθέτως πέτυχαν μείωση του δείκτη όπου συνεπάγεται καταγραφή ζημιών και κατ' επέκταση μείωση αξίας μετόχων.
- Όσον αφορά τον διάμεσο δείκτη (διάμεσος του διάμεσου πενταετίας Y1-Y5) είναι αντιγραφική του τι λέχθηκε για τον μέσο όρο, όπου η πλειοψηφία των εξαγορασθεισών εταιρειών δεν πέτυχαν αύξηση του διάμεσου δείκτη απόδοσης ROA, ενώ αντιθέτως

πέτυχαν μείωση του δείκτη όπου συνεπάγεται καταγραφή ζημιών και κατ' επέκταση μείωση αξίας μετόχων.

- Η παρουσίαση στατιστικής του διάμεσου δείκτη ROA κατά Τομέα/Βιομηχανία καταγράφεται η θετική πορεία του δείκτη στις Κατασκευές (Construction) και Λιανική Πώληση (Retail), σε αντίθεση με τις υπόλοιπες κατηγορίες όπου ο δείκτης ήταν αρνητικός με ιδιαίτερη μνεία στις κατηγορίες Χρηματοοικονομικών/Επένδυσης (Finance & Investment) και Εμπορίου (Trade). Εξού και στον μέσο όρο της πενταετίας (Y1-Y5) μόνο οι δύο τομείς των Κατασκευών και Λιανικής Πώλησης παρουσιάζουν θετικό πρόσημο σε αντίθεση με τους άλλους τομείς όπου είναι αρνητικό το πρόσημο. Με βάση την πιο πάνω συνοπτική εικόνα έξι τομείς είχαν θετικό πρόσημο στο έτος εξαγοράς (ROA Y0) ενώ στην πορεία απέτυχαν οι πέντε με αποτέλεσμα το αρνητικό πρόσημο σε μέσο όρο και διάμεσο (ROA Mean,Median, Y1-Y5),
- Δύο τομείς είχαν στο έτος εξαγοράς (ROA, Y0) αρνητικό πρόσημο και συνέχισαν και στη μετέπειτα πορεία.
- Αξιοσημείωτο είναι το μεγάλο αρνητικό πρόσημο του τομέα των Κατασκευών (Construction) όπου στο έτος εξαγοράς (ROA Y0) είχε αρνητικό πρόσημο **-13,66%** και στην πορεία είχε το πολύ καλό θετικό ποσοστό σε μέσο όρο 5,25% και διάμεσο 3,72%.
- Ο τομέας της Λιανικής (Retail) είχε θετικό πρόσημο 3,24% και συνέχισε με θετικό στο 2,91% ως μέσο όρο πενταετίας και 1,76% σε διάμεσο δείκτη.
- Ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει σύγκριση έτους εξαγοράς/Y0 σε σχέση με την πορεία μετά την εξαγορά/Y1-Y5 σε διάμεσο δείκτη. Καταγράφεται η καταστροφική πορεία όλων των κλάδων εκτός των δύο προαναφερθέντων του Κατασκευαστικού και Λιανικού Εμπορίου.

SECTOR/Τομέας	ROA Median Y0	ROA Median Y1-Y5
Banking	0,07%	-1,27%
Construction	-13,66%	3,72%
Finance and Investment	4,41%	-2,44%
Hospitality, Travel & Tourism	0,71%	-0,92%
Insurance	N/A	-5,99%
Manufacturing	-7,27%	-12,72%
Media	9,50%	-22,20%
Retail	3,24%	1,76%

Service	-2,00%	-2,90%
Technology	-36,94%	N/A
Trade	4,63%	-4,85

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Ο δείκτης τυπικής απόκλισης καταγράφει τη μεγάλη απόκλιση από τον μέσο όρο, εξού και η αρνητική πορεία του διάμεσου δείκτη.
- Στον στατιστικό δείκτη μίνιμουμ καταγράφονται πολύ μεγάλοι δείκτες σε αντίθεση με το στατιστικό δείκτη μέξιμουμ όπου είναι πολύ μικρότεροι. Εξού και οι αρνητικοί δείκτες στον μέσο όρο και διάμεσο.

5.3.2 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Πιο κάτω παρουσιάζονται τα στατιστικά δεδομένα της παρούσα έρευνας (παράρτημα 12):

Πίνακας 5-7: Στατιστικοί Δείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N Valid	38	36	33	30	31	28
Missing	9	11	14	17	16	19
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08
Std. Deviation	46.78	46.77	58.96	51.38	113.74	40.42
Minimum	-199.59	-183.77	-277.08	-179.99	-616.54	-169.60
Maximum	35.18	93.97	27.06	29.46	41.31	22.82

Πηγή: SPSS, ROE=Return on Equity (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων), Y0-Y5=Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πιο κάτω παρατίθεται η ανάλυση του στατιστικού δείγματος σε αριθμό και ποσοστό ανά έτος. Η ανάλυση του στατιστικού δείγματος κυμαίνεται μεταξύ του 60%-81%.

Στατιστικό Δείγμα ROE

Υλοποιηθείσες εξαγορές/Δείγμα	47					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	81%	77%	70%	64%	66%	60%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Μέσος όρος (Mean): Με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση καταγράφεται ως μέσος όρος ROE σε όλα τα έτη αρνητικός δείκτης. Η πλειοψηφία των εξαγορασθεισών εταιρειών κατέγραφε αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων, όπου κατά συνέπεια μείωση ιδίων κεφαλαίων, συνεπώς μείωση αξίας μετόχων.

Διάμεσος (Median): Με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση καταγράφεται ως διάμεσος δείκτης ROE στον χρόνο εξαγορά στο ποσοστό του 1,76%. Στα έτη μετά την

εξαγορά καταγράφεται σημαντική μείωση σε όλα τα έτη στη μετά-εξαγορά εποχή από το έτος Y1-Y5. Το γεγονός ότι είναι αρνητικός ο δείκτης καταδεικνύει αρνητική απόδοση συνεπώς ζημιές, συνεπώς μείωση αξίας μετόχων.

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση για όλα τα έτη ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλη απόκλιση από τον αριθμητικό μέσο γεγονός που καταδεικνύεται και ο πολύ χαμηλός διάμεσος δείκτης.

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει στατιστική ανάλυση διάμεσου δείκτη ROE σε υπο-ανάλυση στους δύο δείκτες μέσου όρου και διάμεσου κατά τομέα (παράρτημα 12).

Πίνακας 5-8: Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROE κατά Έτος κατά Τομέα (Y1-Y5) Πενταετίας

SECTOR	Στατ. Δείγμα	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
Banking	1	1,25%	-27,18%	-33,70%	-1,76%	-30,35%	-26,55%	-23,91%	-27,18%
Construction	3	-25,08%	33,26%	3,76%	7,83%	3,27%	5,71%	10,77%	5,71%
Finance and Investment	20	7,98%	-8,10%	-1,82%	-0,98%	-9,70%	-6,93%	-5,51%	-6,93%
Hospitality, Travel & Tourism	3	1,06%	2,12%	-0,77%	1,45%	-3,70%	-3,46%	-0,87%	-0,77%
Insurance	1	N/A	-10,30%	-57,47%	-179,99%	11,82%	13,00%	-44,59	-10,30
Manufacturing	1	-10,34%	-2,72%	3,45%	5,89%	-13,50%	-17,13%	-4,80%	-2,72%
Media*	1	28,27%	9,41%	-27,81%	-91,11%	-151,54%	N/A	-65,26%	-59,46%
Retail	1	9,82%	18,47%	9,71%	4,38%	3,35%	2,96%	7,78%	4,38%
Service	5	-2,25%	-2,84%	-3,04%	-4,02%	-8,48%	-2,70%	-4,22%	-3,04%
Technology	1	-160,26%	15,75%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trade	10	8,36%	-4,64%	-9,27%	-41,64%	-22,34%	-13,45%	-18,27%	-13,45%

Πηγή: Excel, *ο μέσος όρος (mean) υπολογίστηκε για 4 έτη, N/A(non applicable) μη επαρκή δεδομένα, Y0-Y5= Έτος εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Mean Y1-Y5=μέσος όρος πρώτου έτους μετά την εξαγορά μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, Median Y1-Y5= διάμεσος δείκτης πρώτου έτους μετά εξαγοράς μέχρι πέμπτο έτος μετά την εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.3.2.1 Συνοπτικά Αποτελέσματα Διάμεσου Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

- Με βάση το εξεταζόμενο δείγμα ως πιο πάνω οι πλείστες εξαγορασθείσες εταιρείες δεν πέτυχαν αύξηση του διάμεσου δείκτη ως προς τον μέσο όρο απόδοσης ROE, ενώ αντιθέτως πέτυχαν μείωση του δείκτη όπου συνεπάγεται καταγραφή ζημιών και κατ' επέκταση μείωση αξίας μετόχων.
- Όσον αφορά τον διάμεσο δείκτη του διάμεσου πενταετίας είναι αντιγραφική του τι λήχθηκε για τον διάμεσο του μέσου όρου, όπου οι πλείστες εξαγορασθείσες εταιρείες δεν πέτυχαν αύξηση του διάμεσου δείκτη απόδοσης ROE, ενώ αντιθέτως πέτυχαν μείωση του δείκτη όπου συνεπάγεται καταγραφή ζημιών και κατ' επέκταση μείωση αξίας μετόχων

- Ο δείκτης τυπικής απόκλισης καταγράφει τη μεγάλη απόκλιση από τον μέσο όρο, εξού και η αρνητική πορεία του διάμεσου δείκτη.
- Στους στατιστικούς δείκτες μίνιμουμ καταγράφονται πολύ μεγάλοι δείκτες σε αντίθεση με τους δείκτες μάξιμουμ όπου είναι πολύ μικρότεροι. Εξού και οι αρνητικοί δείκτες στον μέσο όρο και διάμεσο.
- Η παρουσίαση στατιστικής του διάμεσου δείκτη ROE ανά βιομηχανία καταγράφεται η θετική πορεία του δείκτη στις Κατασκευές (Construction) και Λιανική Πώληση (Retail), σε αντίθεση με τις υπόλοιπες κατηγορίες όπου ο δείκτης ήταν αρνητικός με ιδιαίτερη μνεία στις κατηγορίες Χρηματοοικονομικών/Επένδυσης (Finance & Investment) και Εμπορίου (Trade) όπου αποτελούν την πλειοψηφία των εξαγορών. Εξού και ο μέσος όρος πενταετίας (Y1-Y5) μόνο σε αυτούς τους τομείς σημείωσε θετικό πρόσημο σε αντίθεση με τους άλλους τομείς όπου ο δείκτης ήταν αρνητικός.
 - Με βάση την πιο πάνω συνοπτική εικόνα έξι τομείς είχαν θετικό πρόσημο στο έτος εξαγοράς (ROE Y0) ενώ στην πορεία απέτυχαν οι πέντε με αποτέλεσμα το αρνητικό πρόσημο σε μέσο όρο και διάμεσο (ROE Mean, Median Y1-Y5).
 - Δύο τομείς είχαν στο έτος εξαγοράς (ROE Y0) αρνητικό πρόσημο και συνέχισαν και στη μετέπειτα πορεία.
 - Αξιοσημείωτο είναι το μεγάλο αρνητικό πρόσημο του τομέα των Κατασκευών (Construction) όπου στο έτος εξαγοράς (ROE Y0) είχε αρνητικό πρόσημο **-25,08%** και στην πορεία είχε το πολύ καλό θετικό ποσοστό του 10,77% σε μέσο όρο και 5,71% στο διάμεσο δείκτη.
 - Ο τομέας της Λιανικής (Retail) είχε θετικό πρόσημο 9,82% και συνέχισε με θετικό στο 7,78% ως μέσο όρο πενταετίας και 4,38% σε διάμεσο δείκτη.
 - Ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει σύγκριση έτους εξαγοράς/Y0 σε σχέση με την πορεία μετά την εξαγορά/Y1-Y5 σε διάμεσο δείκτη. Καταγράφεται η καταστροφική πορεία όλων των κλάδων εκτός των δύο προαναφερθέντων του Κατασκευαστικού και Λιανικού Εμπορίου.

SECTOR	ROE Median Y0	ROE Median Y1-Y5
BANKING	1,25%	-27,18%
CONSTRUCTION	-25,08%	5,71%
FINANCE/INVESTMENT	7,98%	-6,93%
HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM	1,06%	-0,77%
INSURANCE	N/A	-10,30
MANUFACTURING	-10,34%	-2,72%
MEDIA	28,27%	-59,46%
RETAIL	9,82%	4,38%

SERVICE	-2,25%	-3,04%
TECHNOLOGY	-160,26%	N/A
TRADE	8,36%	-13,45%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συμπερασματική σύνοψη αποτελεσμάτων αποτίμησης Εξαρτημένης Μεταβλητής

Με βάση τις πιο πάνω αναλύσεις εξάγονται τα πιο κάτω συνοπτικά συμπεράσματα ως προς τους δείκτες απόδοσης ROA και ROE.

- Ο δείκτης απόδοσης ROA κατέγραψε μετά την εξαγορά αρνητική πορεία γεγονός το οποίο καταδεικνύει μείωσης αξίας μετόχων.
- Ο δείκτης απόδοσης ROE κατέγραψε μετά την εξαγορά αρνητική πορεία γεγονός το οποίο καταδεικνύει μείωσης αξίας μετόχων.

5.4 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης και Ελέγχου) - Pearson correlation coefficient

Πιο κάτω παρατίθεται σε συνοπτικό πίνακα τα αποτελέσματα του τεστ συσχέτισης (Pearson correlation) όλων των μεταβλητών (εξαρτημένων και ελέγχου) στα έτη Y0-Y5 (παράρτημα 13):

Πίνακας 5-9: Συσχέτιση Μεταβλητών Pearson Correlations στα έτη Y0-Y5 (Εξαρτημένης και Ελέγχου)

		ROA	ROE	CR	DR	RE	NP	OP
Y0	Pearson Correlation	1	.623**	-.227	-.312	.222	-.426*	.159
	N	38	38	34	31	37	35	32
Y1	Pearson Correlation	1	.794**	.016	.034	.281	.127	.130
	N	35	35	27	27	32	35	27
Y2	Pearson Correlation	1	.616**	-.023	.294	.100	.194	-.046
	N	33	33	25	26	29	32	28
Y3	Pearson Correlation	1	.734**	.267	.426	.014	.099	.240
	N	31	30	21	20	22	26	26
Y4	Pearson Correlation	1	.028	.071	.072	-.046	-.046	-.712**
	N	31	31	18	18	23	24	25
Y5	Pearson Correlation	1	.857**	.322	-.773**	-.043	.029	.108
	N	26	25	14	15	19	17	19

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Οι πιο πάνω συσχετίσεις εφαρμόστηκαν στην παρούσα έρευνα με στόχο να διερευνηθεί η συσχέτιση των συγκεκριμένων μεταβλητών, εξαρτημένης και ελέγχου. Συνεπώς, ο εντοπισμός αλληλεπίδρασης των μεταβλητών μπορεί να οδηγήσει σε συμπεράσματα σε συνδυασμό με τις άλλες μεθόδους οι οποίες εφαρμόστηκαν στην παρούσα έρευνα όπως η μέθοδος αποτίμησης ρίσκου αποτυχίας διαμέσου της εφαρμογής του Μοντέλου Altman Z Score και της ολιστικής μεθόδου αποτίμησης του Μοντέλου Altman Z

Score ως προς τον εντοπισμό στο ποιοι δείκτες επηρεάζουν και καθοδηγούν είτε θετικά είτε αρνητικά τον δείκτη Z Score. Συνεπώς η πιο πάνω εφαρμογή συσχέτισης Pearson Correlation αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της πολλαπλής εφαρμογής αποτίμησης των εξαγορών.

5.4.1.Συνοπτικό Συμπέρασμα

- **Στατιστική Συσχέτιση ROA και ROE**
 - Καταγράφεται **εξαιρετικά δυνατή σχέση** Pearson Correlation >0.81 , στο έτος Y5, και δυνατή σχέση 0.61–0.80 στα έτη Y0 έως Y3.
- **Στατιστική Συσχέτιση ROA και NP**
 - Καταγράφεται **μέτρια αρνητική σχέση** Pearson Correlation 0.4-0.60 στο έτος Y0.
- **Στατιστική Συσχέτιση ROA και OP**
 - Καταγράφεται **δυνατή αρνητική σχέση** Pearson Correlation 0.6-0.80 στο έτος Y4.
- **Στατιστική Συσχέτιση ROA και DR**
 - Καταγράφεται **δυνατή αρνητική σχέση** Pearson Correlation 0.6-0.80 στο έτος Y5. Όμως επί της λογιστικής ερμηνείας και ουσιαστικής συσχέτισης του δείκτη ROA σε σχέση με τον δείκτη χρέους, η θετική συσχέτιση επιτυγχάνεται με την αρνητική στατιστική σημαντικότητα, γιατί όταν δείκτης ROA αυξάνεται ο δείκτης χρέους μειώνεται και αντίστροφα.

Σύμφωνα με την πιο πάνω στατιστική ανάλυση συσχέτισης Pearson Correlation r , καταγράφεται η δυνατή συσχέτιση μεταξύ των δεικτών ROA/ROE στα πέντε από τα έξι έτη και οι μεμονωμένες συσχετίσεις σε ένα από τα έξι έτη ανά ζεύγη δεικτών: ROA/NP, ROA/OP και ROA/DR

5.4.2 Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητών Ελέγχου Συνολικού Ενεργητικού (TA) και Πάγιου Ενεργητικού (FA) σε Επίπεδο Δείκτη Μέσου όρου

Ο Soultan (2014) στην έρευνα του χρησιμοποίησε τις μεταβλητές του Ενεργητικού σε σχέση με τους δείκτες απόδοσης ROA και ROE όπως και άλλοι ερευνητές τους οποίους κατέγραψαν στην έρευνα τους οι Yanan et al. (2016). Πιο κάτω παρατίθενται σε συνοπτικό πίνακα τα αποτελέσματα του τεστ συσχέτισης (Pearson correlation) των μεταβλητών ROA, TA, και FA σε δείκτη μέσου όρου στην περίοδο Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί σωρευτική συγκρισιμότητα για όλα τα έτη ROE vs TA και FA:

Πίνακας 5-10: Συσχέτιση Μεταβλητών Pearson Correlations ROA, TA και FA Μέσου όρου των Ετών Y0-Y5

		ROA	TA	FA
ROA	Pearson Correlation	1	-.455	-.598
	N	6	6	6
TA	Pearson Correlation	-.455	1	.974**
	N	6	6	6
FA	Pearson Correlation	-.598	.974**	1
	N	6	6	6

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Πηγή: SPSS (παράρτημα 9,10,11) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ορολογίες: ROA MEAN = Return on Assets (Απόδοση Ενεργητικού) Μέσος όρος, TA MEAN = TOTAL ASSETS (Συνολικό Ενεργητικό) Μέσος όρος, FA MEAN = Fixed Assets (Πάγιο Ενεργητικό) Μέσος όρος

5.4.2.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

- **Στατιστική Συσχέτιση ROA και TA**
 - Καταγράφεται αρνητική μέτρια σχέση Pearson Correlation στο δείκτη **-.455** που ανήκει στην κατηγορία 0.40–0.60. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει την αναποτελεσματική χρήση των στοιχείων του Συνολικού Ενεργητικού εξού και οι αρνητικοί δείκτες ROA.
- **Στατιστική Συσχέτιση ROA και FA**
 - Καταγράφεται αρνητική μέτρια σχέση Pearson Correlation στο δείκτη **-.598** που ανήκει στην κατηγορία 0.40–0.60. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει την αναποτελεσματική χρήση των στοιχείων του Πάγιου Ενεργητικού, εξού και οι αρνητικοί δείκτες ROA.
- **Στατιστική Συσχέτιση TA και FA**
 - Η καταγραφή της εξαιρετικής δυνατής σχέσης μεταξύ TA και FA είναι αυτονόητη λόγω της πλήρους συνδεσιμότητας γιατί το Πάγιο Ενεργητικό (FA) είναι μέρος του Συνολικού Ενεργητικού (TA).

5.4.3 Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Εξαρτημένης Μεταβλητής ROE και Μεταβλητών Ελέγχου Συνολικού Ενεργητικού (TA) και Πάγιου Ενεργητικού (FA) σε Επίπεδο Δείκτη Μέσου όρου

Πιο κάτω παρατίθενται σε συνοπτικό πίνακα τα αποτελέσματα του τεστ συσχέτισης (Pearson correlation) των μεταβλητών ROE, TA, και FA σε δείκτη μέσου όρου στην περίοδο Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί σωρευτική συγκρισιμότητα για όλα τα έτη ROE vs TA και FA:

Πίνακας 5-11: Συσχέτιση Μεταβλητών Pearson Correlations ROE, TA και FA Μέσου όρου των Ετών Y0-Y5

		ROE	TA	FA
ROE	Pearson Correlation	1	-.735	-.852*
	N	6	6	6
TA	Pearson Correlation	-.735	1	.973**
	N	6	6	6
FA	Pearson Correlation	-.852*	.973**	1
	N	6	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ορολογίες: ROE MEAN = Return on Equity (Απόδοση Συμφέρων Μετόχων) Μέσος όρος, TA MEAN = TOTAL ASSETS (Συνολικό Ενεργητικό) Μέσος όρος, FA MEAN = Fixed Assets (Πάγιο Ενεργητικό) Μέσος όρος

5.4.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

- **Στατιστική Συσχέτιση ROE και TA**
 - Καταγράφεται δυνατή αρνητική σχέση Pearson Correlation στο δείκτη **-.735** που ανήκει στην κατηγορία 0.61–0.80. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει την αναποτελεσματική χρήση των στοιχείων του Συνολικού Ενεργητικού εξού και οι αρνητικοί δείκτες ROE.
- **Στατιστική Συσχέτιση ROE και FA**
 - Καταγράφεται εξαιρετικά αρνητική σχέση Pearson Correlation στο δείκτη **-.852** που ανήκει στην κατηγορία >0.81. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει την αναποτελεσματική χρήση των στοιχείων του Πάγιου Ενεργητικού, εξού και οι αρνητικοί δείκτες ROE.
- **Στατιστική Συσχέτιση TA και FA**
 - Η καταγραφή της εξαιρετικής δυνατής σχέσης με δείκτη **.973** μεταξύ TA και FA είναι αυτονόητη λόγω της πλήρους συνδεσιμότητας γιατί το Πάγιο Ενεργητικό (FA) είναι μέρος του Συνολικού Ενεργητικού (TA).

5.4.4 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης ROA και Ελέγχου CR, DR, OP, NP, REA, FA) – Regression Linear

Οι Χαλικίας κ.α. (2015) στη βιβλιογραφία τους καταγράφουν ότι η εφαρμογή της παλινδρόμησης έχει στόχο «...να βρεθεί η μαθηματική σχέση που συνδέει τις παρατηρήσεις δύο μεταβλητών». Περαιτέρω καταδεικνύουν ότι «... ο συντελεστής συσχέτισης μας δείχνει

το αν και κατά πόσο δύο μεταβλητές σχετίζονται, χωρίς όμως να μας παρέχει τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλονται οι τιμές της μιας σε σχέση με τις τιμές της άλλης» (Shahid and Akram, 2016)

Η ερμηνεία βασικών δεικτών R, R Square, Adjusted R square και F change , είναι η ακόλουθη (Analysis INN, 2020):

R: Το R σε μια ανάλυση παλινδρόμησης ονομάζεται συντελεστής συσχέτισης και ορίζεται ως η συσχέτιση ή η σχέση μεταξύ μιας ανεξάρτητης και μιας εξαρτημένης μεταβλητής (Dhakal, 2018). Κυμαίνεται από -1 έως +1. Μια τιμή R -1 και +1 δείχνει αντίστοιχα μια τέλεια αρνητική και θετική σχέση μεταξύ της ανεξάρτητης και της εξαρτημένης μεταβλητής. Έτσι, μια τιμή R 0 δείχνει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ αυτών των μεταβλητών. Έτσι, ανάλογα με τη μελέτη σας, όσο υψηλότερη είναι η τιμή R, δηλαδή πιο κοντά στο -1 ή +1, τόσο καλύτερη είναι η σχέση. Τις περισσότερες φορές, εκφράζεται σε ποσοστά.

R Square: Είναι επίσης γνωστός ως ο συντελεστής προσδιορισμού εξηγεί τις διακυμάνσεις της εξαρτημένης μεταβλητής που υπολογίζονται από την ανεξάρτητη μεταβλητή (Dhakal, 2018). Κυμαίνεται από 0 έως 1, αλλά συνήθως εκφράζεται ως ποσοστό κατά τη διάρκεια της διερμηνείας και λαμβάνεται με τετραγωνισμό της τιμής R (R^2) που περιγράφεται παραπάνω.

Adjusted R Square: Υποθέτοντας ότι χρειάζεστε υψηλότερη τετραγωνική τιμή R, μπορείτε απλά να αυξήσετε τον αριθμό των ανεξάρτητων μεταβλητών στο μοντέλο σας (Dhakal, 2018). Με άλλα λόγια, το τετράγωνο R αυξάνεται με αύξηση του αριθμού των ανεξάρτητων μεταβλητών. Στην παρούσα έρευνα λόγο του ότι διενεργήθηκε συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής ROA με μίαν έκαστην μεταβλητή ελέγχου δεν λαμβάνεται υπόψη η εν λόγο τιμή.

F Change: Μια αλλαγή F είναι μια δοκιμή που βασίζεται σε δοκιμή F που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της σημασίας μιας αλλαγής τετραγώνου R. Μια σημαντική αλλαγή F υποδηλώνει ότι η μεταβλητή που προστέθηκε βελτιώνει σημαντικά την πρόβλεψη του μοντέλου. Στην παρούσα έρευνα λόγο του ότι διενεργήθηκε συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής ROA με μίαν έκαστην μεταβλητή ελέγχου δεν λαμβάνεται υπόψη η εν λόγο τιμή. Ο Dhakal (2018) καταγράφει ότι η στατιστική σημαντικότητα του μοντέλου δείχνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές προβλέπουν την στατιστική σημαντικότητα όταν η τιμή F είναι $p (.001) < .05$ (δηλαδή, το μοντέλο παλινδρόμησης είναι μια καλή εφαρμογή των δεδομένων). Στην παρούσα έρευνα η σημαντικότητα πρόβλεψης συσχέτισης Sig. F Change όταν είναι κάτω από <0.05 καταδεικνύεται η στατιστική σημαντικότητα.

Standard error/τυπικό σφάλμα: περεταίρω ο Dhakal (2018) καταγράφει τον ορισμό του standard error/τυπικό σφάλμα (std. error), μιας προσαρμογής μοντέλου είναι ένα μέτρο της ακρίβειας του μοντέλου. Δείχνει πόσο λάθος θα μπορούσε να είναι κάποιος αν χρησιμοποιούσε το μοντέλο παλινδρόμησης για να κάνει προβλέψεις ή για να εκτιμήσει την εξαρτημένη μεταβλητή ή μεταβλητή ενδιαφέροντος. Καθώς αυξάνεται το R^2 , το τυπικό σφάλμα θα μειώνεται.

Πιο κάτω παρατίθενται τα αποτελέσματα στατιστικής συσχέτισης (regression linear) της εξαρτημένης μεταβλητής ROA σε συσχέτιση με τις μεταβλητές ελέγχου CR, DR, FA, TA, REA, OP, και NP σε δείκτη μέσου όρου στην περίοδο Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί το ποσοστό διακύμανσης (παράρτημα 23):

Στατιστικές Παλινδρόμησης / Regression Analysis ROA vs CR,DR,FA,OP,NP,REA
ROA-CR

Model Summary ^b									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.715 ^a	.512	.390	2.03399	.512	4.195	1	4	.110
a. Predictors: (Constant), CR									

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ROA-DR

Model Summary ^b									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.309 ^a	.096	-.131	2.76883	.096	.422	1	4	.551
a. Predictors: (Constant), DR									

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ROA - FA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.531 ^a	.282	.102	1.46146	.282	1.569	1	4	.279
a. Predictors: (Constant), FA									

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ROA-TA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change

1	.303 ^a	.092	-.135	2.21728	.092	.404	1	4	.560
---	-------------------	------	-------	---------	------	------	---	---	------

a. Predictors: (Constant), TA

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ROA - REA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.368 ^a	.135	-.081	1.60362	.135	.625	1	4	.473

a. Predictors: (Constant), REA

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ROA - OP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.717 ^a	.513	.392	1.20291	.513	4.220	1	4	.109

a. Predictors: (Constant), OP

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

ROA - NP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.884 ^a	.781	.726	.80776	.781	14.230	1	4	.020

a. Predictors: (Constant), NP

Πηγή: SPSS (Παράρτημα 9,10,12) - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πιο κάτω παρατίθενται σε συνοπτικό πίνακα τα αποτελέσματα του τεστ συσχέτισης σε εφαρμογή γραμμικής παλινδρόμησης/regression linear της εξαρτημένης μεταβλητής ROA και εκάστης μεταβλητής ελέγχου CR, DR, OP, NP, REA, και FA σε δείκτη διάμεσου της περιόδου Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί το ποσοστό διακύμανσης του ROA σε σχέση με τους δείκτες CR, DR, OP, NP, REA, και FA:

Πίνακας 5-12: Συσχέτιση Διακύμανσης Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητών Ελέγχου CR,DR,OP,NP,REA, και FA διάμεσου δείκτη των Ετών Y0-Y5

Σύνοψη Regression Analysis			
Predictors	ROA/Dependent Variable R Square	Ποσοστό Διακύμανσης R Square in %	Στατιστική Σημαντικότητα Sig. p<0,05
CR	0.512	51,2%	p>0.110
DR	0.096	9,6%	p>0.551
FA	0.282	28,2%	p>0.279

TA	0.092	9,2%	$p > 0.560$
OP	0.513	51,3%	$p > 0.109$
NP	0.781	78,1%	$p < 0.02$
REA	0.135	13,5%	$P > 0.473$
Πηγή SPPS, ανάλυση του συγγραφέα, Παράρτημα 23			

Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Στον πιο πάνω πίνακα συσχέτισης διακύμανσης εξαρτημένης μεταβλητής ROA ο δείκτης R -square εκφράζει το ποσοστό διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής ROA το οποίο ερμηνεύεται από τη διακύμανση των τιμών των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, OP, NP, REA, TA και FA όπου στην πιο πάνω περίπτωση κατά ποσοστό 78,1% η διακύμανση της απόδοσης ROA ερμηνεύεται από την διακύμανση του NP, κατά ποσοστό 51,3% ερμηνεύεται από τη διακύμανση του OP και , κατά ποσοστό 51,2% ερμηνεύεται από την διακύμανση του CR. Σημαντικό να αναφερθεί ότι οι δείκτες OP και NP είναι έμμεσα ή άμεσα μέρος της εξίσωσης του ROA γι' αυτό και καταγράφεται λογικά η υψηλή συσχέτισης διακύμανσης ($ROA = \text{Net Income} / \text{Total Assets}$). Γι' αυτό ο δείκτης CR από τις πέντε μεταβλητές CR, DR, TA, FA, και REA που δεν αποτελούν μέρος της εξίσωσης του δείκτη ROA καταγράφει την πιο υψηλή επίδραση διακύμανσης με ποσοστό 51,2% στον ROA. Η στατιστική σημαντικότητα καταγράφεται μόνον σε μία συσχέτιση ROA/NP όπου η τιμή p είναι κάτω από το αποδεχτό σημείο του < 0.05 σε < 0.02 . Το τυπικό σφάλμα είναι πάνω από την μονάδα > 1 , εκτός από την συσχέτιση ROA/NP όπου είναι κάτω από την μονάδα < 1 , όπου αυτό είναι συνεπακόλουθο της υψηλής συσχέτισης και διακύμανσης της τιμής R, R square, Adjusted R square.

5.4.5 Στατιστική Συσχέτιση Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA και Μεταβλητών Ελέγχου σε Επίπεδο Διάμεσου Δείκτη

Αρκετοί ερευνητές υιοθέτησαν τη μέθοδο σύγκρισης αποτελεσμάτων προς εντοπισμό αλληλεπιδράσεων μεταξύ όλων των εξεταζόμενων μεταβλητών όπως εξαρτημένης μεταβλητής και μεταβλητών ελέγχου (κεφάλαιο 4), όπου καταγράφονται στον Πίνακα που ακολουθεί με στόχο την εξαγωγή συμπερασμάτων. Συνεπώς και στην παρούσα έρευνα διενεργείται αυτή η στατιστική συσχέτιση η οποία αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της έρευνας.

Πιο κάτω παρατίθενται συγκριτικοί πίνακες της εξαρτημένης μεταβλητής ROE σε σύγκριση με την κάθε μεταβλητή ελέγχου, δεδομένα τα οποία εξήχθησαν με βάση τις πιο πάνω προαναφερόμενες αναλύσεις (Πηγή: Έρευνα και ανάλυση του συγγραφέα):

Στατιστικοί Δείκτες ROA σε % και NP/(NL) σε €						
	ROA Y0	ROA Y1	ROA Y2	ROA Y3	ROA Y4	ROA Y5
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52
	NP Y0	NP Y1	NP Y2	NP Y3	NP Y4	NP Y5
Mean	2.484.018	39.909	-417.117	-1.032.636	-1.281.741	-3.085.211
Median	177.945	-34.302	-244.957	-156.902	-255.886	-268.131

Στατιστικοί Δείκτες ROA σε % και OP σε €						
	ROA Y0	ROA Y1	ROA Y2	ROA Y3	ROA Y4	ROA Y5
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52
	OP Y0	OP Y1	OP Y2	OP Y3	OP Y4	OP Y5
Mean	3.854.206	1.163.761	1.715.701	762.495	874.178	986.008
Median	668.812	151.348	103.698	7.650	61.042	312.744

Στατιστικοί Δείκτες ROA σε % και RE/(RL) σε €						
	ROA Y0	ROA Y1	ROA Y2	ROA Y3	ROA Y4	ROA Y5
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52
	RE Y0	RE Y1	RE Y2	RE Y3	RE Y4	RL Y5
Mean	6.597.232	8.318.774	7.767.763	9.097.802	7.984.535	9.324.531
Median	759.060	1.226.555	433.583	1.673.182	16.995	-181.436

Στατιστικοί Δείκτες ROA σε % και CR σε Φορές (Times)						
	ROA Y0	ROA Y1	ROA Y2	ROA Y3	ROA Y4	ROA Y5
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52
	CR Y0	CR Y1	CR Y2	CR Y3	CR Y4	CR Y5
Mean	14.95	20.82	10.23	14.13	7.48	7.70
Median	1.90	1.96	1.17	1.73	1.02	1.27

Στατιστικοί Δείκτες ROA σε % και DR σε %						
	ROA Y0	ROA Y1	ROA Y2	ROA Y3	ROA Y4	ROA Y5
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52
	DR Y0	DR Y1	DR Y2	DR Y3	DR Y4	DR Y5
Mean	46.47	37.60	45.32	47.07	784.25	58.19
Median	38.50	34.00	36.00	40.00	48.50	47.50

5.4.5.1 Συμπερασματική Σύνοψη Αποτελεσμάτων σύγκρισης ROA σε σχέση με NP/(NL), OP, RE/(RL), CR και DR

- ο **ROA και NP/(NL)**: Στο έτος εξαγοράς (Y0) οι πλείστες εταιρείες παρουσίασαν διάμεσο δείκτη ROA και NP/(NL) θετικό, αντιθέτως στα πέντε έτη (Y1-Y5) μετά την εξαγορά παρουσίασαν και στους δύο δείκτες αρνητικά πρόσημα. Αυτό το

γεγονός καταγράφει την καταστροφική πορεία των πλείστων εξαγορών. Συνεπώς, με βάση το αποτέλεσμα συμπεραίνεται ότι εταιρείες που πραγματοποιούν καθαρές ζημιές οδηγούνται σε αρνητικό δείκτη ROA, εξού και η φόρμουλα $ROA = \text{Net Income} / \text{Total Assets}$, όπου όταν το Net Income (NP) είναι αρνητικό τότε και η απόδοση ROA είναι αρνητική.

- **ROA και OP:** Στο έτος εξαγοράς (Y0) καταγράφεται διάμεσος δείκτης OP στις €668.812 και ROA 3,49%. Στα επόμενα έτη (Y1-Y5) καταγράφονται αρνητικοί δείκτες ROA σε αντίθεση με OP (λειτουργικά κέρδη). Συμπεραίνεται ότι τα λειτουργικά κέρδη στις πλείστες εταιρείες ήταν χαμηλά και το χρηματοδοτικό κόστος που ακολουθούσε τα μετέτρεπε σε ζημιές εξού και καθαρές ζημιές σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά.
- **ROA και RE/(RL):** Με βάση τα αποτελέσματα στο έτος εξαγοράς ο διάμεσος δείκτης κατέγραψε RE €759.060 και ROA 3,49% ενώ στο πέμπτο έτος μετά την εξαγορά κατεγράφησαν RE **-€181.436** και ROA **-1.52%**. Αυτό το γεγονός καταγράφει τη συνεχή συσσώρευση ζημιών που στην πορεία των πέντε ετών κατέληξε σε αρνητικό πρόσημο.
- **ROA και CR:** Στο πρώτο έτος εξαγοράς ο δείκτης CR είναι στο 1,90 (<2:1 μικρότερο δείκτη ασφαλείας του 2:1) και ROA 3,49%. Στα επόμενα έτη (Y1-Y5) καταγράφονται αρνητικοί δείκτες ROA και χαμηλοί δείκτες CR (<2:1 μικρότερο δείκτη ασφαλείας του 2:1). Συνεπώς καταγράφεται η σύνδεση ROA και CR και στα πέντε έτη μετά την εξαγορά, όπου χαμηλός δείκτης CR οδηγεί σε χαμηλή και/η αρνητικό δείκτη ROA. Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.
- **ROA και DR:** Η συσχέτιση είναι πολύ χαμηλή γιατί μόνο στα έτη Y4 και Y5 επαληθεύεται όπου υψηλός δείκτης DR 59% και 48%, δηλαδή πάνω από το όριο ασφαλείας του 40% οδηγεί σε αρνητικό ROA. Στα έτη Y1,Y2,Y3 ενώ ο δείκτης DR είναι κάτω από το όριο ασφαλείας ο ROA είναι αρνητικός. Στο έτος Y0 ο DR είναι χαμηλός και ο ROA θετικός στο 3,49%. Συνεπώς η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33% (έτη Y4,Y5).

5.4.6 Στατιστική Συσχέτιση Εξαρτημένης Μεταβλητής ROE και Μεταβλητών Ελέγχου σε Επίπεδο Διάμεσου Δείκτη

Πιο κάτω παρατίθενται συγκριτικοί πίνακες της εξαρτημένης μεταβλητής ROE σε σύγκριση με την κάθε μεταβλητή ελέγχου, δεδομένα τα οποία εξήχθησαν με βάση τις πιο πάνω προαναφερόμενες αναλύσεις (Πηγή: Έρευνα και ανάλυση του συγγραφέα):

Στατιστικοί Δείκτες ROE σε % και NP/(NL) σε €						
	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08
	NP Y0	NP Y1	NP Y2	NP Y3	NP Y4	NP Y5
Mean	2.484.018	39.909	-417.117	-1.032.636	-1.281.741	-3.085.211
Median	177.945	-34.302	-244.957	-156.902	-255.886	-268.131

Στατιστικοί Δείκτες ROE σε % και OP/(OL) σε €						
	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08
	OP Y0	OP Y1	OP Y2	OP Y3	OP Y4	OP Y5
Mean	3.854.206	1.163.761	1.715.701	762.495	874.178	986.008
Median	668.812	151.348	103.698	7.650	61.042	312.744
Στατιστικοί Δείκτες ROE σε % και RE/(RL) σε €						
	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08
	RE Y0	RE Y1	RE Y2	RE Y3	RE Y4	RL Y5
Mean	6.597.232	8.318.774	7.767.763	9.097.802	7.984.535	9.324.531
Median	759.060	1.226.555	433.583	1.673.182	16.995	-181.436

Στατιστικοί Δείκτες ROE σε % και CR σε Φορές (Times)						
	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08
	CR Y0	CR Y1	CR Y2	CR Y3	CR Y4	CR Y5
Mean	14.95	20.82	10.23	14.13	7.48	7.70
Median	1.90	1.96	1.17	1.73	1.02	1.27

Στατιστικοί Δείκτες ROE σε % και DR σε %						
	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08
	DR Y0	DR Y1	DR Y2	DR Y3	DR Y4	DR Y5
Mean	46.47	37.60	45.32	47.07	784.25	58.19
Median	38.50	34.00	36.00	40.00	48.50	47.50

5.4.6.1 Συμπερασματική Σύνοψη Αποτελεσμάτων σύγκρισης ROE σε σχέση με NP/(NL), OP, RE/(RL), CR και DR

- ROE και NP/(NL): Στο έτος εξαγοράς οι πλείστες εταιρείες παρουσίασαν διάμεσο δείκτη ROE και NP/(NL) θετικό, αντιθέτως στα πέντε έτη μετά την εξαγορά παρουσίασαν και στους δύο δείκτες αρνητικά πρόσημα. Συνεπώς, με βάση το αποτέλεσμα συμπεραίνεται ότι εταιρείες που πραγματοποιούν καθαρές ζημιές

οδηγούνται σε αρνητικό δείκτη ROE, εξού και η φόρμουλα $ROE = \text{Net Income} / \text{Equity}$, όπου όταν το Net Income (NP) είναι αρνητικό τότε η απόδοση ROE είναι αρνητική.

- **ROE και OP:** Στο έτος εξαγοράς καταγράφεται διάμεσος δείκτης OP στις €668.812 και ROE 1,76%. Στα επόμενα έτη καταγράφονται αρνητικοί δείκτες ROE σε αντίθεση με OP (λειτουργικά κέρδη) τα οποία κατέγραψαν καθοδική πορεία (μειώθηκαν). Συμπεραίνεται ότι τα λειτουργικά κέρδη στις πλείστες εταιρείες ήταν χαμηλά και το χρηματοδοτικό κόστος που ακολουθούσε τα μετέτρεπε σε ζημιές εξού και καθαρές ζημιές σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά.
- **ROE και RE/(RL):** Με βάση τα αποτελέσματα στο έτος εξαγοράς (Y0) ο διάμεσος δείκτης κατέγραψε RE €759.060 και ROE 1.76% ενώ στο πέμπτο έτος (Y5) μετά την εξαγορά κατεγράφησαν RE **-€181.436** και ROE **-3.08%**. Αυτό το γεγονός υποδηλοί τη συνεχή συσσώρευση ζημιών που στην πορεία των πέντε ετών κατέληξε σε αρνητικό πρόσημο.
- **ROE και CR:** Στο πρώτο έτος εξαγοράς ο δείκτης CR είναι στο 1,90 (<2:1 μικρότερο δείκτη ασφαλείας του 2:1) και ROE 1.76%. Στα επόμενα έτη (Y1-Y5) καταγράφονται αρνητικοί δείκτες ROE και χαμηλοί δείκτες CR (<2:1 μικρότερο δείκτη ασφαλείας του 2:1). Συνεπώς καταγράφεται η σύνδεση ROE και CR και στα πέντε έτη μετά την εξαγορά όπου χαμηλός δείκτης CR οδηγεί σε χαμηλή και/η αρνητικό δείκτη ROE. Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.
- **ROE και DR:** Η συσχέτιση είναι πολύ χαμηλή γιατί μόνο στα έτη Y4 και Y5 επαληθεύεται με υψηλό δείκτη DR 59% και 48%, δηλαδή πάνω από το όριο ασφαλείας του 40% οδηγεί σε αρνητικό ROE. Στα έτη Y1,Y2,Y3 ενώ ο δείκτης DR είναι κάτω από το όριο ασφαλείας ο ROA είναι αρνητικός. Στο έτος Y0 ο DR είναι χαμηλός και ο ROE θετικός στο 1,76%. Συνεπώς η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33% (έτη Y4,Y5).

5.4.6.2 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών (Εξαρτημένης ROE και Ελέγχου CR, DR, OP, NP, REA, FA) – Regression Linear

Οι Χαλικιάς κ.α. (2015) στη βιβλιογραφία τους καταγράφουν ότι η εφαρμογή της παλινδρόμησης έχει στόχο «...να βρεθεί η μαθηματική σχέση που συνδέει τις παρατηρήσεις δύο μεταβλητών». Περαιτέρω καταδυνκνύουν ότι «... ο συντελεστής συσχέτισης μας δείχνει το αν και κατά πόσο δύο μεταβλητές σχετίζονται, χωρίς όμως να μας παρέχει τον τρόπο με

τον οποίο μεταβάλλονται οι τιμές της μιας σε σχέση με τις τιμές της άλλης». Οι επεξηγήσεις των τιμών R, R², Adjusted R Square και Sig. F Change, έχουν επεξηγηθεί στην πιο πάνω υποπαράγραφο 5.4.4-.

Πιο κάτω παρατίθενται τα αποτελέσματα στατιστικής συσχέτισης (regression linear) της εξαρτημένης μεταβλητής ROE σε συσχέτιση με τις μεταβλητές ελέγχου CR, DR, FA, TA, REA, OP, και NP σε δείκτη μέσου όρου στην περίοδο Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί το ποσοστό διακύμανσης (παράρτημα 23):

Στατιστικές Παλινδρόμησης / Regression Analysis ROE vs CR,DR,FA,OP,NP,REA
ROE-CR

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.683 ^a	.467	.334	1.83852	.467	3.503	1	4	.135
a. Predictors: (Constant), CR									

ROE-DR

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.467 ^a	.218	.023	2.22636	.218	1.117	1	4	.350
a. Predictors: (Constant), DR									

ROE - NP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.814 ^a	.663	.579	1.46095	.663	7.883	1	4	.048
a. Predictors: (Constant), NP									

ROE - OP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.699 ^a	.489	.361	1.80014	.489	3.827	1	4	.122
a. Predictors: (Constant), OP									

ROE - REA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.471 ^a	.222	.028	2.22090	.222	1.142	1	4	.345

a. Predictors: (Constant), REA									
ROE - FA									
Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.457 ^a	.208	.011	2.24032	.208	1.053	1	4	.363
a. Predictors: (Constant), FA									
ROE - TA									
Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.237 ^a	.056	-.180	2.44621	.056	.238	1	4	.651
a. Predictors: (Constant), TA									

Πιο κάτω παρατίθενται σε συνοπτικό πίνακα τα αποτελέσματα του τεστ συσχέτισης σε εφαρμογή γραμμικής παλινδρόμησης/regression linear της εξαρτημένης μεταβλητής ROE και εκάστης μεταβλητής ελέγχου CR, DR, OP, NP, REA, και FA σε δείκτη διάμεσου της περιόδου Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί το ποσοστό διακύμανσης του ROA σε σχέση με τους δείκτες CR, DR, OP, NP, REA, και FA:

Πίνακας 5-13: Συσχέτιση Διακύμανσης Εξαρτημένης Μεταβλητής ROE και Μεταβλητών Ελέγχου CR,DR,OP,NP,REA, και FA διάμεσου δείκτη των Ετών Y0-Y5

Σύνοψη Regression Analysis			
Predictors	ROE/Dependent Variable	Ποσοστό Διακύμανσης	Στατιστική Σημαντικότητα Sig. p<0,05
CR	0.467	46,7%	p>0.135
DR	0.218	21,8%	p>0.350
FA	0.208	20,8%	p>0.363
TA	0.056	5,6%	p>0.651
OP	0.489	48,9%	p>0.122
NP	0.663	66,3%	p<0.048
REA	0.222	22,2%	p>0.345
Πηγή SPSS, Ανάλυση του συγγραφέα, Παράρτημα 23			

Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Στον πιο πάνω πίνακα συσχέτισης διακύμανσης εξαρτημένης μεταβλητής ROE ο δείκτης R -square εκφράζει το ποσοστό διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής ROE το οποίο ερμηνεύεται από τη διακύμανση των τιμών των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, OP, NP, REA, TA και FA όπου στην πιο πάνω περίπτωση κατά ποσοστό 66,3% η διακύμανση της απόδοσης ROE ερμηνεύεται από την διακύμανση του NP, κατά ποσοστό 48,9%

ερμηνεύεται από την διακύμανση του OP και , κατά ποσοστό 46,7% ερμηνεύεται από την διακύμανση του CR. Σημαντικό να αναφερθεί ότι οι δείκτες OP και NP είναι έμμεσα ή άμεσα μέρος της εξίσωσης του ROE γι' αυτό και καταγράφεται λογικά η υψηλή συσχέτισης διακύμανσης ($ROE = \text{Net Income} / \text{Common Equity}$, Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρό Κέρδος / Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο). Γι' αυτό ο δείκτης CR από τις πέντε μεταβλητές CR, DR, TA, FA, REA που δεν αποτελούν μέρος της εξίσωσης του δείκτη ROE καταγράφει την πιο υψηλή επίδραση διακύμανσης με ποσοστό 46,7% στον ROE. Η στατιστική σημαντικότητα καταγράφεται μόνον σε μία συσχέτιση ROE/NP όπου η τιμή p είναι κάτω από το αποδεχτό σημείο του <0.05 σε <0.048 . Το τυπικό σφάλμα είναι πάνω από την μονάδα >1 , σε όλες τις συσχετίσεις.

5.5 Ανάλυση Ευαισθησίας ROE Vs Ιδανικού ROE Vs Καταθετικά Επιτόκια

Με αναφορά στη διεθνή βιβλιογραφία οι Rosikah et al. (2018) κατέγραψαν στην έρευνα τους για την απόδοση δημόσιων εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Ινδονησίας (XI) ότι ο μέσος όρος του ποσοστού ROE των εγγεγραμμένων κατασκευαστικών εταιρειών στο XI κατά την περίοδο 2006 - 2010 ήταν 10,93%. Η αξία αυτή δείχνει υψηλότερο ROE από τις μεταποιητικές εταιρείες σε σύγκριση με το μέγιστο επιτόκιο τραπεζικών καταθέσεων κατά 6,46%. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει ότι οι επενδύσεις πρέπει να αποδίδουν μεγαλύτερα κέρδη σε σύγκριση με τις καταθέσεις. Συνεπώς οι πιο πάνω ερευνητές καταδεικνύουν ως βάση εκτίμησης της απόδοσης του ROE τη σύγκριση με τα καταθετικά επιτόκια.

Κατά τον Calaman (2016), αναφορικά με έρευνα του Ινστιτούτου Jensen Investment Management σε εταιρείες στην Αμερική καταγράφεται ως ικανοποιητικό ποσοστό ROE το 15%. Περαιτέρω στη διαχρονική του έρευνα πέραν των 25 ετών καταγράφεται ότι οι επενδυτές προτιμούν υψηλότερο ROE σε αντίθεση με χαμηλότερο και σταθερό ROE. Σημαντικό σημείο αναφοράς του ερευνητή είναι ότι η απόφαση δεν είναι απλώς μόνο το κέρδος αλλά χρειάζεται μελέτη και προσοχή στον τρόπο ως προς το επιχειρηματικό μοντέλο της εταιρείας, τις λειτουργίες, και τις οικονομικές αποφάσεις οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν το ROE.

Ο Ross (2015) σε αρθρογραφία του κατέδειξε ότι τα μοντέλα ανάλυσης ευαισθησίας πρέπει να υιοθετούν τα ακόλουθα κριτήρια: α) συνδυασμός κριτηρίων να καταδεικνύει με επιτυχία την απόδοση των επενδύσεων, και β) να μπορούν να εξαχθούν οι μίνιμουμ και μάξιμουμ τιμές. Περαιτέρω κατέδειξε ότι η απόδοση των επενδύσεων μπορεί να εξαρτάται

από παράγοντες όπως απόδοση μερίσματος και τιμές αξίας μετοχής στο χρηματιστήριο. Τέλος σημειώνει ότι η ανάλυση ευαισθησίας εξάγει κάποια δεδομένα μιας μεταβλητής προς λήψη αποφάσεων.

Οι Berzkalne and Zelgalve (2014) στην εμπειρική τους έρευνα σε 450 εταιρείες στην Λετονία τη περίοδο 2004 – 2012 σε διάφορους τομείς της οικονομίας όπως γεωργία και κτηνοτροφία, παραγωγή και εμπόριο, ο δείκτης ήταν ελαφρώς πάνω από το 10%. Περαιτέρω κατέγραψαν παράγοντες που επηρεάζουν τον δείκτη ROE όπως σε περιόδους κρίσεων και τη συσχέτιση του δείκτη ROE σε σχέση με τον δείκτη χρέους (DR)

Στην παρούσα υποενότητα διενεργείται ανάλυση ευαισθησίας για να καταδειχθεί τι θεωρείται σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία ιδανικό ROE, ποιο είναι το κριτήριο μίνιμουμ απόδοσης ROE και κατά συνέπεια να καταδειχθεί η σύγκριση του πραγματικού ROE σε σχέση με το ιδανικό μίνιμουμ ROE. Όπως καταγράφεται από τη μελέτη της διεθνούς βιβλιογραφίας σταθερό ποσοστό ROE δεν μπορεί να καταγραφεί λόγω του ότι επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες, συνεπώς η επιλογή του συντηρητικού ποσοστού στο 10% ως ιδανικό μίνιμουμ ROE θεωρείται ως αξιόπιστο μέτρο σύγκρισης.

Συνεπώς στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται τα στατιστικά δεδομένα ROE Median (διάμεσος), Καταθετικών Επιτοκίων και Ιδανικού ROE της περιόδου 2004-2012 για τον λόγο ότι την συγκεκριμένη περίοδο το στατιστικό δείγμα είναι ικανοποιητικό.

Πίνακας 5-14: Στατιστικά Δεδομένα ROE Median, Καταθετικών Επιτοκίων και Ιδανικού ROE της περιόδου 2004-2012

Δείγμα	12	12	11	26	25	22	22	19	13
Συνολικό Ολιστικό Δείγμα	13	12	13	29	31	31	32	31	25
Δείγμα σε %	92%	100%	85%	90%	81%	71%	69%	61%	52%
YEAR	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>
YEAR	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>	<u>7</u>	<u>8</u>	<u>9</u>
ROE MEDIAN*	-5,47%	7,31%	3,18%	9,61%	-2,86%	-0,25%	-4,61%	-2,21%	-6,93%
ΚΑΤΑΘΕΤΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ**	3,89%	3,68%	4,01%	4,53%	4,97%	2,86%	3,22%	3,71%	4,10%
ROE ΙΔΑΝΙΚΟ	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Πηγή *ROE Median: παράρτημα 12,

**Καταθετικά επιτόκια: <https://www.centralbank.cy/el/publications/economic-bulletin>

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

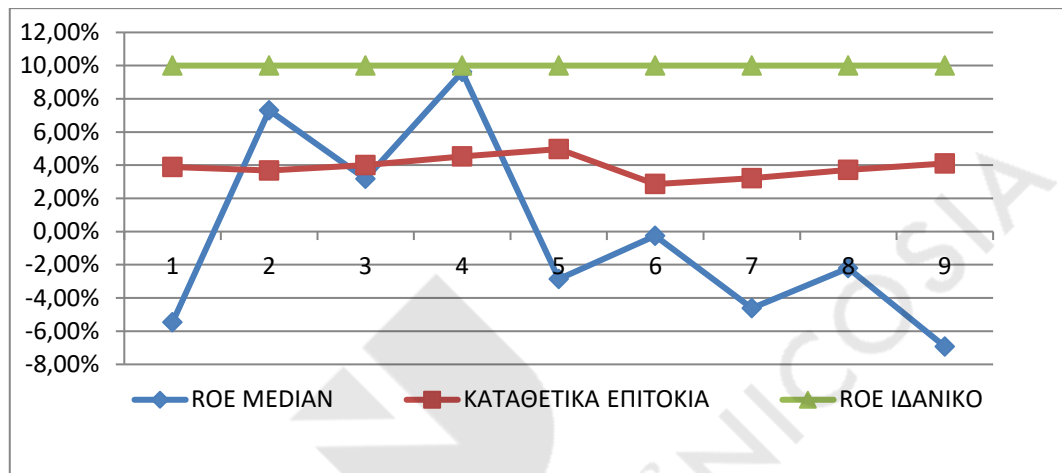
Επεξήγηση δεδομένων του πιο πάνω πίνακα:

- **Δείγμα:** αποτελεί το δείγμα των εταιρειών στο συγκεκριμένο έτος.
- **Συνολικό ολιστικό δείγμα:** αποτελεί το συνολικό δείγμα νοουμένου ότι μπορούσε να εξαχθεί το μέγιστο δείγμα.
- **Δείγμα σε %:** αποτελεί το χρησιμοποιημένο δείγμα σε ποσοστό έναντι του μέγιστου ολιστικού δείγματος.

- **Year:** αφορά το κάθε έτος όπου επιλεγόταν το δείγμα.
- **ROE Median:** καταγράφεται ο διάμεσος ROE σε κάθε έτος.
- **Καταθετικά Επιτόκια:** καταγράφεται το ποσοστό του καταθετικού επιτοκίου στις 31/12 εκάστου έτους σύμφωνα με το οικονομικό δελτίο της ΚΤΚ.
- **Ιδανικό ROE:** καταγράφεται το ιδανικό ROE κατά μέσο όρο σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία.

Το πιο κάτω γράφημα αποτυπώνει τη σχέση και τάση των τριών συστατικών στην περίοδο 2004 – 2012.

Γράφημα 5-2: Πορεία ROE (Διάμεσος) vs Ιδανικού ROE vs Καταθετικών Επιτοκίων



Σημείωση: 1=2004, 2=2005, 3=2006, 4=2007, 5=2008, 6=2009, 7=2010, 8=2011, 9=2012

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συμπερασματική Σύνοψη Αποτελεσμάτων σύγκρισης ROE (Διάμεσος) vs Ιδανικού ROE vs Καταθετικών Επιτοκίων:

- Η πορεία του διάμεσου δείκτη ROE την περίοδο 2004-2012 είναι καταστροφική. Μόνο το 2007 επιτεύχθηκε ικανοποιητικός δείκτης ROE της τάξης του 9,61% ο οποίος συνάδει με τον ιδανικό δείκτη ROE της τάξης του 10%.
- Ο διάμεσος ROE μόνο το 2002 και 2004 ξεπέρασε το ποσοστό των καταθετικών επιτοκίων σε αντίθεση με όλες τις άλλες χρονιές όπου υπήρξε τεράστια αρνητική απόκλιση σύμφωνα με τα στατιστικά δεδομένα τα οποία αποτυπώνονται στο πιο πάνω γράφημα.

5.6 Στατιστική και Οικονομική Σημαντικότητα (Statistical and Economic Significance) των Αποτελεσμάτων (Actual Results vs Forecasting Results)

Ως έχει καταγραφεί από αρκετούς ερευνητές η εφαρμογή του μοντέλου προβλεψιμότητας (forecasting) αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο της οικονομικής σημαντικότητας (economic significance).

5.6.1 Στατιστικές Αναλύσεις CR, DR και ROA

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει την σύγκριση των δεικτών CR και DR σε υποθετική μεταβολή και την επίδραση σε προβλεψιμότητα θετικής μεταβολής στον δείκτη ROA.

Σενάριο προβλεψιμότητας CR/ROA: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες CR και ROA στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος CR ήταν στην τιμή 1,90 και ο ROA στο 3,49% (πηγή πληροφόρησης πίνακας CR 4:6 και πίνακας ROA 5:5).
- Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη CR στο 1,96 διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη ROA.
- Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική αύξηση κατά μία μονάδα του δείκτη CR υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον ROA.

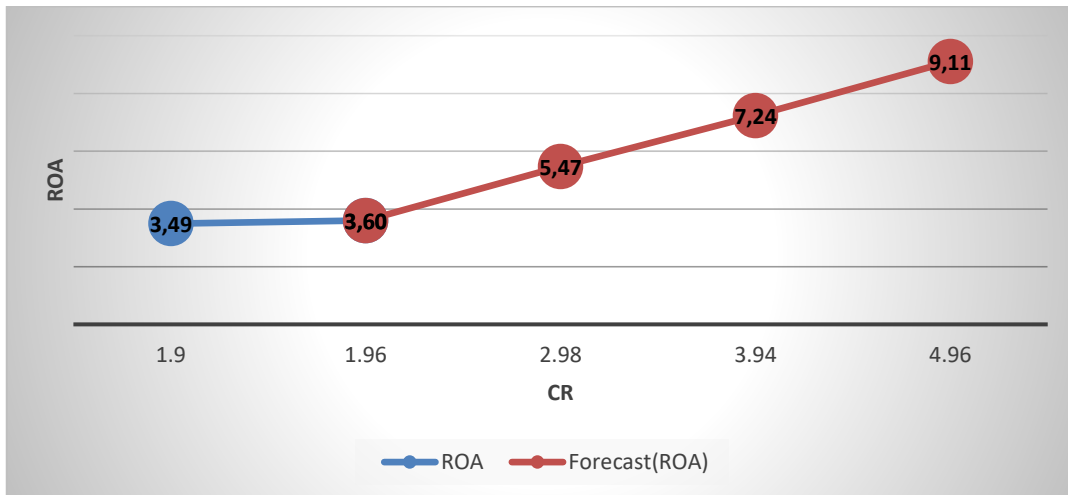
Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual CR (Times)	Actual ROA (%)	Forecast CR (Times)	Forecast ROA (%)
Y0	1,90	3,49	1,90	3,49
Y1	1,96	-1,02	1,96	3,60
Y2	1,17	-2,36	2,98	5,47
Y3	1,73	-0,82	3,94	7,24
Y4	1,02	-1,47	4,96	9,11

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης CR και ROA.

Γράφημα 5-3: Πρόβλεψη ROA σε συσχέτιση με CR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Σενάριο προβλεψιμότητας DR/ROA: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες DR και ROA στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος DR ήταν στην τιμή 38,50% και ο ROA στο 3,49% (πηγή πληροφόρησης πίνακας DR 4:7 και πίνακας ROA 5:5).
- Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη DR στο 34% διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη ROA όπου ο θα ανέρχεται στο ποσοστό 3,80%.
- Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική μείωση κατά 10,5% του δείκτη DR υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον ROA. Το πρόγραμμα forecasting λειτουργεί σε σύγκριση την τάση αύξησης γι' αυτό και στον πιο κάτω πίνακα έγινε αναπροσαρμογή σε αντίστοιχη μείωση, δηλαδή σε μείωση κατά 10.5% το έτος του δείκτη χρέους ποια είναι η θετική μεταβολή στον δείκτη ROA.

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

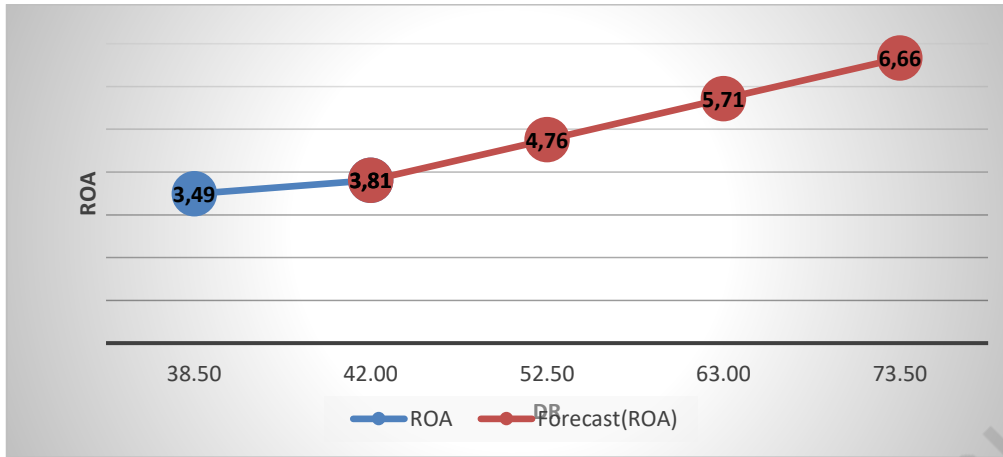
Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual DR (%)	Actual ROA (%)	Forecast DR (%)	Forecast ROA (%)
Y0	38,50	3,49	38,50	3,49
Y1	34,00	-1,02	42,00=34,00	3,81
Y2	36,00	-2,36	52,50=23,50	4,76
Y3	40,00	-0,82	63,00=13,00	5,71

Y4	48,50	-1,47	73,50=2,50	6,66
----	-------	-------	------------	------

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης DR και ROA.

Γράφημα 5-4: Πρόβλεψη ROA σε συσχέτιση με DR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Συμπερασματική Σύνοψη: Με βάση την εφαρμογή προβλεψιμότητας σε συσχέτιση CR/ROA και DR/ROA εξάγεται το συμπέρασμα ότι η επίδραση στην μεταβολή του CR έχει μεγαλύτερο θετικό αντίκτυπο σε αύξηση στον δείκτη ROA. Αυτό το γεγονός εξάγεται από την ακόλουθη πρόβλεψη: σε αύξηση του CR στο 100% καταγράφεται δείκτης ROA 7,23% (από 1,90/Y0 στο 3,94/Y3) ενώ στον δείκτη DR η ίδια αύξηση περί το 100% (από 38,5%/Y0 στο 2,5%/Y4) καταγράφεται δείκτης ROA στο 6,66%. Η αύξηση στον CR στο 100% καταδεικνύει δείκτη από 2:1 στο 4:1 (forecast 3,94:1) και στον DR από 38,5% στο 0% (forecast 2,5%), συνεπώς ο δείκτης προβλεψιμότητας/forecast προσεγγίζει μεταβολή στο 100%.

Εν κατακλείδι η εφαρμογή προβλεψιμότητας/forecasting καταγράφει την αρνητική πορεία των δεικτών CR, DR και ROA, όπου στο έτος εξαγοράς ήταν θετικοί και στα πλαίσια των ορίων ασφαλείας, ενώ στην μετέπειτα πορεία κατέγραψαν αρνητική πορεία γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι οι διοικήσεις των εταιρειών ήταν αναποτελεσματικές, συνεπώς η αποτυχία των εξαγορών ήταν αποτέλεσμα των λανθασμένων αποφάσεων των ΔΣ.

5.6.2 Στατιστικές Αναλύσεις CR, DR και ROE

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει την σύγκριση των δεικτών CR και DR σε υποθετική μεταβολή και την επίδραση σε προβλεψιμότητα θετικής μεταβολής στον δείκτη ROE.

Σενάριο προβλεψιμότητας CR/ROE: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- ο Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες CR και ROE στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος CR ήταν στην τιμή 1,90 και ο ROE στο 1,76% (πηγή πληροφόρησης πίνακας CR 4:6 και πίνακας ROE 5:7).
- ο Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη CR στο 1,96 διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη ROE.
- ο Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική αύξηση κατά μία μονάδα του δείκτη CR υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον ROE.

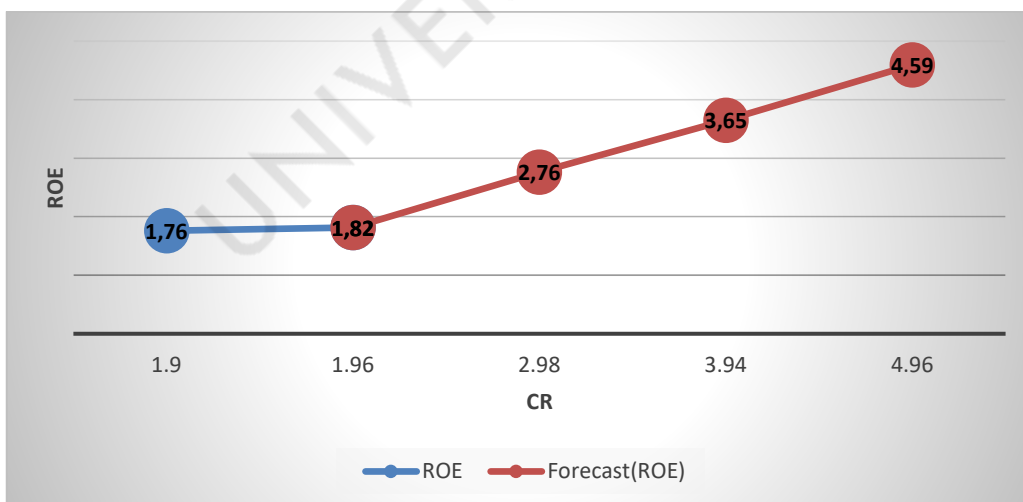
Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual CR (Times)	Actual ROE (%)	Forecast CR (Times)	Forecast ROE (%)
Y0	1,90	1,76	1,90	1,76
Y1	1,96	-2,82	1,96	1,82
Y2	1,17	-2,36	2,98	2,76
Y3	1,73	-0,98	3,94	3,65
Y4	1,02	-4,87	4,96	4,59

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης CR και ROE.

Γράφημα 5-5: Πρόβλεψη ROE σε συσχέτιση με CR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Σενάριο προβλεψιμότητας DR/ROE: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες DR και ROE στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος DR ήταν στην τιμή 38,50% και ο ROE στο 1,76% (πηγή πληροφόρησης πίνακας DR 4:7 και πίνακας ROE 5:7).
- Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη DR στο 34% διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη ROE όπου ο θα ανέρχεται στο ποσοστό 1,92%.
- Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική μείωση κατά 10,5% του δείκτη DR υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον ROE. Το πρόγραμμα forecasting λειτουργεί σε σύγκριση την τάση αύξησης γι' αυτό και στον πιο κάτω πίνακα έγινε αναπροσαρμογή σε αντίστοιχη μείωση, δηλαδή σε μείωση κατά 10.5% το έτος του δείκτη χρέους ποια είναι η θετική μεταβολή στον δείκτη ROE.

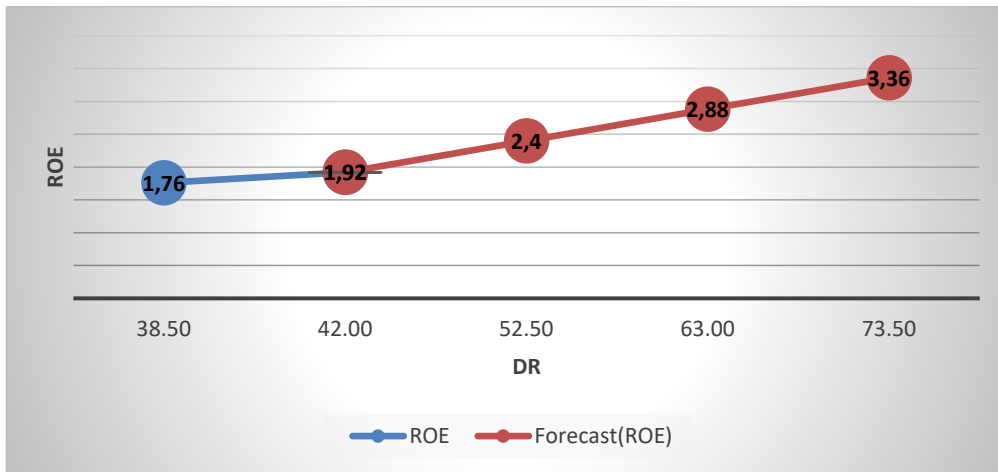
Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual DR (%)	Actual ROE (%)	Forecast DR (%)	Forecast ROE (%)
Y0	38,50	1,76	38,50	1,76
Y1	34,00	-2,82	42,00=34,00	1,92
Y2	36,00	-2,36	52,50=23,50	2,40
Y3	40,00	-0,98	63,00=13,00	2,88
Y4	48,50	-4,87	73,50=2,50	3,36

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης DR και ROA.

Γράφημα 5-4: Πρόβλεψη ROE σε συσχέτιση με DR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Συμπερασματική Σύνοψη: Με βάση την εφαρμογή προβλεψιμότητας σε συσχέτιση CR/ROE και DR/ROE εξάγεται το συμπέρασμα ότι η επίδραση στη μεταβολή του CR έχει μεγαλύτερο θετικό αντίκτυπο σε αύξηση στον δείκτη ROE. Αυτό το γεγονός εξάγεται από την ακόλουθη πρόβλεψη: σε αύξηση του CR στο 100% καταγράφεται δείκτης ROE 3,65% (από 1,90/Y0 στο 3,94/Y3) ενώ στον δείκτη DR η ίδια αύξηση περί το 100% (από 38,5%/Y0 στο 2,5%/Y4) καταγράφεται δείκτης ROE στο 3,36%. Η αύξηση στον CR στο 100% καταδεικνύει δείκτη από 2:1 στο 4:1 (forecast 3,94:1) και στον DR από 38,5% στο 2,5% (forecast 3,36%), συνεπώς ο δείκτης προβλεψιμότητας/forecast προσεγγίζει μεταβολή στο 100%.

Εν κατακλείδι η εφαρμογή προβλεψιμότητας/forecasting καταγράφει την αρνητική πορεία των δεικτών CR, DR και ROA/ROE, όπου στο έτος εξαγοράς ήταν θετικοί και στα πλαίσια των ορίων ασφαλείας, ενώ στην μετέπειτα πορεία κατέγραψαν αρνητική πορεία γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι η διοικήσεις των εταιρειών ήταν αναποτελεσματικές, συνεπώς η αποτυχία των εξαγορών ήταν αποτέλεσμα των λανθασμένων αποφάσεων των ΔΣ.

5.6.3 Εμπειρικά παραδείγματα

Σε περιπτώσεις εξαγορών όπου ζητήθηκε χρηματοδότηση από τραπεζικό ίδρυμα, μέρος της μελέτης βιωσιμότητας ήταν και η αναφορά προβλεψιμότητας/forecasting (Budgeted Income Statement/Προσυπολογιζόμενος Λογαριασμός Κερδοζημιών και Budgeted Statement of Financial Position/Προσυπολογιζόμενη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης) για να διαφανεί η προοπτική της εταιρείας αγοραστής ως υποστηρικτής και εγγυητής της εξαγοράζουσας εταιρείας και η προοπτική της εξαγορασθείσας εταιρείας. Η αναφορά προβλεψιμότητας είναι ένα μέρος της όλης μελέτης. Το πιο σημαντικό σημείο για τον

τραπεζίτη είναι στο παρόν στάδιο η εταιρεία αγοραστής να έχει ισχυρή οικονομική θέση και περαιτέρω να υποστηρίζεται με καλή προοπτική για τα επόμενα πέντε έτη. Περαιτέρω στην πράξη ζητείται από τον τραπεζίτη και επιβάλλεται σε μία μελέτη βιωσιμότητας να τεκμηριωθούν όλες οι προβλέψεις στις προϋπολογιζόμενες μεταβλητές όπως δείκτες κερδοφορίας, μόχλευσης και ρευστότητας. Δηλαδή η βελτίωση στην ρευστότητα σε ποιες μεταβλητές/παραμέτρους οφείλεται: (α) βελτίωση εισπραξιμότητας (δείκτης πληρωμών χρεωστών), (β) μείωση στον κύκλο διαχείρισης αποθεμάτων (δείκτης κύκλου αποθεμάτων), (γ) επιμήκυνση της πληρωμής των πιστωτών (δείκτης πληρωμής πιστωτών).

5.7 Αποτελέσματα παρούσας έρευνας

Με βάση τις πιο πάνω αναλύσεις και εξαγωγές δεδομένων, πιο κάτω καταγράφεται σε συνοπτική μορφή η σχέση μεταξύ εξαρτημένης μεταβλητής και μεταβλητών ελέγχου:

Πίνακας 5-15: Αποτελέσματα Παρούσας Έρευνας

Σύγγραμμα	Εξαρτημένη η Μεταβλητή	Μεταβλητές Ελέγχου	Συμπέρασμα
Αποτίμηση των Εξαγορών σε Συγγενικές και μη Συγγενικές Βιομηχανίες στην Κύπρο	ROE ROA	CR DR OPA NPA REA Total Assets Fixed Assets	<p>1. Το τεστ σημαντικότητας (Pearson Correlation) κατέδειξε εξαιρετικά δυνατή σχέση σε κάποια έτη των δεικτών απόδοσης ROA και ROE πριν και μετά την εξαγορά.</p> <p>2. Το τεστ σημαντικότητας (Pearson Correlation) κατέδειξε σχέση ROA με δείκτες: μέτρια αρνητική με NP, δυνατή αρνητική με OP και DR.</p> <p>3. Στατιστική σύγκρισης συσχέτισης διάμεσων δεικτών (SPSS) ROA & ROE σε σχέση με CR & DR καταγράφηκε ποσοστό συσχέτισης 83% (5 από 6 έτη) και 33% (2 από 6 έτη) αντίστοιχα.</p> <p>4. Το τεστ σημαντικότητας (Pearson Correlation) κατέδειξε μέτρια αρνητική σχέση ROA με TA και FA και σε σχέση με ROE vs TA δυνατή αρνητική και σε σχέση με ROA vs FA εξαιρετικά αρνητική σχέση.</p> <p>5. Επιδείνωση στη μετά εξαγορά του μέσου όρου και διάμεσου δείκτη (SPSS) σε όλους τους λογιστικούς δείκτες/μεταβλητές ROA, ROE, CR, DR, και αναλύσεις κερδοφορίας NP, OP, RE.</p> <p>6. Η ανάλυση ευαισθησίας κατέδειξε αποτυχία στην απόδοση του δείκτη ROE.</p>

CR=Current Ratio, DR=Debt Ratio, OPA=Operating Profit Analysis, NPA=Net Profit Analysis, REA=Retained Earnings Analysis, Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.8 Τελικό Συνοπτικό Συμπέρασμα

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση και σύγκριση αποτελεσμάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας και παρούσας έρευνας, εντοπίζουμε ότι οι δείκτες μέτρησης της επιτυχίας των εξαγορών είναι συνδυασμός στις πλείστες έρευνες κερδοφορίας, ρευστότητας και χρέους (μόχλευσης). Σε ερευνητικό πεδίο οι μεταβλητές χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες: ανεξάρτητη, εξαρτημένη και μεταβλητές ελέγχου οι οποίες εξετάζονται ως προς την επίδραση των στις εξαρτημένες μεταβλητές με στόχο να καταδειχθεί ως προς την

κατανόηση του ποιοι δείκτες επηρεάζουν την απόδοση και σε πόσο βάθος. Στην παρούσα έρευνα καταγράφονται τα πιο κάτω συμπεράσματα κατά κατηγορία:

5.8.1 Ανεξάρτητη Μεταβλητή – Συγγενικές και Μη Συγγενικές Εξαγορές

- Η πλειοψηφία των συγγενικών εξαγορών κατέγραψε σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5) αρνητικούς δείκτες τόσο σε μέσο όρο όσο και διάμεσο δείκτη ως προς την απόδοση σε ROA και ROE.
- Η πλειοψηφία των Μη Συγγενικών εξαγορών κατέγραψε σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5) αρνητικούς δείκτες τόσο σε μέσο όρο όσο και διάμεσο δείκτη ως προς την απόδοση σε ROA και ROE.

5.8.2 Εξαρτημένη Μεταβλητή

- Η πλειοψηφία των Εξαγορών κατέγραψε σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5) αρνητικούς δείκτες τόσο σε μέσο όρο όσο και διάμεσο δείκτη ως προς την απόδοση σε ROA και ROE.
- Η εξέταση του δείκτη ROA και ROE κατά τομέα κατέδειξε ότι όλοι οι τομείς εξαγορών ήταν προβληματικοί και απέτυχαν εκτός από δύο τομείς, τον Κατασκευαστικό (Construction) και Λιανικού Εμπορίου (Retail).
- Η ανάλυση ευαισθησίας κατέδειξε αποτυχία των εξαγορών όσον αφορά την απόδοση του δείκτη ROE.

5.8.3 Μεταβλητές Ελέγχου – Επίδραση στην Εξαρτημένη Μεταβλητή (ROA/ROE)

- **NP/(NL):** με βάση το αποτέλεσμα συμπεραίνεται ότι εταιρείες που πραγματοποιούν καθαρές ζημιές οδηγούνται σε αρνητικό δείκτη ROA και ROE.
- **OP:** τα λειτουργικά κέρδη στις πλείστες εταιρείες ήταν χαμηλά και το χρηματοδοτικό κόστος που ακολουθούσε τα μετέτρεπε σε ζημιές εξού και καθαρές ζημιές σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά με συνεπακόλουθο να επηρεάζουν αρνητικά τους δείκτες ROA και ROE.
- **RE/(RL):** η συνεχής συσσώρευση ζημιών όπου στην πορεία των πέντε ετών κατέληξε σε αρνητικό πρόσημο επηρεάζει με αρνητικό ορίζοντα τους δείκτες ROA και ROE.
- **CR:** καταγράφεται η σύνδεση ROA/ROE και CR και στα πέντε έτη μετά την εξαγορά, όπου χαμηλός δείκτης CR οδηγεί σε χαμηλή και/ή αρνητικό δείκτη ROA/ROE. Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.

- ο **DR:** η συσχέτιση με ROA/ROE είναι πολύ χαμηλή και η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33% (έτη Y4,Y5).

Εν κατακλείδι καταγράφεται η αποτυχία των πλείστων εξαγορών τόσο σε συγγενικούς τομείς όσο και μη συγγενικούς τομείς και κατά συνέπεια η μείωση της αξίας των μετόχων.

5.9 Έλεγχος Υποθέσεων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα και έλεγχος υποθέσεων με βάση την εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 5-16: Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις

<p>EY4.1: Οι εξαγορές είχαν θετικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων μεταξύ 1^{ου} και 5^{ου} χρόνου από το σημείο εξαγοράς με βάση την ανάλυση χρηματοοικονομικών ποσοτικών δεικτών ROA και ROE.</p>	<p>Απόρριψη: Η πλειοψηφία των εξαγορών κατέγραψε σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5) αρνητικούς δείκτες τόσο σε μέσο όρο όσο και διάμεσο δείκτη ως προς την απόδοση σε ROA και ROE.</p>
<p>EY4.5: Οι μεταβλητές απόδοσης ROA, ROE, αλληλεξαρτώνται από τις αυξομειώσεις των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, NP, OP, REA όπου η αλληλεξάρτηση επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την απόδοση των E&Σ.</p>	<p>Αποδοχή: NP/(NL): με βάση το αποτέλεσμα συμπεραίνεται ότι εταιρείες που πραγματοποιούν καθαρές ζημιές οδηγούνται σε αρνητικό δείκτη ROA και ROE.</p> <p>OP: τα λειτουργικά κέρδη στις πλείστες εταιρείες ήταν χαμηλά και το χρηματοδοτικό κόστος που ακολουθούσε τα μετέτρεπε σε ζημιές εξού και καθαρές ζημιές σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά με συνεπακόλουθο να επηρεάζουν αρνητικά τους δείκτες ROA και ROE.</p> <p>RE/(RL): η συνεχής συσσώρευση ζημιών όπου στην πορεία των πέντε ετών κατέληξε σε αρνητικό πρόσημο επηρεάζει με αρνητικό ορίζοντα τους δείκτες ROA και ROE.</p> <p>CR: καταγράφεται η σύνδεση ROA/ROE και CR και στα πέντε έτη μετά την εξαγορά, όπου χαμηλός δείκτης CR οδηγεί σε χαμηλή και/η αρνητικό δείκτη ROA/ROE. Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.</p> <p>DR: η συσχέτιση με ROA/ROE είναι πολύ χαμηλή και η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33% (έτη Y4,Y5).</p>

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

5.10 Τελικό Συμπέρασμα

Σε αυτό το Κεφάλαιο διενεργήθηκε η αποτίμηση των εξαγορών διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου των μεταβλητών και κατ' επέκταση διαμέσου πολλαπλών ποσοτικών αναλύσεων διαμέσου περιγραφικής στατιστικής και εφαρμογής συσχέτισης προς εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων, γεγονός όπου καταγράφεται η αλληλεξάρτηση των μεταβλητών απόδοσης και μεταβλητών ελέγχου με πιο σημαντικό εύρημα την αλληλεξάρτηση απόδοσης των δεικτών ROA/ROE και της μεταβλητής ελέγχου CR σε ποσοστό 83%, δηλαδή ο δείκτης CR ήταν κάτω από το όριο ασφαλείας του 2:1 οι δείκτες ROA/ROE ήταν αρνητικοί στα πέντε από τα έξι εξεταζόμενα έτη. Αυτό το κεφάλαιο είναι αναπόσπαστο μέρος της έρευνας γιατί συνδέεται με το κεφάλαιο 7 όπου διενεργείται συσχέτιση μεταβλητών ελέγχου και μοντέλου Altman Z Score προς εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

**Εξέταση Ρίσκου Αποτυχίας Εξαγορών Βάση Μοντέλου Altman
Z' Score και Κατάστασης Εξαγορασθείσας Εταιρείας στον
Έφορο Εταιρειών**

6.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα της ανάλυσης του Μοντέλου Altman Z Score ως μεταβλητή ελέγχου.

Σύνδεση με Διεθνή Βιβλιογραφία: Στο κεφάλαιο 2 έχει ερευνηθεί η χρήση του μοντέλου Altman Z Score προς εξαγωγή συμπερασμάτων από πληθώρα ερευνητών όπου κρίνεται ως ένα αποτελεσματικό εργαλείο εταιρικής αποτίμησης της οικονομικής ευρωστίας και κατ' επέκταση της επιτυχία ή αποτυχίας με κίνδυνο το ρίσκο πτώχευσης.

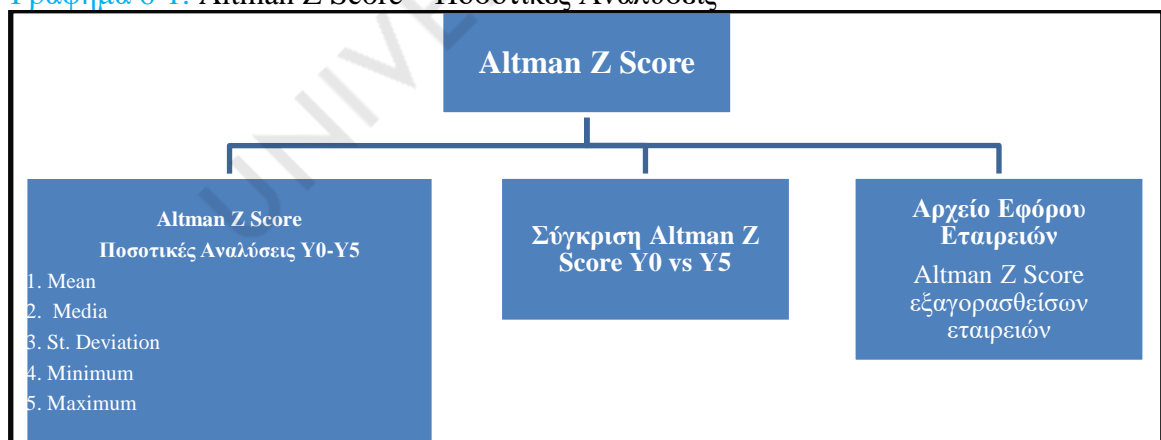
Ερευνητική Υπόθεση: Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο κεφάλαιο 2, έχει αναπτυχθεί η πιο κάτω ερευνητική υπόθεση (ΕΥ) όπου οι απαντήσεις εξάγονται μέσα από την ανάλυση των ευρημάτων του παρόντος κεφαλαίου:

ΕΥ4.6: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση της οικονομικής ευρωστίας διαμέσου του δείκτη Altman Z Score.

Ερευνητική Μεθοδολογία: Στον τομέα της ερευνητικής μεθοδολογία έχει αναλυθεί διεξοδικά στα κεφάλαια 2 και 3 η τεχνική της χρήσης του μοντέλου Altman Z Score όπου καταγράφηκαν υψηλά ποσοστά πρόβλεψης της επιτυχίας ή αποτυχίας των εταιρειών. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής οι ποσοτικές αναλύσεις σε περίοδο Y0-Y5 με βασικούς δείκτες ανάλυσης τον μέσο όρο και διάμεσο, διενεργείται σύγκριση Y0 vs Y5, διενεργείται κατηγοριοποίηση με βάση το ρίσκο αποτυχίας και τέλος διενεργείται έρευνα με στόχο να καταδείξει αν εξαγορασθείσες εταιρείες οδηγήθηκαν σε πτώχευση μετά την εξαγορά.

Δομή: Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει σε ιεραρχική μορφή τις ποσοτικές αναλύσεις σε τρεις πυλώνες με άξονα εξαγωγής τα αποτελέσματα με βάση το μοντέλο Altman Z Score.

Γράφημα 6-1: Altman Z Score – Ποσοτικές Αναλύσεις



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

6.1 Altman Z-score Ανάλυσης

Η ανάλυση του μοντέλου Altman Z Score διενεργήθηκε με στόχο να καταδείξει την πρόβλεψη της αποτυχίας των εξαγορών σε σύγκριση αποτελεσμάτων του πρώτου χρόνου (Y0) εξαγοράς με επέκταση στον πέμπτο (Y5) μετά-εξαγορά εποχή. Περαιτέρω ελέγχθηκε η αξιοπιστία της εφαρμογής του μοντέλου Altman διά της συλλογής πληροφοριών από την επίσημη κυβερνητική πηγή, την ιστοσελίδα του Έφορου Εταιρειών. Τέλος η χρήση της ανάλυσης των εξαγορών διαμέσου του Μοντέλου Altman διενεργείται ως μία από τις μεταβλητές ελέγχου των εξαγορών. Στην παρούσα έρευνα παρατίθεται πιο κάτω στατιστικός πίνακας δεδομένων δείγματος εξαγορών. Συνεπώς, το δείγμα αναλύεται ως εξής (Παράρτημα 1):

- Συνολικό δείγμα 111 δημόσιων προτάσεων (παράρτημα 1).
- Μη υλοποιηθείσες εξαγορές 29 ή 26%.
- Δεν εντοπίστηκαν δεδομένα για 32 εξαγορές ή 29%.
- Διαθέσιμο δείγμα 50 εξαγορών από τις Υλοποιηθείσες εξαγορές. Πιο κάτω παρουσιάζεται στο στατιστικό δείγμα ανά έτος.

Πίνακας 6-1: Ποσοστά Ανάλυσης Δείγματος Εξαγορών

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Δείγμα σε αριθμό	47	41	47	31	32	31
Δείγμα σε % με βάση τις υλοποιηθείσες εξαγορές σε πρόσβαση δεδομένων	94%	82%	94%	62%	64%	62%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

6.2 Altman Z-score Ανάλυσης , 0^ο Έτος (Χρόνος Εξαγοράς) μέχρι 5^ο Έτος (Μετά την Εξαγορά)

Οι Meeampol et al (2014) στην έρευνα τους για πρόβλεψη πιθανής πτώχευσης δημόσιων εταιρειών στην Ταϊλάνδη χρησιμοποίησαν δείγμα 31 εταιρειών σε εφαρμογή του μοντέλου Altman Z-Score προς εξαγωγή στατιστικών δεδομένων διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής για δύο έτη όσον αφορά τους συντελεστές/αριθμοδείκτες μετρήσεων σε στατιστική ανάλυση μίνιμουμ, μέξιμουμ, διάμεσου και τυπικής απόκλισης.

Σύμφωνα με τον υπολογισμό των τεσσάρων συντελεστών/αριθμοδεικτών οι οποίοι αποτελούν το εν λόγω μοντέλο πιο κάτω παρατίθεται σε περιγραφική στατιστική ανάλυση η εικόνα των εξαγορασθεισών εταιρειών ως προς το χρονικό σημείο 'έτος μηδέν/Y0' δηλαδή στον χρόνο εξαγοράς με γνώμονα την πιθανότητα πτώχευσης/αποτυχίας και τη στατιστική πορεία στα πέντε έτη (Y1-Y5) στη μετά-εξαγορά εποχή (παράρτημα 14).

Πίνακας 6-2: Altman Z-score Μοντέλο Y0-Y5

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
N Valid	47	41	47	31	32	31

Missing	0	6	0	16	15	16
Mean	37.15	28.47	-24.61	4.90	-47.41	-50.83
Median	3.47	4.38	1.96	2.34	1.50	1.48
Std. Deviation	122.17	60.77	265.21	12.05	319.40	323.28
Minimum	-22.19	-4.52	-1785.19	-11.08	-1785.19	-1785.19
Maximum	775.80	230.93	162.69	62.88	205.21	158.53

Πηγή: SPSS, Y0=Έτος Εξαγοράς, Y1=1^{ος} Χρόνος Μετά την Εξαγορά, Y2,Y3,Y4,Y5 = 2^{ος}, 3^{ος}, 4^{ος}, 5^{ος} Χρόνος μετά την Εξαγορά - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Μέσος όρος (Mean): Καταγράφεται δραματική πορεία μείωσης του μέσου όρου δείκτη όπου ξεκίνησε στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς (Y0) παρουσιάζεται δείκτης Z Score στο 37,15 και κατέληξε στο αρνητικό πρόσημο των -50,83 Z Score μονάδων δείκτη μέσου όρου. Τα αρνητικά αποτελέσματα καταγράφονται από τον δεύτερο χρόνο μετά την εξαγορά, όπου παρατηρείται ανάκαμψη τον τρίτο χρόνο και μετά τρομερή επιδείνωση του δείκτη με αρνητικό πρόσημο τον τέταρτο και πέμπτο χρόνο στο -47,41 και -50,83 μονάδων. Σύμφωνα με το μοντέλο Altman Z Score εταιρείες οι οποίες φέρουν δείκτη χαμηλότερου του 3,00 έχουν πιθανότητες πτώχευσης και κάτω από κάτω από το 1,80 φέρουν πολύ υψηλές πιθανότητες πτώχευσης και κατά συνέπεια πιθανής πλήρους αποτυχίας της εξαγοράς.

Διάμεσος (Median): Στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς (Y0) παρουσιάζεται δείκτης Z-Score στο 3,47. Σύμφωνα με το μοντέλο Altman Z Score εταιρείες οι οποίες φέρουν δείκτη πέραν του 3,00 έχουν πιθανότητες πτώχευσης πολύ χαμηλές. Στην παρούσα περίπτωση ο διάμεσος δείκτης βελτιώθηκε στον πρώτο χρόνο μετά την εξαγορά και κατέγραψε 4,38 μονάδες ο οποίος χαρακτηρίζεται ως πολύ καλός δείκτης με μειωμένο ρίσκο πτώχευσης. Όμως στον αντίποδα από τον δεύτερο χρόνο μέχρι και τον πέμπτο χρόνο καταγράφονται διάμεσοι δείκτες οι οποίοι φέρουν υψηλό ρίσκο πτώχευσης και ειδικά τον τέταρτο και πέμπτο χρόνο όπου οι δείκτες 1,50 και 1,48 αντίστοιχα είναι κάτω από το όριο του 1,80 το οποίο καταδεικνύει υψηλό ρίσκο πτώχευσης.

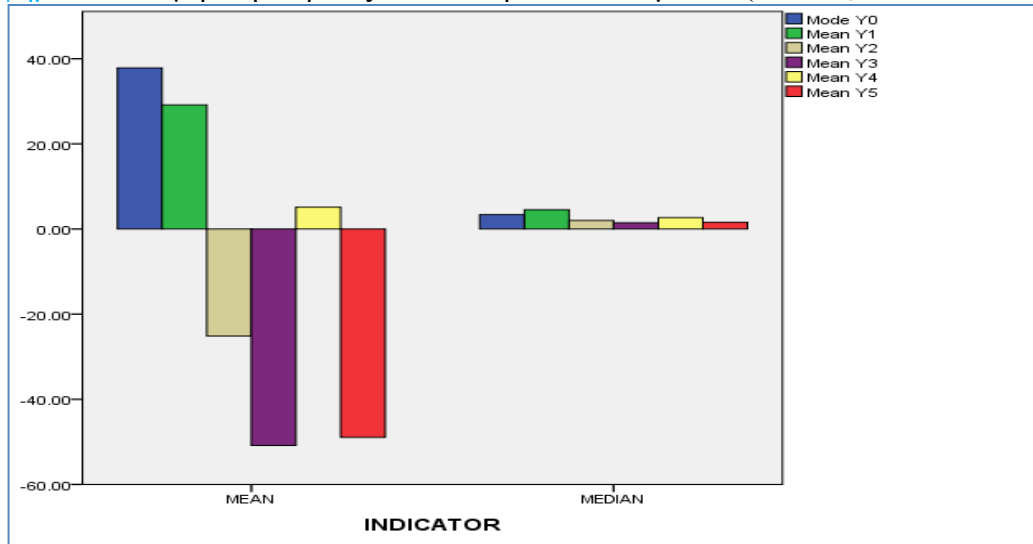
Σύγκριση Μέσου όρου (Mean) και Διάμεσου (Median): Σύμφωνα με τα εξαχθέντα αποτελέσματα πιο κάτω παρουσιάζονται κατά έτος:

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	37.15	28.47	-24.61	4.90	-47.41	-50.83
Median	3.47	4.38	1.96	2.34	1.50	1.48

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την τάση και τις μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ μέσου όρου και διάμεσου δείκτη.

Γράφημα 6-2: Σύγκριση Πορείας Μέσου Όρου και Διάμεσου (Y0-Y5)



Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση για όλα τα έτη ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλη απόσταση από τον αριθμητικό μέσο που καταδεικνύεται και ο πολύ χαμηλός διάμεσος δείκτης.

Altman Z Score – Κατηγοριοποίηση Δείγματος: Σε στατιστικούς αριθμούς ποιο κάτω παρουσιάζεται η εικόνα του δείγματος των 47 εξαγορασθεισών εταιρειών ως προς την πιθανότητα αποτυχίας/πτώχευσης (παράρτημα 14):

Πίνακας 6-3: Πιθανότητα Αποτυχίας με βάση το Μοντέλο Altman Z Score

ΕΤΟΣ	ΧΑΜΗΛΗ ...3,00>	ΠΙΘΑΝΗ 2,68>...<2,99	ΥΨΗΛΗ 1,81>...<2,67	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΗ ...<1,80
0	53%	2%	11%	34%
1	59%	0%	5%	37%
2	40%	2%	9%	49%
3	48%	0%	6%	45%
4	34%	0%	9%	56%
5	39%	3%	6%	52%

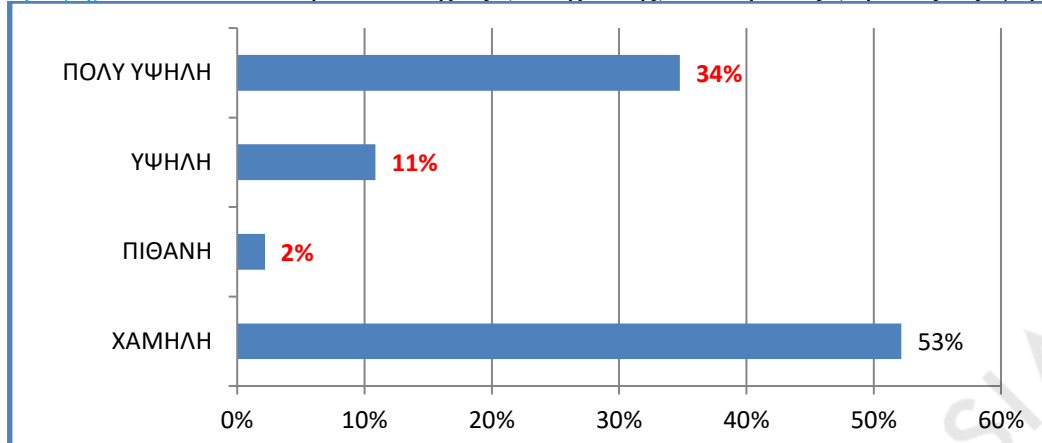
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

6.2.1 Altman Z-score Ανάλυσης – Έτος Εξαγοράς (Y0)

Στο πιο κάτω γράφημα αποτυπώνονται τα ποσοστά πιθανής αποτυχίας στο έτος εξαγοράς της εταιρείας. Στα ποσοστά υπερσχύει το χαμηλό ποσοστό αποτυχίας της τάξης του 53% όμως στον αντίποδα καταγράφεται ότι εξαγοράστηκαν εταιρείες οι οποίες έφεραν ποσοστό αποτυχίας κατηγορίας υψηλού και πολύ υψηλού της τάξης σε σύνολο του 45%. Σύμφωνα με την πιο πάνω στατιστική ανάλυση και εφαρμόζοντας το μοντέλο ανάλυσης του Altman καταγράφεται ότι ποσοστό του 11% είχαν υψηλό δείκτη αποτυχίας, ποσοστό 34%

είχαν πολύ υψηλό δείκτη αποτυχίας σε αντίθεση με ποσοστό 53% που έφεραν χαμηλό ποσοστό αποτυχίας στο έτος εξαγοράς (Y0). Συνεπώς είναι ένα γεγονός το οποίο χρήζει περαιτέρω διερεύνησης ως προς τα κίνητρα της στρατηγικής απόφασης να εξαγοραστούν εταιρείες που έφεραν ρίσκο πτώχευσης της τάξης του 45%. Στο πιο κάτω γράφημα αποτυπώνεται το ποσοστό αποτυχίας των εξαγορών στο έτος εξαγοράς.

Γράφημα 6-3: Πιθανότητα Αποτυχίας (Πτώχευσης) – 0 Χρόνος (Χρόνος Εξαγοράς)



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Μέσος όρος (Mean): Στο έτος της εξαγοράς (Y0) παρουσιάζεται δείκτης Z-Score στο 37,15. Σύμφωνα με την κατάδειξη των παραμέτρων εταιρείες οι οποίες έχουν δείκτη κάτω του 1,80 φέρουν πολύ υψηλό ρίσκο πτώχευσης. Στην παρούσα περίπτωση ο μέσος όρος είναι πολύ υψηλός και εκτός πεδίου πιθανότητας αποτυχίας.

Διάμεσος (Median): Στο έτος της εξαγοράς (Y0) παρουσιάζεται δείκτης Z-Score στο 3,47. Σύμφωνα με την κατάδειξη των παραμέτρων εταιρείες οι οποίες έχουν δείκτη πάνω του 3,00 φέρουν χαμηλό ρίσκο αποτυχίας. Στην παρούσα περίπτωση όπου ο διάμεσος δείκτης παρόλο που είναι πάνω από τον δείκτη των 3,00 μονάδων είναι κατά πολύ μικρότερος του μέσου όρου. Γεγονός στο οποίο έχει καταγραφεί ότι όταν δεν υπάρχουν αριθμοί ή δείκτες με συμμετρία τότε ο διάμεσος είναι πιο κοντά στην πραγματικότητα.

6.2.2 Altman Z-score Ανάλυσης – 5^ο Έτος στην Μετα-Εξαγορά Περίοδο (Y5)

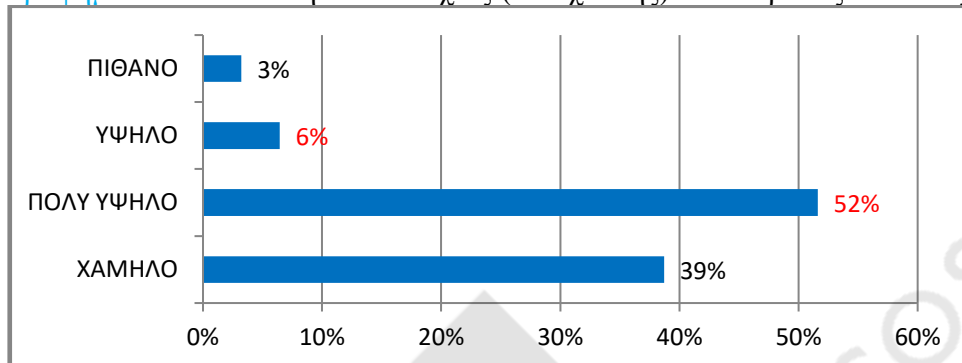
Σύμφωνα με τον υπολογισμό των τεσσάρων κατηγοριών δεικτών οι οποίοι αποτελούν το εν λόγω μοντέλο πιο κάτω παρατίθεται η εικόνα των εξαγορασθεισών εταιρειών ως προς το χρονικό σημείο 'έτος 5 μετά την εξαγορά' με γνώμονα την πιθανότητα πτώχευσης/αποτυχίας.

Μέσος όρος (Mean): Στο πέμπτο έτος της εξαγοράς (Y5) παρουσιάζεται αρνητικός δείκτης Z-Score στο -50,83. Σύμφωνα με την κατάδειξη των παραμέτρων εταιρείες οι οποίες φέρουν δείκτη κάτω του 1,80 φέρουν πολύ υψηλό ρίσκο πτώχευσης. Στην παρούσα

περίπτωση ο μέσος όρος είναι πολύ υψηλός και αρνητικός καταγράφοντας τη δύσκολη οικονομική θέση των εξαγορασθεισών εταιρειών.

Διάμεσος: Στο πέμπτο έτος της εξαγοράς (Y5) παρουσιάζεται χαμηλός δείκτης Z Score στο 1,48. Σύμφωνα με την κατάδειξη των παραμέτρων εταιρείες οι οποίες έχουν δείκτη κάτω του 1,80 φέρουν πολύ υψηλό ρίσκο πτώχευσης. Στην παρούσα περίπτωση όπου ο διάμεσος δείκτης είναι κάτω του 1,80 καταγράφοντας ότι οι πλείστες εταιρείες φέρουν πολύ υψηλό ρίσκο πτώχευσης. Στο πιο κάτω γράφημα παρουσιάζεται η πιθανότητα αποτυχίας σε ποσοστό ανά κατηγορία.

Γράφημα 6-4: Πιθανότητα Αποτυχίας (Πτώχευσης) – 5^{ος} Χρόνος Μετά-Εξαγορά



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με την πιο πάνω στατιστική ανάλυση και εφαρμόζοντας το μοντέλο ανάλυσης του Altman καταγράφεται ότι σε ποσοστό της τάξης του 52% είχαν πολύ υψηλό ρίσκο αποτυχίας, ποσοστό 6% ως υψηλό και 3% ως πιθανό ρίσκο αποτυχίας/πτώχευσης κατά το πέμπτο έτος μετά την εξαγορά (Y5). Δηλαδή το 61% των εξαγορασθεισών εταιρειών έφεραν ρίσκο αποτυχίας/πτώχευσης. Στον αντίποδα μόνο το 39% έφεραν χαμηλό ρίσκο αποτυχίας/πτώχευσης.

Συνεπώς είναι ένα γεγονός το οποίο χρήζει περαιτέρω διερεύνησης ως προς τα κίνητρα της στρατηγικής απόφασης να εξαγορασθούν εταιρείες που έφεραν ρίσκο πτώχευσης της τάξης του 47% στο έτος εξαγοράς (Y0) όπου στην πορεία αυξήθηκε στο 61% ρίσκου πτώχευσης.

6.3 Altman Z score Ανάλυσης Σύγκριση Χρόνου Μηδέν και 5^{ου} Χρόνου

Σύμφωνα με τον υπολογισμό των τεσσάρων δεικτών οι οποίοι αποτελούν το εν λόγω μοντέλο πιο κάτω παρατίθεται σύγκριση μεταξύ έτους μηδέν (χρόνου εξαγοράς/Y0) και πέμπτου έτους (μετά-εξαγοράς/Y5) ώστε να καταγραφεί η βελτίωση ή χειροτέρευση του δείκτη Z Score με στόχο να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων των υπό εξέταση εταιρειών σύμφωνα με βάση τους πιο πάνω πίνακες και διαγράμματα συνοψίζονται ως πιο κάτω:

- Εταιρείες στο έτος Y0 με χαμηλό ρίσκο αποτυχίας ήταν σε ποσοστό 53% ενώ στο έτος Y5 το ποσοστό μειώθηκε στο 39%.
- Στο έτος Y5 στο σύνολο ποσοστού ενδεικνυόμενης αποτυχίας (πιθανή, υψηλή και πολύ υψηλή) ανήλθε στο 61%.

Αυτό το στατιστικό γεγονός καταγράφει ότι η αξία των μετόχων σε ποσοστό της τάξης του 61% είχε αρνητικό πρόσημο και κατ' επέκταση κατέγραψε μείωση της αξίας των μετόχων.

6.4 Altman Z score Ανάλυσης - Κατηγοριοποίηση

Οι Meeampol et al. (2014) και ο Sajjam (2016) στις έρευνες τους υιοθέτησαν την κατηγοριοποίηση των εταιρειών σε τρεις ζώνες ανάλογα με τον δείκτη Z Score ως πιο κάτω: $Z \text{ score} > 2,99$, Ασφαλές Ζώνη, $1,81 > Z \text{ score} < 2,99$, Γκρίζα Ζώνη, και $Z \text{ score} < 1,81$, Επικίνδυνη Ζώνη ως έχει αναπτυχθεί από τον καθηγητή Altman, με στόχο να καταδείξουν την πιθανότητα αποτυχίας σε ποσοστό. Ο Sajjam (2016) στην έρευνα του χρησιμοποίησε δείγμα έξι (6) ινδικών δημόσιων εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο των Ινδιών με ορίζοντα ανάλυσης το 2011 μέχρι 2015.

Στην παρούσα έρευνα οι εξεταζόμενες εταιρείες οι οποίες εξαγοράστηκαν παρουσιάζονται στον πιο κάτω πίνακα σε συγκεντρωτικό επίπεδο ανά κατηγορία σύμφωνα με τον δείκτη Z Score με χρονικό ορίζοντα τα έξι (6) χρόνια, μηδέν χρονικό σημείο το έτος εξαγοράς και πέντε (5) έτη μετά-εξαγορά εποχή (παράρτημα 14).

Πίνακας 6-4: Z Score Κατηγοριοποίηση

	ΟΜΑΔΑ 1	ΟΜΑΔΑ 2	ΟΜΑΔΑ 3
Έτος	Safe/Ασφαλής Ζώνη	Grey /Γκρίζα Ζώνη	Distress/Επικίνδυνη Ζώνη
	$Z \text{ score} > 2,99$	$1,81 > Z \text{ score} < 2,99$	$Z \text{ score} < 1,81$
Y0	53%	13%	34%
Y1	59%	5%	37%
Y2	40%	11%	49%
Y3	48%	6%	45%
Y4	34%	9%	56%
Y5	39%	9%	52%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συγκριτικά αποτελέσματα χρόνου εξαγοράς (Y0) και πέμπτου έτους (Y5) μετά την εξαγορά:

1. Τα συγκριτικά αποτελέσματα μεταξύ έτους εξαγοράς/Y0 και πέμπτου έτους/Y5 μετά την εξαγορά καταδεικνύουν τη χειροτέρευση της πορείας του δείκτη Z Score, όπου παρουσιάζεται με πλήρη σαφήνεια στο πιο πάνω γράφημα/πίνακα 6-4.

2. Το ποσοστό των εξαγορασθεισών εταιρειών στην ασφαλές ζώνη στο έτος εξαγοράς (Y0) ήταν στο 53% ενώ στο πέμπτο έτος μειώθηκε στο 39%.
3. Το ποσοστό των εξαγορασθεισών εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη στο έτος εξαγοράς (Y0) ήταν στο 37% ενώ στο πέμπτο έτος αυξήθηκε στο 61%.

6.5 Τμήμα Εφόρου Εταιρειών και Επίσημου Παραλήπτη Κύπρου: Κατάσταση Εξαγορασθείσας Εταιρείας και Αξιολόγηση δείκτη Altman Z score

Σ' αυτό το υποκεφάλαιο το δείγμα αναλύεται ως εξής και αφορά ολιστικό δείγμα:

- ο Συνολικό δείγμα 111 δημόσιων προτάσεων (παράρτημα 1).
- ο Μη υλοποιηθείσες εξαγορές 29 ή 26%.
- ο Πάρθηκε πληροφόρηση για ολόκληρο το δείγμα των 82 εξαγορών (ολιστικό δείγμα).

Η ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών Κύπρου παρέχει πληροφόρηση ως προς τους κανονισμούς που πρέπει να εφαρμόζουν οι εταιρείες για να μην διαγραφούν από το μητρώο και κατά συνέπεια να παύσουν αυτόματα εργασίες. Πιο κάτω παρατίθενται σε σύνοψη οι βασικοί κανονισμοί:

- ο Όλες οι εταιρείες έχουν υποχρέωση υποβολής Ετήσιων Εκθέσεων (HE32) και των αντίστοιχων οικονομικών καταστάσεων. Το 2019 ο έφορος εταιρειών έχει ζητήσει από το τμήμα φορολογίας να δώσει το πράσινο φως για διαγραφή 60.000 εταιρειών οι οποίες εμφανίζονταν αδρανείς και χωρίς συμμόρφωση στους κανονισμούς του εφόρου εταιρειών (Λάντου, 2019). Το τμήμα φορολογίας μπορεί να φέρει ένσταση όταν συντρέχουν λόγοι ανάκτησης των οφειλών, συνεπώς μία εταιρεία μπορεί να φαίνεται αδρανής για μεγάλο χρονικό διάστημα και να μην διαγράφεται από το μητρώο του Εφόρου Εταιρειών λόγω πιθανότητας ανάκτησης οφειλών προς κυβερνητικά τμήματα (Λάντου, 2019).
- ο Σε περίπτωση που εταιρεία παραλείψει να συμμορφωθεί με αίτημα του Εφόρου Εταιρειών εντός έξι (6) μηνών από την ημερομηνία της επιστολής, ο έφορος δημοσιεύει το όνομα της εταιρείας στην Επίσημη Εφημερίδα με σκοπό την διαγραφή (πηγή ιστοσελίδα εφόρου εταιρειών / κλάδος εταιρειών).

Στον πιο κάτω πίνακα όπου τα στοιχεία έχουν συλλεγεί από την επίσημη ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών παρουσιάζεται πληροφόρηση για την κατάσταση των

εξαγορασθείσων εταιρειών οι οποίες αποτύχαν και έπαυσαν να λειτουργούν ως δρώσες οικονομικές μονάδες:

Πίνακας 6-5: Στοιχεία Εφόρου Εταιρειών

A/A	ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ	ΕΦΟΡΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ – ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑΣ	ALTMAs Z Score (Δίκτης ρίσκου αποτυχίας (X5))
1	Libra Holidays Group	Droushia Heights Hotel Co Ltd/1999	Υπό Διαχείριση & Υπό Εκκαθάριση (21/2/2017)	0,23 Πολύ Υψηλό
2	Droushia Heights Hotel Co Ltd	Astarti Development PLC/1999	Υπό Διαχείριση (10/1/2014)	3,13 Χαμηλό
3	Leptos Kalypso Hotels Ltd	Astarti Development PLC/1999	Υπό Διαχείριση (10/1/2014)	3,13 Χαμηλό
4	Avacom Computer Services Ltd	Ceifloor Public Company Ltd/2000-2007	Υπό Εκκαθάριση – Διάταγμα Δικαστηρίου (17/10/2016)	0,02 Πολύ Υψηλό
5	A.L. Prochoice Financial Services Ltd	Cyprus Pipes Industry Ltd/2000-2007	Υπό Διαχείριση (25/10/2017)	1,04 Πολύ Υψηλό
6	Sharelink Financial Services Ltd	Κύκνος Εταιρεία Επενδύσεων/2000	Διαγραμμένη	121,98 Πολύ Χαμηλό (Y1)
7	CLR Capital Public Ltd	Confine Investment Public Ltd (Finikas)/2005	Εκκαθάριση με Διάταγμα Δικαστηρίου	-2,97 Πολύ Υψηλό
8	Lumier TV Public Company Ltd	Multichoice (Cyprus) Public Co Ltd/2006	Διαγραμμένη / Διάλυση Εκούσιας Εκκαθάρισης	-22,19 Πολύ Υψηλό
9	Ασπις Όμιλος Εταιρειών Α.Ε.	MFS Holding Public Co Ltd/2006	Υπό Διαχείριση	N/A
10	HNS Ltd	Spidernet Services Public Ltd/2006	Διαλύθηκε λόγω Συγχώνευσης	0,22 Πολύ Υψηλό
11	SFS Group Public Co Ltd	Αθηνά Κυπριακή Δημόσια Εταιρεία Λτδ/2007	Διαλύθηκε λόγω Συγχώνευσης	20,53 Πολύ Χαμηλό (Y2)
12	Vivartia A.B.E.E.	Christies Dairies Public Ltd/2007	Διαλύθηκε λόγω Συγχώνευσης	N/A
13	Aspis Holding Public Co Ltd	Athos Diamond Center Public Ltd/2008	Υπό Εκκαθάριση	-0,42 Πολύ Υψηλό
14	Γιάννης Παναγή	Aqua Sol Hotels Public Co Ltd/2009	Υπό Διαχείριση (13/10/2014)	N/A
15	Aspis Holdings Public Company Ltd	Λήδα Επενδυτική Δημόσια Εταιρεία ΛΤΔ/2007	Υπό Εκκαθάριση – Διάταγμα Δικαστηρίου	1,21 (X2) Πολύ Υψηλό
16	Astro Bank	USB Bank PLC/2010	Υπό διάλυση λόγω Συγχώνευσης	0,56 Πολύ Υψηλό
17	Κυπριακή Εταιρεία Τσιμέντων Λτδ	CCC Laundries Ltd/2004	Διαγραμμένη	0,56 Πολύ Υψηλό (Y1)
18	Marketrends Financial Services Ltd	Stario Investments Ltd/2000	Ένσταση Διαγραφής/ Μη υποβολή οικονομικών καταστάσεων από 2008/ Μη υποβολή HE32	158,53 Πολύ Χαμηλό (Y5)
19	Sharelink Financial Services Ltd	Κύκνος Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Λτδ/2000	Διαγραμμένη	121,98 Πολύ Χαμηλό (Y5)
20	Marketrends Financial Services Ltd	Liberty Life Insurance Ltd/2000	Υπό Εκκαθάριση	3,75 Πολύ Χαμηλό (Y5)
21	CLR Financial Services Ltd	Περσέας Επενδυτική Λτδ/2003	Μη υποβολή οικονομικών καταστάσεων από 2011/ Μη υποβολή HE32	158,63 Πολύ Χαμηλό (Y2)

22	Confine Investments Public Ltd	Επενδ. Εταιρεία ο Φοίνικας Αμμοχώστου/2005	Υπό Εκκαθάριση	-1,03 Πολύ Υψηλό (Υ5)
23	Confine Investments Public Ltd	Φοίνικας Αμμοχώστου Δημόσια Εταιρεία Λτδ/2007	Μη υποβολή HE32/ Μη υποβολή οικονομικών καταστάσεων από 2010	-2,97 Πολύ Υψηλό (Υ5)
24	Aspis Holdings Public Company Ltd	Laser Investments Public Ltd/2007	Μη υποβολή HE32/ Μη υποβολή οικονομικών καταστάσεων από 2006	-34,72 Πολύ Υψηλό (Υ5)
25	Γιάννο Κασουλίδη, κ. Μιχαήλ Ιωάννου, κ. Αλέξη Χαραλαμπίδη, Optagious Ltd & Stario Portfolio Investments Public Co Ltd	Empire Capital Investment Public Ltd/2009	Μη υποβολή HE32/ Μη υποβολή οικονομικών καταστάσεων από 2006	-0,73 Πολύ Υψηλό (Υ2)
26	Flagstone Reassurance Suisse SA	Alliance International Reinsurance Public Company Ltd	Διαγραμμένη	N/A
27	Κώστα Μιχαηλίδη	Κώστας Μιχαηλίδης Δημόσια Εταιρεία Λτδ/2009	Ένσταση Διαγραφής/Μη υποβολή HE 32 και οικονομικών καταστάσεων από 2014	N/A

http://www.mcit.gov.cy/mcit/drcor/drcor.nsf/index_en/index_en

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τα πιο πάνω στοιχεία τα οποία συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών Κύπρου καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Είκοσι τρεις εταιρείες από τις ογδόντα δύο τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, ή διάλυσης, ή εκκαθάρισης, ή διαγραφής, ή ήταν ανενεργές για μεγάλο χρονικό διάστημα παραβαίνοντας τους κανονισμούς του εφόρου εταιρειών με ορίζοντα την άμεση διαγραφή. Δηλαδή ποσοστό 28% απότυχε πλήρως με συνέπεια οι μέτοχοι να απωλέσουν την επένδυση των.
- Τέσσερις εταιρείες διαλύθηκαν λόγω συγχώνευσης.
- Από τις είκοσι επτά εταιρείες που αποτύχαν οι δεκατέσσερις έφεραν χαμηλό δείκτη Altman Z score, δηλαδή ποσοστό 52% και επί συνόλου ογδόντα δύο εξαγορών σε ποσοστό 17%-.

Με βάση την πιο πάνω πληροφόρηση η οποία εξάχθηκε από την επίσημη ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών καταγράφεται η καταστροφική πορεία των εξαγορών όπου είκοσι επτά εταιρείες να έχουν τεθεί υπό καθεστώς διαχείρισης, ή διάλυσης, ή εκκαθάρισης, ή να είναι υπό διαγραφή ή διαλύθηκαν λόγω συγχώνευσης.

6.5.1 Πτωχεύσεις και Εκκαθαρίσεις Εταιρειών

Η Υπηρεσία Αφερεγγυότητας (2016) αποδίδει τεράστια σημασία στη συλλογή και ετοιμασία στατιστικών στοιχείων έτσι ώστε να είναι σε θέση με εμπειρικά στοιχεία να αξιολογεί την εφαρμογή του Πλαισίου Αφερεγγυότητας και να προβαίνει στις απαραίτητες ρυθμίσεις για διόρθωση των στρεβλώσεων και δυσλειτουργιών. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία της Υπηρεσίας Αφερεγγυότητας (2016) εξήχθησαν τα πιο κάτω δεδομένα όσον

αφορά τις πτωχεύσεις και εκκαθαρίσεις εταιρειών (δημόσιων και ιδιωτικών) για τη χρονική περίοδο 2004 - 2015:

Πίνακας 6-6: Πτωχεύσεις και Εκκαθαρίσεις Εταιρειών σε €'000

1	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
2	125	138	156	184	208	221	237	254	269	272	252	228
3	149	158	140	141	135	159	171	182	133	189	163	136
4	0,12%	0,11%	0,09%	0,08%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,05%	0,07%	0,06%	0,06%

Παράμετροι: 1=Έτος, 2=Αριθμός εγγεγραμμένων εταιρειών σε χιλιάδες, 3=πτωχεύσεις/εκκαθαρίσεις, 4=ποσοστό πτωχεύσεων/εκκαθαρίσεων επί των εγγεγραμμένων εταιρειών

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ως έχει καταγραφεί στην εισαγωγή του κεφαλαίου τα πιο κάτω δεδομένα συλλέχθηκαν αναφορικά με τις εξαγορές στην Κύπρο:

- ο Συνολικό δείγμα 111 δημόσιων προτάσεων προς εξαγορά εταιρειών (παράρτημα 1).
- ο Μη υλοποιηθείσες εξαγορές 29 ή 26%.
- ο Δεν εντοπίστηκαν δεδομένα για 32 εξαγορές ή 29%.

Με βάση τα πιο πάνω δεδομένα όπου το σύνολο των υλοποιηθείσων εξαγορών για την περίοδο 1999 – 2015 ήταν σε αριθμό 82. Διενεργήθηκε έρευνα στο μητρώο εταιρειών μέσω της ιστοσελίδας του Εφόρου Εταιρειών για τις 82 υλοποιηθείσες εξαγορές όπου σύμφωνα με το πίνακα 6-5 είκοσι τρεις (23) εταιρείες τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, διάλυσης εκκαθάρισης, ή διαγραφής (εξαιρέθηκαν οι συγχωνεύσεις). Το ποσοστό αποτυχίας των 23 εταιρειών σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των εξαγορών (82) αντιστοιχεί σε ποσοστό πλήρους απώλειας της αξίας των μετόχων της τάξης του 28%.

Καταληκτικά το ποσοστό της πλήρους απώλειας της αξίας των μετόχων της τάξης του 28% κατά την περίοδο 1999-2020 σε σχέση με τα πολύ χαμηλά ποσοστά εκκαθαρίσεων και πτωχεύσεων της Υπηρεσίας Αφερεγγυότητας τη χρονική περίοδο 2004-2015 όπου κυμαίνονται μεταξύ 0,05%-0,12% καταδεικνύει ότι η αποτυχία πηγάζει από τις αποφάσεις των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

6.6 Συμπερασματική Σύνοψη Μοντέλου Altman στην παρούσα έρευνα

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της περιγραφικής στατιστικής και τη χρήση των δεικτών μέσου όρου, διάμεσου, τυπικής απόκλισης, ελάχιστου και μέγιστου, καταγράφονται τα αρνητικά αποτελέσματα των εξαγορών:

- ο Μέσος όρος (Mean): καταγράφεται δραματική πορεία μείωσης του μέσου όρου στα έτη Y2-Y5
- ο Διάμεσος (Median): από τον δεύτερο χρόνο/Y2 μέχρι και τον πέμπτο/Y5 χρόνο καταγράφονται διάμεσοι δείκτες οι οποίοι φέρουν υψηλό ρίσκο πτώχευσης.

- ο Τυπική Απόκλιση (St. Deviation): Στην παρούσα περίπτωση για όλα τα έτη ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλη απόσταση από τον αριθμητικό μέσο γεγονός όπου καταδεικνύεται και ο πολύ χαμηλός διάμεσος δείκτης.
- ο Το ποσοστό των εξαγορασθεισών εταιρειών στην ασφαλή ζώνη στο έτος εξαγοράς (Y0) ήταν στο 53% ενώ στο πέμπτο έτος (Y5) μειώθηκε στο 39%.
- ο Το ποσοστό των εξαγορασθεισών εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη στο έτος εξαγοράς (Y0) ήταν στο 47% ενώ στο πέμπτο έτος (Y5) αυξήθηκε στο 61%.
- ο Είκοσι τρις εταιρείες από τις ογδόντα δύο τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, ή διάλυσης, ή εκκαθάρισης, ή διαγραφής, ή ήταν ανενεργές για μεγάλο χρονικό διάστημα παραβαίνοντας τους κανονισμούς του εφόρου εταιρειών με ορίζοντα την άμεση διαγραφή. Δηλαδή ποσοστό 28% απότυχε πλήρως με συνέπεια οι μέτοχοι να απωλέσουν την επένδυση των.
- ο Από τις είκοσι επτά εταιρείες που αποτύχαν οι δεκατέσσερις έφεραν χαμηλό δείκτη Altman Z score, δηλαδή ποσοστό 52% και επί συνόλου ογδόντα δύο εξαγορών σε ποσοστό 17%-.

6.7 Έλεγχος Υποθέσεων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα και έλεγχος υποθέσεων με βάση την εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 6-7: Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις

EY4.6: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Altman Z Score.	Απόρριψη: Οι Ε&Σ απέτυχαν να βελτιώσουν την οικονομική ευρωστία των εταιρειών όπου η τεκμηρίωση εξάγεται διαμέσου της αύξησης των εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη από το 47% στο Y0 στο 61% στο Y5. Περαιτέρω καταγράφεται δραματική μείωση μέσου όρου και διαμέσου δείκτη οι οποίοι φέρουν υψηλό ρίσκο πτώχευσης
---	---

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

6.8 Τελικό Συμπέρασμα

Σε αυτό το κεφάλαιο διενεργήθηκε η αποτίμηση των εξαγορών διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z Score ως μεταβλητή ελέγχου όπου καταγράφονται τα αποτελέσματα έρευνας τα οποία κρίνονται σημαντικά για τους ακόλουθους λόγους: (α) για πρώτη φορά υιοθετείται η εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score προς αποτίμηση των εξαγορών σε περίοδο 5 έτη μετά την εξαγορά, και (β) για πρώτη φορά διενεργείται έρευνα εξαγορασθεισών εταιρειών σε τι καθεστώς βρέθηκαν (πτώχευση, διαγραφή, διαχείριση, συγχώνευση) σε σχέση με τον δείκτη Z Score της περιόδου Y5 μετά τα πέντε έτη στη μετά-εξαγορά εποχή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

Ανάλυση Ευρημάτων

Συσχέτιση Αποτελεσμάτων

Μοντέλου Altman Z' Score με Μεταβλητές Ελέγχου και Ανεξάρτητης Μεταβλητής ROA/ROE

7.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας στον τομέα της συσχέτισης του μοντέλου Altman Z Score με μεταβλητές ελέγχου και εξαρτημένη μεταβλητή ROA.

Σύνδεση με Διεθνή Βιβλιογραφία: Στα κεφάλαια 2 και 3 έχει ερευνηθεί διεξοδικά η χρήση των μεταβλητών ελέγχου και Altman Z Score από πληθώρα ερευνητών όπου κρίνεται ως ένα αποτελεσματικό εργαλείο αποτίμησης των εξαγορών. Καταγράφηκε στη διεθνή βιβλιογραφία η προσπάθεια συσχέτισης λογιστικών δεικτών σε σχέση με το μοντέλο Altman Z Score.

Ερευνητικές Υποθέσεις: Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο κεφάλαιο 2, έχουν αναπτυχθεί οι πιο κάτω ερευνητικές υποθέσεις όπου οι απαντήσεις εξάγονται μέσα από την ανάλυση των ευρημάτων του παρόντος κεφαλαίου:

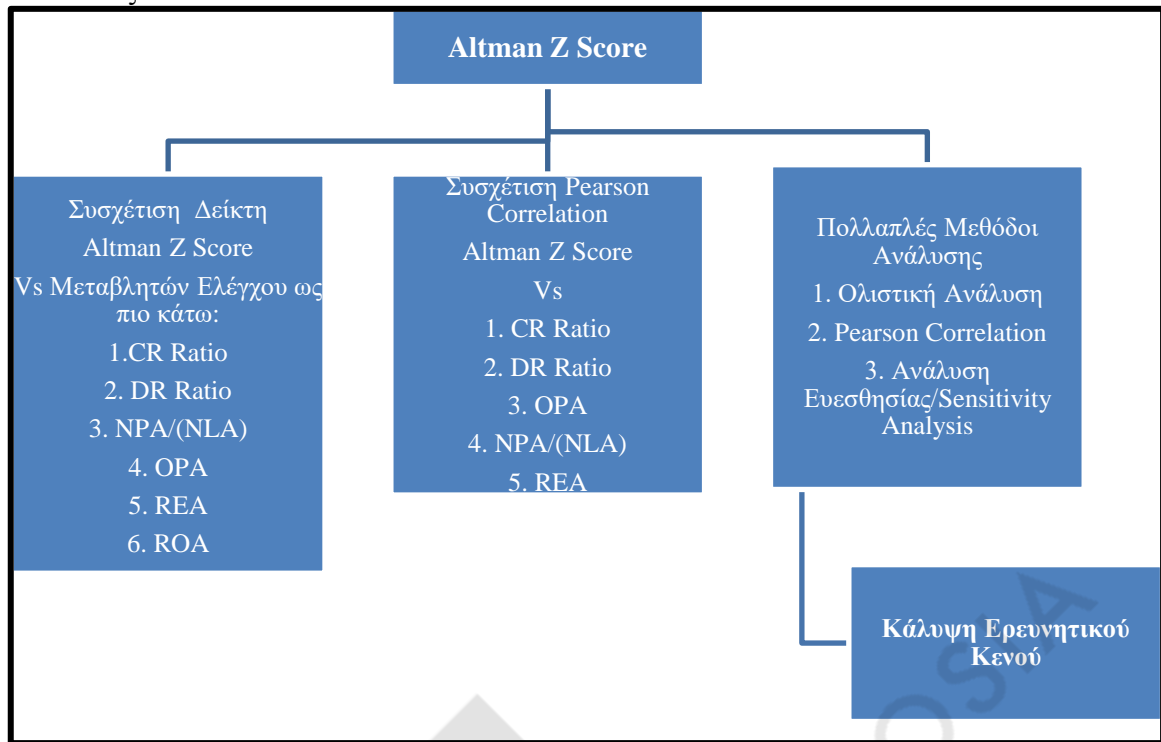
EY5: Οι δείκτες CR, DR, OPA, NPA, και REA έχουν την ίδια επίδραση στον δείκτη Z Score.

EY6: Στην ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score είναι πάνω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία μη-πτώχευσης και κάτω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία πτώχευσης.

Ερευνητική Μεθοδολογία: Στα κεφάλαια 2 και 3 έχει αναλυθεί σε έκταση η τεχνική της χρήσης των μεταβλητών και Altman Z Score. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται διαμέσου της περιγραφικής στατιστικής οι ποσοτικές αναλύσεις των μεταβλητών σε σχέση με το μοντέλο Altman ως ακολούθως: ολιστική ανάλυση συσχέτισης μεταβλητών ελέγχου σε σχέση με μοντέλο Z Score για περίοδο Y0-Y5, ολιστική ανάλυση εξαρτημένης μεταβλητής ROA και ROE σε σχέση με Z Score για περίοδο Y0-Y5, εφαρμογή Pearson Correlation Z Score σε συσχέτιση με CR, DR, και NP/(L) και ανάλυσης ευαισθησίας μεταξύ δείκτη Z Score σε σχέση με Ποσοτικές Μεταβλητές Ελέγχου CR, DR και NP(L). Περαιτέρω διενεργείται ανάλυση συσχέτισης δείκτη εξαρτημένης μεταβλητής θετικού πρόσημου $\geq 2,74\%$ ROE ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score $\geq 3,0$ στα έτη Y0 και Y5.

Δομή: Το πιο κάτω γράφημα σε ιεραρχική μορφή παρουσιάζει τις ποσοτικές αναλύσεις και συσχετίσεις του Altman Z Score σε σχέση με τις μεταβλητές ελέγχου ως πιο κάτω:

Γράφημα 7-1: Συσχέτιση Altman Z Score και Μεταβλητών Ελέγχου – Ποσοτικές Αναλύσεις



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.1 Σύγκριση Ευρημάτων ανάλυσης Μοντέλου Altman Z Score και Λογιστικών Δεικτών Τρεχούμενης Ρευστότητας & Χρέους και Ανάλυση Κερδοφορίας

Έχει διενεργηθεί εμπειρισταωμένη ανάλυση του Μοντέλου Altman Z Score στο κεφάλαιο 6 ως ελεγχόμενη μεταβλητή, όπως και εμπειρισταωμένη ανάλυση στα κεφάλαια 4 και 5 των επιπρόσθετων μεταβλητών ελέγχου: λογιστικών δεικτών τρεχούμενης ρευστότητας και χρέους, όπως και ανάλυση της κερδοφορίας. Σε αυτό το στάδιο διενεργείται ανάλυση διαμέσου ολιστικής μεθόδου και εξάγεται στατιστικό αποτέλεσμα σε ποσοστό, σε ποιο βαθμό οι δείκτες τρεχούμενης ρευστότητας, χρέους, και αναλύσεις καθαρής κερδοφορίας επηρεάζουν τον δείκτη Altman Z Score (αύξηση ή μείωση). Περαιτέρω διενεργείται συσχέτιση εφαρμογής Pearson Correlation των εξαχθέντων αποτελεσμάτων του μοντέλου Altman σε σχέση με τους δείκτες τρεχούμενης ρευστότητας, χρέους, και καθαρής κερδοφορίας για τα έτη Y0-Y5.

7.1.1 Συμπερασματική ανάλυση συσχέτισης δεικτών (μεταβλητών ελέγχου): τρεχούμενης ρευστότητας, χρέους, ανάλυση λειτουργικής & καθαρής κερδοφορίας και ανάλυση συσσωρευμένων κερδών ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score

Στο παρόν υποκεφάλαιο διενεργείται στατιστική συσχέτιση της τάσης του δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας και χρέους όπως και αναλύσεις λειτουργικής και καθαρής

κερδοφορίας, όπως και συσσωρευμένων κερδών κατά την περίοδο του έτους εξαγοράς μέχρι και το πέμπτο έτος μετά την εξαγορά, σε παράλληλη σύγκριση με τον δείκτη του μοντέλου Altman Z Score. Η συσχέτιση των πιο πάνω παραμέτρων με τον δείκτη του μοντέλου Altman Z Score δίνει κατεύθυνση στο ποιος/ποιοι από τις πέντε παραμέτρους οδηγούν τον δείκτη Altman Z Score (αύξηση ή μείωση). Τη μεθοδολογία σύγκρισης δύο μοντέλων/παραμέτρων όπου το ένα είναι το Z Score την έχουν εφαρμόσει πληθώρα ερευνητών ως έχει αναλυθεί στη βιβλιογραφική επισκόπηση.

Στην παρούσα μελέτη έχει εφαρμοστεί το πιο κάτω πλαίσιο:

Παράμετρος Α	Παράμετρος Β / Κριτήριο (Δείκτες)	
Μοντέλο	Μοντέλο	Κριτήριο
Z Score Model	Multiple Accounting Ratio Analysis Current Ratio Debt Ratio Operating profit analysis Net Profit Analysis Retained Earnings Analysis	Ρευστότητα Χρέους Κερδοφορία

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συνεπώς με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία καταγράφεται η χρήση του μοντέλου Altman Z Score σε σύγκριση με επιλογές λογιστικών δεικτές: ρευστότητας, χρέους, κερδοφορίας, και απόδοσης, όπου οι ερευνητές κάνουν χρήση σύγκρισης διά της επιλογής μόνον ενός οι δύο δεικτών/παραμέτρων. Εν αντιθέσει στην παρούσα έρευνα εισάγονται τρεις παράμετροι καλύπτοντας τα κρίσιμα πεδία ρευστότητας, χρέους και κερδοφορίας για να υπάρξει ευρύτερο αποτέλεσμα προς σύγκριση. Συνεπώς δεν θα απομονωθεί ένας δείκτης σε σύγκριση με τον δείκτη Z Score αλλά θα υπάρξει ολοκληρωμένη εικόνα ως προς το ποιος ή ποιοι δείκτες επηρεάζουν τον δείκτη Z Score και σε πιο βαθμό, γεγονός το οποίο εφαρμόζεται για πρώτη φορά στη διεθνή βιβλιογραφία.

7.1.1.1 Δυνατά σημεία έρευνας συγκρισιμότητας

- Διενεργείται η χρήση δύο μεθόδων, η χρήση του μοντέλου Z Score σε σχέση με τη χρήση λογιστικών δεικτών ρευστότητας, χρέους και ανάλυση κερδοφορίας σε τρία επίπεδα.
- Καλύπτεται ανάλυση αποτελεσμάτων 6 χρόνια (χρόνος εξαγοράς συν πέντε χρόνια).
- Η πλήρης συγκριτική ανάλυση 29 εταιρειών (παράρτημα 15) για περίοδο έξι χρόνων από το δείγμα των 50 εταιρειών, δηλαδή ποσοστό της τάξης του 58%, κρίνεται ικανοποιητικό προς εξαγωγή συμπερασμάτων, γεγονός το οποίο αυξάνει την ακρίβεια των αποτελεσμάτων.

7.1.1.2 Αδύνατα σημεία έρευνας συγκρισιμότητας

- Η έρευνα εξετάζει και εξάγει αποτελέσματα με βάση πηγή πληροφόρησης τις οικονομικές καταστάσεις μόνο σε ιστορικό επίπεδο.
- Βασίζεται μόνο σε οικονομικά δεδομένα.
- Δεν εξετάζονται άλλοι παράγοντες/παράμετροι όπως η εταιρική κουλτούρα, εταιρική διακυβέρνηση, συστήματα υποκίνησης προσωπικού & απόδοσης, κύκλος ζωής προϊόντων, ανταγωνισμός, υποδομή, και πελατολόγιο.

Ποιο κάτω διενεργείται στατιστική ανάλυση και συσχέτιση μεταβλητών ελέγχου (CR, DR, OP, NP/(L), RE) και εξαρτημένης μεταβλητής (ROA) ως προς την εξαγωγή συμπερασμάτων ως προς το ποιος/οι δείκτες επηρεάζουν και οδηγούν τον δείκτη Z Score.

Στατιστικό Δείγμα: Σε δείγμα ανάλυσης 29 εταιρειών (Παράρτημα 15) εξήχθησαν τα πιο κάτω στατιστικά αποτελέσματα, σύμφωνα με τη στατιστική παρουσίαση συσχέτισης μοντέλου Altman Z Score και Δεικτών Χρέους (DR), Τρεχούμενης Ρευστότητας (CR), Ανάλυση Καθαρής Κερδοφορίας/(Ζημιάς) (NP/(NL), Ανάλυση Λειτουργικής Κερδοφορίας /(Ζημιάς) (OP/OL) και Ανάλυση Συσσωρευμένων Κερδών/(Ζημιών) (RE/RL). Συγκεκριμένα διενεργήθηκε καταγραφή των τάσεων στην κάθε εταιρεία στη χρονική περίοδο κατά τον χρόνο εξαγοράς μέχρι και το πέμπτο έτος μετά την εξαγορά (Y0-Y5) σε συσχέτιση με τον δείκτη Z Score, ως καταγράφεται στον πιο κάτω πίνακα:

Πίνακας 7.1: Στατιστικά αποτελέσματα τάσεων Μεταβλητών Ελέγχου και Altman Z Score

CR<...<ZS CR>>ZS	CR<...>ZS CR>...<ZS	DR>...<ZS DR<...<ZS	DR<...>ZS DR>...<ZS	NP>...<ZS NL<...>ZS	NP>...>ZS <NL...<ZS	OP>...<ZS OL<...>ZS	OP>...>ZS OL<...<ZS	RE>...<ZS RL<...>ZS	RE>...>ZS RL<...<ZS
123	21	42	96	76	76	81	64	64	69
144		138		152		145		133	
85%	15%	30%	70%	50%	50%	56%	44%	48%	52%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.1.1.3 Επεξήγηση στατιστικού δείγματος

- Το ολιστικό δείγμα για κάθε κατηγορία είναι 6 έτη επί 29 εταιρείες = 174 ως μέγιστο δείγμα ή 100%.
- Δείγμα δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας = $(144 \times 100) / 174 = 83\%$.
- Δείγμα δείκτη χρέους = $(138 \times 100) / 174 = 79\%$.
- Δείγμα ανάλυσης καθαρής κερδοφορίας = $(152 \times 100) / 174 = 87\%$.
- Δείγμα ανάλυσης λειτουργικής κερδοφορίας = $(145 \times 100) / 174 = 83\%$.
- Δείγμα ανάλυσης συσσωρευμένης κερδοφορίας = $(133 \times 100) / 174 = 76\%$.

7.1.1.4 Επεξήγηση Παραμέτρων

- $ZS = Z \text{ Score} / \Delta \epsilon \acute{\iota} \kappa \tau \eta \varsigma \text{ Z Score}$

- CR= Current Ratio / Δείκτης Τρεχούμενης Ρευστότητας
- DR= Debt Ratio / Δείκτης Χρέους
- NP= Net Profit / Καθαρά Κέρδη
- NL= Net Losses / Καθαρές Ζημιές
- OP= Operating Profit / Λειτουργικό κέρδος
- OL= Operating Loss/Λειτουργική Ζημιά
- RE= Retained Earnings/Συσσωρευμένα Κέρδη
- RL= Retained Losses/Συσσωρευμένες Ζημιές
- >: πάνω από το όριο ασφαλείας στους δείκτες CR όπου είναι το 2:1 (όσο μεγαλύτερο τόσο το καλύτερο) και DR όπου είναι το 40% (όσο μικρότερο τόσο το καλύτερο), και κέρδη στον δείκτη NP
- <: κάτω από το όριο ασφαλείας στους δείκτες CR και DR, και ζημιές στον δείκτη NP
- >NP,OP,RE: καθαρά κέρδη (NP), λειτουργικά κέρδη (OP), συσσωρευμένα κέρδη (RE).
- NL, OL, RL<: καθαρές ζημιές (NL), λειτουργικές ζημιές (OL), συσσωρευμένες ζημιές (RL).

Με βάση την ανάλυση των τάσεων σύμφωνα με τα δεδομένα του παραρτήματος 16, οι τάσεις χωρίστηκαν σε δέκα κατηγορίες με την εξής επεξήγηση:

CR<...<Z S CORE και CR>... >Z SCORE: μείωση του δείκτη ρευστότητας οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score και αύξηση του δείκτη ρευστότητας οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε **ποσοστό 85%** σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο αναμενόμενο αποτέλεσμα. Δηλαδή όταν ο δείκτης των εταιρειών ήταν κάτω από το όριο ασφαλείας του 2:1 ή 2,00, ο δείκτης Z Score οδηγείτο κάτω από το όριο ασφαλείας του 3,0 με καταγραφή πιθανότητα πτώχευσης, και στον αντίποδα δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας πάνω από το όριο ασφαλείας οδηγούσε το δείκτη Z Score πάνω από το όριο ασφαλείας του 3,0 με χαμηλή πιθανότητα πτώχευσης. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του CR στο δείκτη Z Score

Royale Highgate Ltd		
Year	Z' Score	CR
Y0	6,52	3,51
Y1	7,48	3,67
Y2	1,24	1,89
Y3	1,85	1,73

Y4	N/A	1,33
Y5	1,24	1,61

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Στα έτη Y0 και Y1 ο δείκτης CR είναι πάνω από το όριο ασφαλείας του 2:1 στο 3,51:1 και 3,67:1 όπου και ο δείκτης του Z Score είναι πάνω από το όριο ασφαλείας του 3,0 και συγκεκριμένα στο 6,52 και 7,48. Συνεπώς δείκτης CR πάνω από το όριο ασφαλείας οδηγεί δείκτη Z Score πάνω από το όριο ασφαλείας (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- Στα έτη Y2, Y3 και Y5 καταγράφονται δείκτες CR κάτω από το όριο ασφαλείας του 2:1 στο Y2=1,89:1, Y3=1,73:1 και Y5=1,61:1, όπου στις αντίστοιχες χρονιές και ο δείκτης του Z Score καταγράφει δείκτες κάτω από το όριο ασφαλείας του 3,0 και συγκεκριμένα Y2=1,24, Y3=1,85 και Y5,1,24. Συνεπώς, δείκτης CR κάτω του ορίου ασφαλείας οδηγεί και δείκτη Z Score κάτω του ορίου ασφαλείας (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **CR<...>ZS και CR>...<ZS:** μείωση του δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 15% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Εδώ παρουσιάζονται αντιφατικά αποτελέσματα όπου ο δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας είναι κάτω από το όριο ασφαλείας ενώ ο δείκτης Z Score παρουσίαζε περιπτώσεις τάσεων πάνω από το όριο 3,0-. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του CR στο δείκτη Z Score

EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD		
YEAR	Z'SCORE	CR
Y0	-3,48	N/A
Y1	-4,52	N/A
Y2	3,04	0,89
Y3	0,13	1,88
Y4	2,11	1,79
Y5	3,04	1,84

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Στα έτη Y2 και Y5 ο δείκτης CR είναι κάτω από το όριο ασφαλείας του 2:1 στο 0,89:1 και 1,84:1 αντίστοιχα, ενώ ο δείκτης του Z Score είναι πάνω από το όριο ασφαλείας του 3,0 και συγκεκριμένα στο 3,04 και τις δύο χρονιές-. Συνεπώς **CR<...>Z SCORE**, άρα μη αναμενόμενο αποτέλεσμα.
- **DR>...>ZS και DR<...<ZC:** αύξηση του δείκτη χρέους οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score και μείωση του δείκτη χρέους οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score

(μη αναμενόμενο αποτέλεσμα). Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 30% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15).

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του DR στο δείκτη Z Score

ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ		
YEAR	Z'SCORE	DR
Y0	1,91	17%
Y1	1,91	11%
Y2	-2,27	9%
Y3	-1,37	7%
Y4	-1,22	8%
Y5	-2,27	9%
EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD		
YEAR	Z'SCORE	DR
Y0	-3,48	N/A
Y1	-4,52	N/A
Y2	3,04	113%
Y3	0,13	53%
Y4	2,11	56%
Y5	3,04	54%

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα

- Στην εταιρεία πιο πάνω ΤΟΧΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ σε όλα τα έτη ο δείκτης DR είναι στα όρια ασφαλείας κάτω του 40%. Στον αντίποδα ο δείκτης Z Score είναι σε όλα τα έτη κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0, ενώ έπρεπε να είναι πάνω από τον δείκτη του 3,0. Εξού και **DR<...<Z SCORE** (μη αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- Στην εταιρεία πιο πάνω EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD στα έτη Y2 και Y5 ο δείκτης DR είναι πάνω από το όριο ασφαλείας του 40%. Στον αντίποδα ο δείκτης Z Score είναι πάνω από το δείκτη ασφαλείας του 3,0, ενώ έπρεπε να είναι κάτω από τον δείκτη του 3,0. Εξού και **DR>...>Z SCORE** (μη αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **DR<...>Z SCORE και DR>...<Z SCORE:** μείωση του δείκτη χρέους οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score και αύξηση του δείκτη χρέους οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε **ποσοστό 70%** σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο (αναμενόμενο αποτέλεσμα). Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του DR στο δείκτη Z Score

NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ		
-------------------------	--	--

<u>YEAR</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>
Y0	-0,04	45%
Y1	-1,08	57%
Y2	1,48	59%
Y3	2,34	55%
Y4	0,67	53%
Y5	1,48	52%
CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD		
<u>YEAR</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>
Y0	13,38	2%
Y1	16,74	2%
Y2	7,94	3%
Y3	N/A	10%
Y4	5,89	12%
Y5	7,94	11%

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Στην εταιρεία πιο πάνω NEMΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ σε όλα τα έτη ο δείκτης DR είναι πάνω από τα όρια ασφαλείας του 40%. Εξού και ο δείκτης Z Score είναι σε όλα τα έτη κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0. Συνεπώς **DR>...<Z SCORE** (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- Στην εταιρεία πιο πάνω CYVENTURE CAPITAL PUBLIC CO. LTD σε όλα τα έτη ο δείκτης DR είναι κάτω από τα όρια ασφαλείας του 40%. Εξού και ο δείκτης Z Score είναι σε όλα τα αντίστοιχα έτη είναι πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0. Συνεπώς **DR<...>Z SCORE** (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **NP>...<ZS και NL<...>ZS:** θετικό πρόσημο στα καθαρά κέρδη οδηγεί σε μείωση του δείκτη του Z Score και αρνητικό πρόσημο στα καθαρά κέρδη, δηλαδή καθαρές ζημιές οδηγεί σε αύξηση του δείκτη του δείκτη Z Score, αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 50% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του NP/(NL) στο δείκτη Z Score

ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΑ		
<u>YEAR</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>NP/(NL)</u>
Y0	1,91	-729.539
Y1	1,91	-28.087
Y2	-2,27	-25.267
Y3	-1,37	13.463
Y4	-1,22	-191.110
Y5	-2,27	-212.118
EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD		

YEAR	Z'SCORE	NP/(NL)
Y0	-3,48	-6.095.941
Y1	-4,52	-5.307.974
Y2	3,04	-4.519.435
Y3	0,13	169.392
Y4	2,11	-1.064.876
Y5	3,04	332.410

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Στην εταιρεία πιο πάνω ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ σε όλα τα έτη το Z Score είναι κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0 και ακόμα χειρότερα στα έτη Y3,Y4 και Y5 είναι αρνητικός δείκτης. Στον αντίποδα η εταιρεία είχε ζημιές μεγάλες, μικρές και κέρδος, όμως ο δείκτης Z Score ήταν σε όλα τα έτη κάτω από το όριο ασφαλείας. Συνεπώς οι αυξομειώσεις στα κέρδη/(ζημιές) οδηγούσαν το δείκτη Z Score κάτω (<) από το όριο ασφαλείας του 3,0. Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα όπου **>NP<...<Z SCORE**.
- ο Παρόμοιο γεγονός καταγράφεται και στην εταιρεία EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD όπου το έτος Y2 καταγράφεται μεγάλη ζημιά της τάξης των €4,519,435 ενώ ο δείκτης Z Score είναι πάνω από το όριο ασφαλείας στο 3,04. Μη αναμενόμενο γεγονός όπου **NP<....>Z Score**.
- **NP>...>ZS και NL<...<ZS:** επίτευξη καθαρών κερδών οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score και μείωση στα καθαρά κέρδη, δηλαδή καθαρές ζημιές οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score (αναμενόμενο αποτέλεσμα). Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 50% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του NP/(NL) στο δείκτη Z Score

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ		
YEAR	Z'SCORE	NP/(NL)
Y0	82,81	43.778
Y1	155,62	1.563.017
Y2	82,81	1.647.705
Y3	0,91	-1.655.768
Y4	-0,73	-3.562.554
Y5	N/A	-319.000

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Στην εταιρεία πιο πάνω ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ στα έτη Y0,Y1 και Y2 παρουσιάζει κέρδη όπου στα αντίστοιχα έτη ο δείκτης Z Score είναι πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0. Εξού και **NP>...>Z SCORE** (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- ο Στα έτη Y3 και Y4 η ίδια εταιρεία παρουσιάζει ζημιές όπου και ο δείκτης Z Score είναι κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0. Εξού και **NP<...<Z SCORE** (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **OP>...>ZS και OL<...<ZS:** επίτευξη λειτουργικών κερδών οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score και μείωση στα λειτουργικά κέρδη, δηλαδή λειτουργικές ζημιές οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score (αναμενόμενο αποτέλεσμα). Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 44% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του OP/(OL) στο δείκτη Z Score

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ		
YEAR	Z'SCORE	OP/(OL)(EBIT)
Y0	82,81	18.692
Y1	155,62	908.611
Y2	82,81	1.341.280
Y3	0,91	37.461
Y4	-0,73	-1.562.043
Y5	N/A	N/A

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Στην εταιρεία πιο πάνω ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ στα έτη Y0,Y1 και Y2 παρουσιάζει κέρδη όπου στα αντίστοιχα έτη ο δείκτης Z Score είναι πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0-. Εξού και **OP>...>ZS** (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- ο Στο έτος Y4 η ίδια εταιρεία παρουσιάζει ζημιές όπου και ο δείκτης Z Score είναι κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0-. Εξού και **OP<...<ZS** (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **OP>...<ZS και OL<...>ZS:** θετικό πρόσημο τα λειτουργικά κέρδη οδηγεί σε μείωση του δείκτη του Z Score και αρνητικό πρόσημο στα λειτουργικά κέρδη, δηλαδή λειτουργικές ζημιές οδηγεί σε αύξηση του δείκτη του δείκτη Z Score, αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 56%

σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του OP/(OL) στο δείκτη Z Score

ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΑ		
YEAR	Z'SCORE	OP/(OL)(EBIT)
Y0	1,91	1.335.261
Y1	1,91	-246.510
Y2	-2,27	-1.560.733
Y3	-1,37	-726.166
Y4	-1,22	-209.779
Y5	-2,27	59.684
EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD		
YEAR	Z'SCORE	OP/(OL)(EBIT)
Y0	-3,48	-3.559.511
Y1	-4,52	-3.105.324
Y2	3,04	-2.581.815
Y3	0,13	224.648
Y4	2,11	-516.315
Y5	3,04	312.744

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Στην εταιρεία πιο πάνω ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΑ σε όλα τα έτη το Z Score είναι κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0 και ακόμα χειρότερα στα έτη Y2,Y3,Y4 και Y5 είναι αρνητικός δείκτης. Στον αντίποδα η εταιρεία είχε λειτουργικά κέρδη στα έτη Y0 και Y5. Συνεπώς OP>...<ZS, μη αναμενόμενο αποτέλεσμα.
- Παρόμοιο γεγονός καταγράφεται και στην εταιρεία EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD όπου το έτος Y2 καταγράφεται λειτουργική ζημιά της τάξης των €2.581.815 ενώ ο δείκτης Z Score είναι πάνω από το όριο ασφαλείας στο 3,04. Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα όπου OP<....>Z Score.
- **RE>...>ZS και <RL...<ZS:** επίτευξη συσσωρευμένων κερδών (RE) οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score και αρνητικό πρόσημο στα συσσωρευμένα κέρδη, δηλαδή συσσωρευμένες ζημιές οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 52% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο (λογικό αποτέλεσμα). Δια να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του RE/(RL) στο δείκτη Z Score

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ		
<u>YEAR</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>RE/(RL)</u>
Y0	82,81	-979.081
Y1	155,62	176.169
Y2	82,81	1.594.049
Y3	0,91	1.164.511
Y4	-0,73	77.040
Y5	N/A	-2.449.029

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Στην εταιρεία πιο πάνω ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ στα έτη Y1 και Y2 παρουσιάζει συσσωρευμένα κέρδη όπου στα αντίστοιχα έτη ο δείκτης Z Score είναι πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0. Εξού και $RE > \dots > ZS$ (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **$RE > \dots < ZS$ και $RL < \dots > ZS$:** θετικό πρόσημο στα συσσωρευμένα κέρδη οδηγεί σε μείωση του δείκτη του Z Score και αρνητικό πρόσημο στα συσσωρευμένα κέρδη, δηλαδή συσσωρευμένες ζημιές οδηγεί σε αύξηση του δείκτη του δείκτη Z Score, αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 48% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο. Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση Αύξηση/Μείωση του RE/(RL) στο δείκτη Z Score

ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ		
<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>RE/(RL)</u>
X0	1,91	N/A
X1	1,91	2.630.333
X2	-2,27	-37.488
X3	-1,37	-1.740.100
X4	-1,22	-2.599.927
X5	-2,27	-126.110
EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD		
<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>RE/RL</u>
X0	-3,48	N/A
X1	-4,52	-9.750.925
X2	3,04	-15.188.354
X3	0,13	-15.018.961
X4	2,11	-4.054.419
X5	3,04	-3.722.009

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

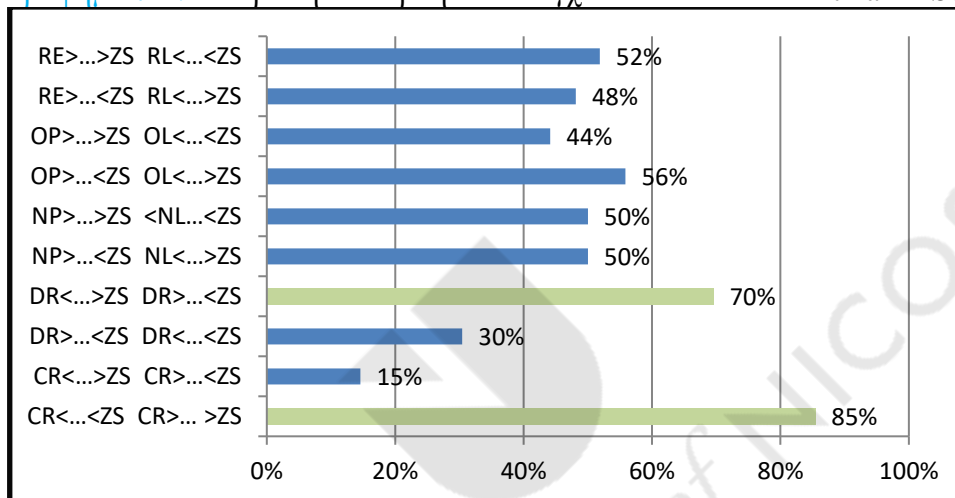
- ο Στην εταιρεία πιο πάνω ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ σε όλα τα έτη το Z Score είναι κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 3,0 και ακόμα χειρότερα στα έτη Y3,Y4 και Y5 είναι αρνητικός δείκτης. Στον αντίποδα η εταιρεία είχε

συσσωρευμένα κέρδη στο έτος Y1 της τάξης των €2.630.333. Συνεπώς **RE>...<ZS**, μη αναμενόμενο αποτέλεσμα.

- ο Παρόμοιο γεγονός καταγράφεται και στην εταιρεία EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD όπου το έτος Y2 καταγράφεται συσσωρευμένη ζημιά της τάξης των €15.188.354 ενώ ο δείκτης Z Score είναι πάνω από το όριο ασφαλείας στο 3,04-. Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα όπου **RL<....>Z Score**.

Στο πιο κάτω γράφημα παρατίθεται συγκεντρωτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων:

Γράφημα 7-2: Επίδραση Μεταβλητών Ελέγχου στο Μοντέλο Altman Z Score



Πηγή: Παράρτημα 16 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση τα στατιστικά αποτελέσματα του ολιστικού δείγματος καταγράφεται η δυνατή σχέση μεταξύ της τάσης CR<...<ZS και CR>...>ZS σε ποσοστό της τάξης του 85% και DR<...>ZS και DR>...<ZS της τάξης του 70%.

7.1.2 Συμπερασματική ανάλυση συσχέτισης δείκτη εξαρτημένης μεταβλητής θετικού πρόσημου ROA ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score

Στατιστικό Δείγμα: Σε δείγμα ανάλυσης 29 εταιρειών (παράρτημα 15) εξήχθησαν τα πιο κάτω στατιστικά αποτελέσματα, σύμφωνα με την Στατιστική Παρουσίαση Συσχέτισης Μοντέλου Altman Z Score και Εξαρτημένης Μεταβλητής ROA. Συγκεκριμένα διενεργήθηκε καταγραφή των τάσεων στην κάθε εταιρεία στη χρονική περίοδο κατά τον χρόνο εξαγοράς μέχρι και το πέμπτο έτος μετά την εξαγορά (Y0-Y5) σε συσχέτιση με τον δείκτη Z Score, ως καταγράφεται στον πιο κάτω πίνακα (Παράρτημα 16):

Πίνακας 7-2: Στατιστικά αποτελέσματα τάσεων Εξαρτημένης Μεταβλητής και Altman Z Score

ROA/+...>3,0 Z Score	ROA/+...<3,0 Z Score	ROA/-...<3,0 Z Score	ROA/-...>3,0 Z Score
30	27	46	43
146			
21%	18%	32%	29%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.1.2.1 Επεξήγηση στατιστικού δείγματος

- Το ολιστικό δείγμα για κάθε κατηγορία είναι 6 έτη επί 29 εταιρείες = 174 ως μέγιστο δείγμα ή 100%.
- Δείγμα δείκτη ROA = $(146 \times 100) / 174 = 84\%$.

7.1.2.2 Επεξήγηση Παραμέτρων

- ROA/+...>3,0 Z Score = Θετικός Δείκτης ROA οδηγεί δείκτη Z Score μεγαλύτερο του 3,0 (μειωμένο ρίσκο αποτυχίας), λογικό αποτέλεσμα.
- ROA/+...<3,0 Z Score = Θετικός Δείκτης ROA οδηγεί δείκτη Z Score μικρότερο του 3,0 (ρίσκο αποτυχίας), αντιφατικό αποτέλεσμα.
- ROA/-...<3,0 Z Score = Αρνητικός Δείκτης ROA οδηγεί δείκτη Z Score μικρότερο του 3,0 (ρίσκο αποτυχίας), λογικό αποτέλεσμα.
- ROA/-...>3,0 Z Score = Αρνητικός Δείκτης ROA οδηγεί δείκτη Z Score μεγαλύτερο του 3,0 (ρίσκο αποτυχίας), αντιφατικό αποτέλεσμα.

Με βάση την ανάλυση των τάσεων σύμφωνα με τα δεδομένα του παραρτήματος 16, οι τάσεις χωρίστηκαν σε τέσσερις κατηγορίες με την εξής επεξήγηση:

ROA/+...>3,0 Z Score: θετικός δείκτης ROA οδηγεί τον δείκτη Z Score πάνω από το 3,0 σημείο το οποίο θεωρείται ότι υπάρχει μειωμένο ρίσκο αποτυχίας. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 21% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο (λογικό αποτέλεσμα). Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15 - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα):

Επίδραση ROA (θετικό πρόσημο) στο δείκτη Z Score (>3,0)

K&G COMPLEX PUB;IC COMPANY LTD		
ΕΤΟΣ	Z'SCORE	ROA
Y0	6,29	-3,85%
Y1	3,54	38,10%
Y2	4,17	0,86%
Y3	4,14	0,50%
Y4	3,55	5,68%

Y5	4,17	-0,75%
----	------	--------

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Στα έτη Y1 μέχρι Y4 όπου ο δείκτης ROA είναι θετικός, παρουσιάζεται και ο δείκτης Z Score να ευρίσκεται πάνω από το όριο του 3,0 όπου σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία το ρίσκο αποτυχίας είναι μειωμένο (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **ROA/+...<3,0 Z Score::** θετικός δείκτης ROA οδηγεί τον δείκτη Z Score κάτω από το 3,0 σημείο το οποίο θεωρείται ότι υπάρχει ρίσκο αποτυχίας. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 18% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο (μη αναμενόμενο αποτέλεσμα). Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση ROA (θετικό πρόσημο) στο δείκτη Z Score (<3,0)

NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ		
ΕΤΟΣ	Z'SCORE	ROA
Y0	-0,04	-23,46%
Y1	-1,08	-11,73%
Y2	1,48	6,59%
Y3	2,34	8,44%
Y4	0,67	10,38%
Y5	1,48	3,37%

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Στα έτη Y2 μέχρι Y5 όπου ο δείκτης ROA είναι θετικός, παρουσιάζεται ο δείκτης Z Score να ευρίσκεται κάτω από το όριο του 3,0 όπου σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία το ρίσκο αποτυχίας είναι αυξημένο (μη αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **ROA/-...<3,0 Z Score:** αρνητικός δείκτης ROA οδηγεί τον δείκτη Z Score κάτω από το 3,0 σημείο το οποίο θεωρείται ότι υπάρχει ρίσκο αποτυχίας. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 32% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο (αναμενόμενο αποτέλεσμα). Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση ROA (αρνητικό πρόσημο) στον δείκτη Z Score (<3,0)

LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD		
ΕΤΟΣ	Z'SCORE	ROA
Y0	2,36	16,82%
Y1	1,53	-8,63%
Y2	-34,72	-32,20%
Y3	-1,89	-63,06%
Y4	-38,1	N/A
Y5	-34,72	-4,85%

Αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Στα έτη Y1,Y2,Y3 και Y5 όπου ο δείκτης ROA είναι αρνητικός, παρουσιάζεται ο δείκτης Z Score να ευρίσκεται κάτω από το όριο του 3,0 όπου σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία το ρίσκο αποτυχίας είναι αυξημένο (αναμενόμενο αποτέλεσμα).
- **ROA/-...>3,0 Z Score:** αρνητικός δείκτης ROA οδηγεί τον δείκτη Z Score πάνω από το 3,0 σημείο το οποίο θεωρείται ότι το ρίσκο αποτυχίας είναι μειωμένο. Το στατιστικό αποτέλεσμα κατέδειξε ποσοστό 29% σε αυτή την κατηγορία/παράμετρο (μη αναμενόμενο αποτέλεσμα). Για να διατυπωθεί με πλήρη σαφήνεια πιο κάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εταιρείας από το δείγμα (Παράρτημα 15):

Επίδραση ROA (αρνητικό πρόσημο) στο δείκτη Z Score (>3,0)

ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD		
<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>ROA</u>
Y0	6,35	-1,89%
Y1	7,30	-2,52%
Y2	8,31	-7,19%
Y3	7,66	-2,15%
Y4	8,4	-7,87%
Y5	8,31	-5,81%

Μη αναμενόμενο αποτέλεσμα - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Στα έτη Y0 μέχρι Y5 όπου ο δείκτης ROA είναι αρνητικός, παρουσιάζεται ο δείκτης Z Score να ευρίσκεται πάνω από το όριο του 3,0 όπου σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία το ρίσκο αποτυχίας είναι μειωμένο (μη αναμενόμενο αποτέλεσμα).

7.1.3 Συμπερασματική ανάλυση συσχέτισης δείκτη εξαρτημένης μεταβλητής θετικού πρόσημου $\geq 2,74\%$ ROE ως προς το αποτέλεσμα του δείκτη Z Score $\geq 3,0$ στα έτη Y0 και Y5

Στην παρούσα υπό-ανάλυση διενεργείται η σχέση ROE και Z Score με σημείο αναφοράς το μίνιμουμ ποσοστό απόδοσης ROE της τάξης του 2,74% το οποίο κρίνεται με βάση τον μέσο όρο των καταθετικών επιτοκίων και του δείκτη Z Score μεγαλύτερου του 3,0 όπου είναι το σημείο αναφοράς για μειωμένο ρίσκο αποτυχίας και αντίστροφα. Ο Αποστόλου (2015) καταγράφει «Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Δηλαδή, απαντά στο ερώτημα αν τα κεφάλαια που επένδυσαν οι φορείς της επιχείρησης αποδίδουν επαρκώς ή όχι». Συνεπώς,

κρίσιμο ερώτημα είναι το τι θεωρείται ικανοποιητικό ποσοστό απόδοσης και πιο το μέτρο σύγκρισης και κατ' επέκταση γιατί κάποιος να επενδύσει και να μην τοποθετήσει τα χρήματα σε ασφαλή τραπεζικό οργανισμό? Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται το ποσοστό των απόδοσης των καταθετικών επιτοκίων για τα έτη 2004 μέχρι 2019 με τον μέσο όρο που εξάγεται να είναι 2,74%.

Καταθετικά Επιτόκια Δεκέμβριο Εκάστου Έτους															
Πηγή: Οικονομικό Δελτίο ΚΤΚ															
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3,89%	3,68%	4,01%	4,53%	4,97%	2,86%	3,22%	3,71%	4,10%	2,25%	2,54%	1,49%	1,24%	0,83%	0,44%	0,13%
Μέσος όρος περιόδου 2004-2019							2,74%								

Πηγή: <https://www.centralbank.cy/el/publications/economic-bulletin> - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.1.3.1 Στατιστικό Δείγμα

Σε δείγμα ανάλυσης 36 εταιρειών στο έτος Y0 και 26 εταιρειών στο έτος Y5 (παράρτημα 12/ROE και παράρτημα 14/Z Score) εξήχθησαν τα πιο κάτω στατιστικά αποτελέσματα, σύμφωνα με την Στατιστική Παρουσίαση Συσχέτισης Μοντέλου Altman Z Score και Εξαρτημένης Μεταβλητής ROE.

Y0		Y5	
<u>Αναμενόμενο</u>	<u>Μη-Αναμενόμενο</u>	<u>Αναμενόμενο</u>	<u>Μη-Αναμενόμενο</u>
Z Score >3,0 - ROE > 2,74% or Z Score <3,0 - ROE <2,74%	Z Score >3,0 - ROE < 2,74% or Z Score <3,0 - ROE >2,74%	Z Score >3,0 - ROE > 2,74% or Z Score <3,0 - ROE <2,74%	Z Score >3,0 - ROE < 2,74% or Z Score <3,0 - ROE >2,74%
<u>56%</u>	<u>44%</u>	<u>68%</u>	<u>32%</u>

Πιο κάτω παρουσιάζονται σε στατιστικό πίνακα τα αποτελέσματα του δείγματος Y0 και Y5 ως προς την τάση του δείκτη Z Score σε σύγκριση με τον δείκτη ROE.

Z Score Model	Άλλο Μοντέλο	Κριτήριο	Επηρεασμός Δείκτη Z Score
Z Score Model	Single Accounting Ratio Analysis	ROE/Y0 ROE/Y5	Εξαγωγή στατιστικών αποτελεσμάτων 56% 68%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση η συσχέτιση θετικού ROE της τάξης $\geq 2,74\%$ σε σχέση με Z Score $\geq 3,0$ το έτος Y0 είναι στο ποσοστό του 56% σε αντίθεση με το έτος Y5 όπου ανήλθε στο ποσοστό του 68%.

7.1.3.2 Συνοπτικό Συμπέρασμα Ανάλυσης Μεταβλητών Ελέγχου και Εξαρτημένης Μεταβλητής

Πιο κάτω παρουσιάζονται σε στατιστικό πίνακα τα αποτελέσματα του ολιστικού δείγματος ως προς την τάση του δείκτη Z Score σε σύγκριση με κάθε ένα από τους άλλους δείκτες/κριτήρια όπου κατ' επέκταση εξάγονται τα πιο κάτω συμπεράσματα:

Z Score Model	Άλλο Μοντέλο	Κριτήριο	Επηρεασμός Δείκτη Z Score
Z Score Model	Multiple Accounting Ratio Analysis	CR ¹ DR ² OPA ³ NPA ⁴ ROA ⁵ REA ⁶	Εξαγωγή στατιστικών αποτελεσμάτων 85% 70% 44% 50% 53% 52%

1) Current Ratio, 2) Debt Ratio, 3) Operating Profit Analysis, 4) Net Profit Analysis, 5) Return on Assets, 6) Retained Earnings, Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

1. Συγκρίνοντας την μεθοδολογία με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία σε σχέση με την παρούσα έρευνα καταγράφονται τα πιο κάτω:
 - ο Στη διεθνή βιβλιογραφία δεν καταγράφεται μέθοδος ανάλυση/επηρεασμού δείκτη Z Score σε σχέση με πολλαπλούς δείκτες και καταγραφή συγκεκριμένων ποσοστών, αλλά διενεργείται σύγκριση σχέσης με βάση προγράμματα όπως το T Test (SPSS) και γενικές καταδείξεις.
 - ο Στην παρούσα έρευνα διενεργείται ανάλυση η οποία καταδεικνύει με ακρίβεια τα ποσοστά επηρεασμού του δείκτη Z Score σε σχέση με τις παραμέτρους οι οποίες είναι μέρος του υπολογισμού του δείκτη. Ίσως αποτελεί και πρωτοποριακή έρευνα στην κατάδειξη των ποσοστών επηρεασμού για τον λόγο ότι πληθώρα ερευνών με βάση τον δείκτη Z Score έχουν καταδείξει μόνο το αποτέλεσμα (score) του δείκτη και δεν έχουν εμβαθύνει στο τι επηρεάζει και σε πιο βαθμό τον δείκτη.
2. Αρχικά καταδεικνύεται καθολικά κατά 85% ότι η μείωση του δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας (CR) μειώνει τον δείκτη Z Score και στην αντίθετη πλευρά η αύξηση του δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score (λογικό αποτέλεσμα).
3. Σε δεύτερο λόγο καταδεικνύεται ότι σε ποσοστό 70% η μείωση του δείκτη χρέους (DR) οδηγεί σε αύξηση του δείκτη Z Score και στην αντίθετη πλευρά η αύξηση του δείκτη χρέους οδηγεί σε μείωση του δείκτη Z Score (λογικό αποτέλεσμα).

4. Στον αντίποδα η λειτουργική κερδοφορία (OPA), καθαρή κερδοφορία (NPA), συσσωρευμένα κέρδη (REA) και Απόδοση Ενεργητικού (ROA) δεν δίνουν ξεκάθαρη εικόνα ως προς τον επηρεασμό του δείκτη Z Score, και παρουσιάζουν μειωμένο ποσοστό επηρεασμού του δείκτη Z Score ως πιο κάτω:

- ο Στην ανάλυση της λειτουργική κερδοφορίας (OP) ποσοστό της τάξης μόνο του 44% παρουσίασε λογικό αποτέλεσμα σε αντίθεση με ποσοστό της τάξης του 56% όπου παρουσίασε αντιφατικό αποτέλεσμα.
- ο Στην ανάλυση της καθαρής κερδοφορίας (NPA/L) ποσοστό της τάξης μόνο του 50% παρουσίασε λογικό αποτέλεσμα σε αντίθεση με ποσοστό της τάξης του 50% όπου παρουσίασε αντιφατικό αποτέλεσμα.
- ο Στην ανάλυση των συσσωρευμένων κερδών (RE) ποσοστό της τάξης μόνο του 52% παρουσίασε λογικό αποτέλεσμα σε αντίθεση με ποσοστό της τάξης του 48% όπου παρουσίασε αντιφατικό αποτέλεσμα.
- ο Στην ανάλυση του δείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA) ποσοστό της τάξης μόνο του 53% παρουσίασε λογικό αποτέλεσμα σε αντίθεση με ποσοστό της τάξης του 47% όπου παρουσίασε αντιφατικό αποτέλεσμα.
- ο Στην ανάλυση του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) σε σύγκριση με τον δείκτη Z Score ποσοστό της τάξης του 56% παρουσίασε λογικό αποτέλεσμα στο έτος Y0, όπου το ποσοστό στο έτος Y5 ανέβηκε στο 68%.

Συνεπώς, με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση οι βασικοί δείκτες οι οποίοι οδηγούν κατά πρώτον λόγο τον δείκτη Z Score είναι με μεγάλη διαφορά πρώτος ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85% και κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους κατά 70%.

7.2 Σχέση μεταξύ δύο Ποσοτικών Μεταβλητών (Pearson correlation coefficient) - Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r και Ποσοτικές Μεταβλητές Ελέγχου Altman Z Score

Πιο κάτω παρουσιάζεται η συσχέτιση του συντελεστή Pearson r, σε σχέση με τις μεταβλητές/παραμέτρους οι οποίες αποτελούν συστατικά μέρη του μοντέλου Altman Z Score. Ως έχει αναλυθεί και στα προηγούμενα κεφάλαια βασικά συστατικά μέρη του μοντέλου Altman είναι τα πιο κάτω:

- ο Κεφάλαιο Κίνησης, συνεπώς ερευνάται ο δείκτης τρεχούμενης ρευστότητας.
- ο Σύνολο Υποχρεώσεων, συνεπώς ερευνάται ο δείκτης χρέους.
- ο Επιπλέον διενεργήθηκε και έρευνα για τα καθαρά κέρδη/(ζημιές), ώστε να καλυφθεί και το πεδίο της κερδοφορίας.

7.2.1 Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r των Ποσοτικών Μεταβλητών Ελέγχου, Altman Z Score και Δείκτης Τρεχούμενης Ρευστότητας (Current Ratio)

Πιο κάτω παρατίθενται συνοπτικά τα αποτελέσματα συσχέτισης του δείκτη Z Score (ποσοτική μεταβλητή) σε σχέση με τη δεύτερη ποσοτική μεταβλητή τον δείκτη ρευστότητας για τα έτη, χρόνου εξαγοράς (Y0) και μέχρι πέντε έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5), (παράρτημα 17):

Πίνακας 7-3: Pearson Correlation Altman Z Score and Current Ratio

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Pearson Correlation	.851**	.770**	.098	.868**	.101	.038
Sig. (2-tailed)	.000	.000	.634	.000	.638	.865
N	25	24	26	24	24	22
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).						

Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.2.1.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

- Y0, Pearson Correlation καταγράφεται δείκτης .851, συνεπώς με βάση την κλίμακα >0.81 , συνεπώς εξαιρετικά δυνατή σχέση.
- Y1 Pearson Correlation καταγράφεται δείκτης .770, συνεπώς μεταξύ της κλίμακας $>0.61-0.80$, άρα δυνατή σχέση.
- Y3 Pearson Correlation καταγράφεται δείκτης .867, άρα μεγαλύτερος του >0.81 , συνεπώς εξαιρετικά δυνατή σχέση.
- Στα έτη Y2, Y4 και Y5 δεν καταγράφεται αξιολογή σύνδεση.

7.2.2 Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r των Ποσοτικών Μεταβλητών Ελέγχου, Altman Z Score και Δείκτης Χρέους (Debt Ratio)

Πιο κάτω παρατίθενται συνοπτικά τα αποτελέσματα συσχέτισης του δείκτη Z Score (ποσοτική μεταβλητή) σε σχέση με τη δεύτερη ποσοτική μεταβλητή του δείκτη χρέους για τα έτη, χρόνου εξαγοράς (Y0) και μέχρι πέντε έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5), (παράρτημα 17) :

Πίνακας 7-4: Pearson Correlation Altman Z Score and Debt Ratio

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Pearson Correlation	-.364	-.210	-.341	-.506*	-.999**	-.905**
Sig. (2-tailed)	.087	.324	.089	.012	.000	.000
N	23	24	26	24	23	17
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).						
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).						

Πηγή: SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.2.2.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

- Στα έτη Y0, Y1 και Y2, Pearson Correlation ο δείκτης r είναι αρνητικός καταδεικνύοντας μικρή αρνητική συσχέτιση δηλαδή οι δύο δείκτες δεν συσχετίζονται, δεν κινούνται παράλληλα. Όμως επί της ουσίας καταγράφεται μικρή σχέση από θετικής πλευράς ως 0.21–0.40=μικρή σχέση γιατί όταν δείκτης Z Score αυξάνεται ο δείκτης χρέους μειώνεται και αντίστροφα.
- Στο έτος Y3 ο Pearson Correlation είναι αρνητικός και καταδεικνύει μέτρια 0.41–0.60 και εξαιρετικά αρνητική σχέση στα έτη Y4 και Y5 με δείκτη -0.999 και -0.905 όπου είναι μεγαλύτεροι του >0.81 . Επί της λογιστικής ερμηνείας και ουσιαστικής συσχέτισης του δείκτη Z Score σε σχέση με τον δείκτη χρέους, η θετική συσχέτιση επιτυγχάνεται με την αρνητική στατιστική σημαντικότητα, γιατί όταν δείκτης Z Score αυξάνεται ο δείκτης χρέους μειώνεται και αντίστροφα.
- Σε αυτό τον δείκτη η στατιστική σημαντικότητα επιτυγχάνεται με το αρνητικό πρόσημο ενώ στη συσχέτιση με τον δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας (CR) επιτυγχάνετε με τη θετική στατιστική σημαντικότητα, που σημαίνει παράλληλη πορεία (τάση).

7.2.3 Συντελεστής Συσχέτισης Pearson r των Ποσοτικών Μεταβλητών Ελέγχου, Altman Z Score και Ανάλυση Καθαρής Κερδοφορίας/(Ζημιάς)/Net Profit/(Losses) Analysis (NPA)

Πιο κάτω παρατίθενται συνοπτικά τα αποτελέσματα συσχέτισης του δείκτη Z Score (ποσοτική μεταβλητή) σε σχέση με την ποσοτική μεταβλητή της ανάλυσης της καθαρής κερδοφορίας/(ζημιάς) για τα έτη, χρόνου εξαγοράς (Y0) και μέχρι πέντε έτη μετά την εξαγορά (Y1–Y5), (παράρτημα 17):

Πίνακας 7-5: Pearson Correlation Altman Z Score and Net Profit/(Losses) Analysis (NPA)

	NPA Y0	NPA Y1	NPA Y2	NPA Y3	NPA Y4	NPA Y5
Pearson Correlation	-.081	-.093	.033	.042	.074	-.094
Sig. (2-tailed)	.680	.638	.869	.838	.724	.711
N ((Sample)	28	28	28	26	25	18
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).						
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).						

Πηγή SPSS - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.2.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

Σε όλα τα έτη καταδεικνύεται μηδενική σχέση γιατί ο δείκτης συσχέτισης Pearson r κυμαίνεται μεταξύ της κλίμακας 0,00–0,20. Συνεπώς, ο δείκτης Altman Z Score δεν οδηγείται σε παράλληλη πορεία με την καθαρή κερδοφορία ή ζημιά, άρα η μη συσχέτιση

καταδεικνύει ότι ο δείκτης Altman Z Score επηρεάζεται από άλλους παράγοντες/παραμέτρους.

7.3 Αναφορά Ανάλυσης Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis Report) μεταξύ δείκτη Z Score σε σχέση με Ποσοτικές Μεταβλητές Ελέγχου CR, DR και NP(L)

Ο Mishra (2013) στην έρευνα του ομαδοποίησε σε τρεις κατηγορίες τα αποτελέσματα του δείκτη Z Score, γεγονός το οποίο υιοθετήθηκε και στην παρούσα έρευνα. Ο πιο κάτω πίνακας ταξινομεί τις εξαγορές με βάση τον δείκτη Z Score σε τρεις κατηγοριοποιήσεις ως εξής: >3,0 Non Bankrupt (Μη Πτώχευση), 1,81>...<2,99 Gray Area-Medium Risk (γκρίζα περιοχή-μέσο ρίσκο) και <1,80 Bankrupt-High Risk (μεγάλο ρίσκο αποτυχίας), σε σχέση με τις διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP(L) με στόχο να καταδείξει τις διακυμάνσεις σε κάθε δείκτη προς εξαγωγή συμπερασμάτων. Ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τον διάμεσο δείκτη του Z Score, CR, DR και NP(L) των εξαγορών σε κάθε κατηγορία (βάση δεδομένων από παραρτήματα 4,6,7,14).

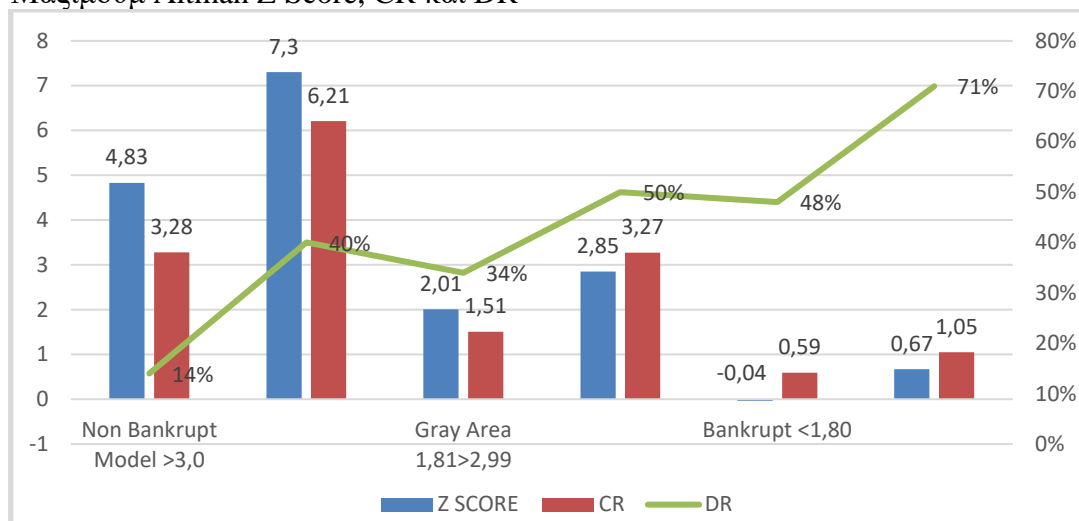
Πίνακας 7-6: Ανάλυση Ευαισθησίας: Στατιστικοί Διάμεσοι Δείκτες Z Score, CR, DR, NP(L) ανά Κατηγορία Ρίσκου Y0-Y5

	Non Bankrupt Model				Gray Area				Bankrupt			
YEAR	>3,0	CR	DR	NP/(L)	<u>1,81></u> <u><2,99</u>	CR	DR	NP/(L)	<1,80	CR	DR	NP/(L)
Y0	6,44	6,21	14%	(246.602)	2,85	2,04	40%	(402.137)	(0,04)	0,59	64%	1.190.043
Y1	7,3	5,67	11%	(410.456)	N/A	N/A	N/A	N/A	0,67	1,05	54%	896.102
Y2	4,83	3,28	40%	(345.109)	2,4	3,27	34%	15.133	0,31	1,04	48%	(25.267)
Y3	5,98	5,55	31%	484.489	2,1	1,51	39%	390.893	0,13	0,71	60%	(824.492)
Y4	6,67	4,82	23%	(31.150)	2,01	1,79	50%	(1.501.382)	0,04	0,61	71%	(1.423.626)
Y5	6,13	4,89	14%	332.410	2,4	2,07	45%	(6.060.319)	0,47	0,86	52%	(710.024)

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Διαμέσου της πιο πάνω στατιστικής ανάλυσης εξάγεται το πιο κάτω γράφημα όπου αποτυπώνεται η συσχέτιση κατά κατηγορία ρίσκου των δεικτών (α) Altman Z Score, (β) CR και (γ) DR σε τιμές μίνιμουμ και μάξιμουμ για να καταγραφεί η διακύμανση της τιμής έκαστου δείκτη σε κάθε κατηγορία ρίσκου.

Γράφημα 7-3: Συσχέτιση Κατά Κατηγορία Ρίσκου των Δεικτών σε Μίνιμουμ και Μάξιμουμ Altman Z Score, CR και DR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Εξού και ο Zaabi (2011) καταγράφει στην έρευνα του ότι μέσα από την πολιτική διεύθυνσης του πιστωτικού κινδύνου οι διοικήσεις πρέπει να εισάγουν σύστημα ανίχνευσης και παρακολούθησης του ρίσκου με συγκεκριμένα κριτήρια σε τακτά χρονικά διαστήματα. Οι Schönfeld et al. (2018) στην έρευνα τους στην Τσεχία με θέμα τη διασφάλιση της οικονομικής υγείας των εταιρειών εισάγοντας ασφαλιστικές δικλίδες με βάση τα μοντέλα ανίχνευσης της αποτυχίας, καταγράφουν την απροθυμία των ιδιοκτητών/διευθυντών στην υιοθέτηση τέτοιων μοντέλων εκτίμησης των εταιρειών με τον φόβο να χάσουν την εικόνα (image) των εταιρειών των που έχτισαν για χρόνια. Γι' αυτό τον λόγο αποτελεί αναγκαίο εργαλείο η συμπερίληψη ανάλυσης ευαισθησίας ανίχνευσης της πιθανής αποτυχίας μέσα στις βέλτιστες πρακτικές των εταιρειών. Γεγονός το οποίο καταγράφουν και οι Succurro et al (2018) όπου η ανίχνευση αποτυχίας πρέπει να λαμβάνει χώρα σε πραγματικό χρόνο.

7.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

Τα πορίσματα της ανωτέρω ανάλυσης είναι τα ακόλουθα για κάθε κατηγορία: α) Μη Πτώχευση/ Μοντέλο: Z Score διακύμανση μεταξύ 4,83 και 7,30, CR κυμαινόταν μεταξύ 3,28 και 6,21, και DR κυμαινόταν μεταξύ 11% και 40%, β) Γκριζα περιοχή/Μεσαίο Ρίσκο: Z Score κυμαινόταν μεταξύ 2,01 και 2,85, CR κυμαινόταν μεταξύ 1,51 και 3,27, και DR κυμαινόταν μεταξύ 34% και 50% , και γ) Κατηγορία Πτώχευσης: Z Score κυμαινόταν μεταξύ -0,04 και 0,67, CR κυμαινόταν μεταξύ 0,59 και 1,05, και DR κυμαινόταν μεταξύ 48% και 71%. Σε όλες τις κατηγορίες η κερδοφορία μετατρέπεται σε θετικό πρόσημο δηλαδή κέρδη και αρνητικό δηλαδή (ζημία), γεγονός που δεν καταγράφει σταθερή τάση συσχέτισης με τον δείκτη Z Score. Ως εκ τούτου, με βάση την πιο πάνω ανάλυση ευαισθησίας καταγράφεται ότι οι δείκτες που επηρεάζουν άμεσα τον δείκτη Z Score είναι

οι δείκτες CR και DR και όχι άμεσα ο δείκτης NP/(L). Επιπλέον, η ανάλυση ευαισθησίας δείχνει ότι ο υψηλός κίνδυνος πτώχευσης ($Z \text{ Score} \dots < 1,80$) και επιπλέον ο κίνδυνος αποτυχίας συνδέονται με τη μείωση του δείκτη CR κάτω από το 1,05 και αφετέρου όταν ο δείκτης DR αρχίζει να υπερβαίνει το ποσοστό του 48%. Συνεπώς η ανάλυση ευαισθησίας βοηθά τα διευθυντικά στελέχη να κατανοήσουν την τρέχουσα θέση της εταιρείας των και να εργαστούν στη βελτίωση των δεικτών.

7.4 Αντιπαράθεση Αναλύσεων Στατιστικών Αποτελεσμάτων Επηρεασμού Altman Z Score και Pearson r

Στην ανάλυση των δεικτών τρεχούμενης ρευστότητας και χρέους εξάχθηκε η λογικότητα επηρεασμού του δείκτη Z Score ως πιο κάτω:

- ο Βαθμός επηρεασμού στο 85% του δείκτη Z Score σε σχέση με τον δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας στην ολιστική μέθοδο. Στον αντίποδα στη εξαγωγή του συντελεστή συσχέτισης Pearson correlation r καταγράφεται δυνατή σχέση σε μόνο τρεις χρονιές από τις έξι (Y0,Y1,Y3).
- ο Βαθμός επηρεασμού στο 70% του δείκτη Z Score σε σχέση με τον δείκτη χρέους στην ολιστική μέθοδο. Στον αντίποδα στη εξαγωγή του συντελεστή συσχέτισης Pearson correlation r καταγράφεται αρνητική στα έτη Y0 έως Y2 μικρή σχέση/θετική ενώ στα έτη Y3 έως Y5 καταγράφεται μέτρια (Y3) και εξαιρετικά αρνητική σχέση (Y4,Y5), και όπως έχει επεξηγηθεί πιο πάνω η αρνητική σχέση καταδεικνύει επί της ουσίας θετική στατιστική σημαντικότητα γιατί οι δύο δείκτες έχουν αντίθετη τάση επιρροής, όπως αύξηση στο Z Score μείωση στο δείκτη Χρέους και αντίστροφα.
- ο Βαθμός επηρεασμού στο 50% του δείκτη Z Score σε σχέση με την ανάλυση καθαρής κερδοφορίας/(ζημιάς) στην ολιστική μέθοδο. Στον αντίποδα στη εξαγωγή του συντελεστή συσχέτισης Pearson correlation r καταγράφεται μηδενική συσχέτιση.
- ο Η ανάλυση ευαισθησίας κατέδειξε ότι ο υψηλός κίνδυνος πτώχευσης και επιπλέον ο κίνδυνος αποτυχίας συνδέονται με τη μείωση του δείκτη CR κάτω από το 1,05 και αφετέρου όταν ο δείκτης DR αρχίζει να υπερβαίνει το ποσοστό του 48%.

Ο Φέργκισον (2012), ο οποίος βραβεύτηκε με βραβείο Όσκαρ το 2011 για το ντοκιμαντέρ Inside Job, στην έρευνα του για το μεγάλο σκάνδαλο στην Αμερική με τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, καταγράφει ότι ο χρηματοπιστωτικός οργανισμός Schwab

όταν κινήθηκε νομικά εναντίον άλλων τραπεζικών ιδρυμάτων, ανέλυσε σε βάθος τα περιληπτικά στοιχεία για 75.144 δάνεια. Η Schwab χρησιμοποίησε τέσσερα διαφορετικά τεστ. Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκαν τρία τεστ: 1) ολιστική μέθοδος ανάλυσης, 2) τεστ συσχέτισης σημαντικότητας Pearson Correlation, και 3) ανάλυση ευαισθησίας όπου τα αποτελέσματα καταγράφηκαν εμπεριστατωμένα ως πιο πάνω.

7.5 Συμπερασματική Σύνοψη Στατιστικής Συσχέτισης Μεταβλητών Z Score και CR, DR – Regression Linear

Πιο κάτω παρατίθενται σε συνοπτικό πίνακα τα αποτελέσματα του τεστ συσχέτισης σε εφαρμογή γραμμικής παλινδρόμησης/regression linear της μεταβλητής Altman Z Score ως προς τον βαθμό επηρεασμού από τις μεταβλητές ελέγχου CR και DR, σε δείκτη διάμεσου της περιόδου Y0-Y5 με στόχο να καταγραφεί το ποσοστό διακύμανσης του Z Score σε σχέση με τους CR και DR:

Πίνακας 7-7: Συσχέτιση Διακύμανσης Μεταβλητής Z Score και Μεταβλητής Ελέγχου CR διάμεσου δείκτη των Ετών Y0-Y5

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.893 ^a	.797	.746	.58902	.797	15.686	1	4	.017

a. Predictors: (Constant), CR

Πηγή: SPSS, Ανάλυση συγγραφέα

Πίνακας 7-8: Συσχέτιση Διακύμανσης Μεταβλητής Z Score και Μεταβλητής Ελέγχου DR διάμεσου δείκτη των Ετών Y0-Y5

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.766 ^a	.587	.484	.83953	.587	5.691	1	4	.076

a. Predictors: (Constant), DR

Πηγή: SPSS, Ανάλυση συγγραφέα

7.5.1 Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Στον πρώτο πίνακα συσχέτισης διακύμανσης Z Score/CR ο δείκτης R -square 0,797 εκφράζει το ποσοστό διακύμανσης της μεταβλητής Z Score το οποίο ερμηνεύεται από τη διακύμανση των τιμών της μεταβλητής ελέγχου CR όπου στην πιο πάνω περίπτωση κατά ποσοστό 79,7% η διακύμανση του δείκτη Z score ερμηνεύεται από την διακύμανση του CR.

Στον δεύτερο πίνακα συσχέτισης διακύμανσης Z Score/DR ο δείκτης R -square 0,587 εκφράζει το ποσοστό διακύμανσης της μεταβλητής Z Score το οποίο ερμηνεύεται από

τη διακύμανση των τιμών της μεταβλητής ελέγχου DR όπου στην πιο πάνω περίπτωση κατά ποσοστό 58,7% η διακύμανση του δείκτη Z score ερμηνεύεται από την διακύμανση του DR.

7.6 Στατιστική και Οικονομική Σημαντικότητα (Statistical and Economic Significance) των Αποτελεσμάτων (Actual Results vs Forecasting Results) – Διασύνδεση Z Score με ROA/ROE και Z Score με CR & DR

Ως έχει καταγραφεί από αρκετούς ερευνητές η εφαρμογή του μοντέλου προβλεψιμότητας (forecasting) αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο της οικονομικής σημαντικότητας (economic significance). Πιο κάτω διενεργείται στατιστική ανάλυση διασύνδεσης του δείκτη Z Score με τους δείκτες απόδοσης ROA/ROE.

7.6.1 Στατιστικές Αναλύσεις Z Score και ROA/ROE

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει την σύγκριση των δεικτών CR και DR σε υποθετική μεταβολή και την επίδραση σε προβλεψιμότητα θετικής μεταβολής στον δείκτη ROA.

Σενάριο προβλεψιμότητας Z Score/ROA: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες Z Score και ROA στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος Z Score ήταν στην τιμή 3,47 και ο ROA στο 3,49% (πηγή πληροφόρησης πίνακας Z Score 6:2 και πίνακας ROA 5:5).
- Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη Z Score στο 3,47 διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη ROA.
- Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική αύξηση κατά μία μονάδα του δείκτη Z Score υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον ROA.

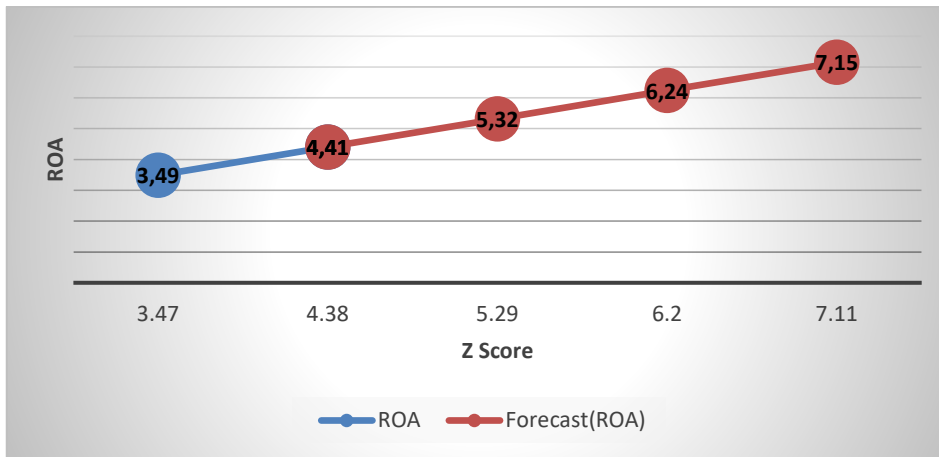
Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual Z Score (Times)	Actual ROA (%)	Forecast Z Score (Times)	Forecast ROA (%)
Y0	3,47	3,49	3,47	3,49
Y1	4,38	-1,02	4,38	4,41
Y2	1,96	-2,36	5,29	5,32
Y3	2,34	-0,82	6,20	6,24
Y4	1,50	-1,47	7,11	7,15

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης Z Score και ROA.

Γράφημα 7-4: Πρόβλεψη ROA σε συσχέτιση με Altman Z Score



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Σενάριο προβλεψιμότητας Z Score/ROE: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες Z Score και ROE στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος Z Score ήταν στην τιμή 3,47 και ο ROE στο 1,76% (πηγή πληροφόρησης πίνακας Z Score 6:2 και πίνακας ROE 5:7).
- Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη Z Score στο 3,47 διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη ROE.
- Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική αύξηση κατά μία μονάδα του δείκτη Z Score υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον ROE.

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

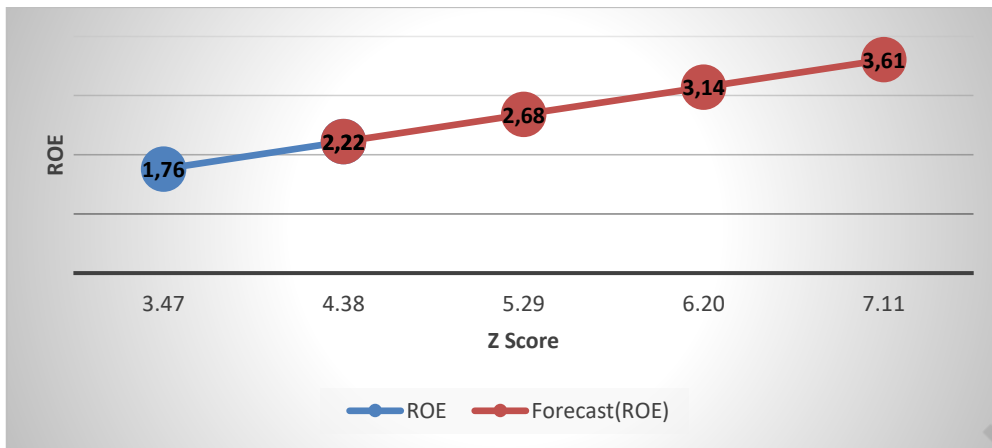
Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual Z Score (Times)	Actual ROE (%)	Forecast Z Score (Times)	Forecast ROE (%)
Y0	3,47	1,76	3,47	1,76
Y1	4,38	-2,82	4,38	2,22
Y2	1,96	-2,36	5,29	2,68
Y3	2,34	-0,98	6,20	3,14

Y4	1,50	-4,87	7,11	3,61
----	------	-------	------	------

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης Z Score και ROE.

Γράφημα 7-5: Πρόβλεψη ROE σε συσχέτιση με Altman Z Score



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Συμπερασματική Σύνοψη: Με βάση την εφαρμογή προβλεψιμότητας σε συσχέτιση Z Score/ROA και Z Score/ROE εξάγεται το συμπέρασμα ότι η επίδραση στην μεταβολή του Z Score και στους δύο δείκτες είναι στο 105% με βάση όπου στο Y4 οι ROA και ROE θα έπρεπε να είναι στο 7,15% και 3,61% αντίστοιχα ενώ στην πράξη κατέληξαν σε αρνητικά ποσοστά -1,47% και -4,87% αντίστοιχα.

Εν κατακλείδι η εφαρμογή προβλεψιμότητας/forecasting καταγράφει την αρνητική πορεία των δεικτών ROA/ROE όπου στο έτος εξαγοράς ήταν θετικοί, ενώ στην μετέπειτα πορεία κατέγραψαν αρνητική πορεία γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι η διοικήσεις των εταιρειών ήταν αναποτελεσματικές, συνεπώς η αποτυχία των εξαγορών ήταν αποτέλεσμα των λανθασμένων αποφάσεων των ΔΣ.

7.6.2 Στατιστικές Αναλύσεις συσχέτισης Z Score με CR & DR

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει την σύγκριση των δεικτών CR και DR σε υποθετική μεταβολή και την επίδραση σε προβλεψιμότητα θετικής μεταβολής στον δείκτη Z Score.

Σενάριο προβλεψιμότητας CR και Z Score: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες CR και Z Score στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος CR ήταν στην τιμή 1,90 και ο Z Score 3,47 (πηγή πληροφόρησης πίνακας Z Score 6:2 και πίνακας CR 4:6).

- Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη CR στο 1,90 διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη Z Score.
- Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική αύξηση κατά μία μονάδα του δείκτη CR υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον Z Score.

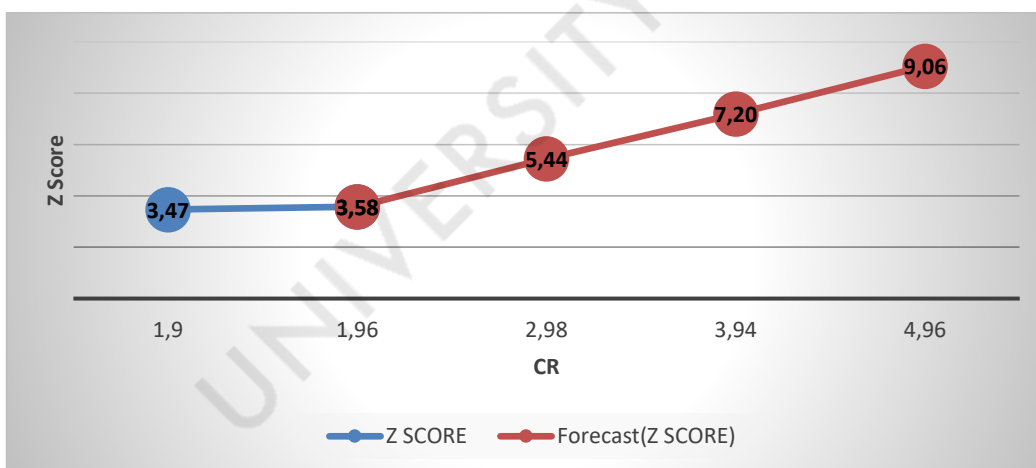
Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο πιο κάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual CR (Times)	Actual Z Score (Times)	Forecast CR (Times)	Forecast Z Score (Times)
Y0	1,90	3,47	1,90	3,47
Y1	1,96	4,38	1,96	3,58
Y2	1,17	1,96	2,98	5,44
Y3	1,73	2,34	3,94	7,20
Y4	1,02	1,50	4,96	9,06

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το παρακάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης CR και Z Score.

Γράφημα 7-6: Πρόβλεψη Altman Z Score σε συσχέτιση με CR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Σενάριο προβλεψιμότητας DR και Z Score: στο πιο κάτω σενάριο προβλεψιμότητας καταγράφονται τα πιο κάτω δεδομένα:

- ο Σημείο εκκίνησης είναι οι πραγματικοί δείκτες DR και Z Score στο έτος εξαγοράς/Y0 όπου ο διάμεσος DR ήταν στην τιμή 38,50% και ο Z Score στο 3,47 (πηγή πληροφόρησης πίνακας Z Score 6:2 και πίνακας DR 4:7).
- ο Στο πρώτο έτος/Y1 μετά την εξαγορά με βάση τον πραγματικό δείκτη DR στο 38,50% διενεργήθηκε πρόβλεψη κατά αναλογία αύξησης σε σχέση με το έτος/Y0 στον δείκτη Z Score.
- ο Στα επόμενα έτη Y2,Y3 και Y4 εφαρμόστηκε σε πρόγραμμα excel forecasting application ή εφαρμογή προβλεψιμότητας όπου σε υποθετική αύξηση κατά 10,50% του δείκτη DR υπολογίζεται η προβλεψιμότητα στην αντίστοιχη αύξηση στον Z Score.
- ο Το πρόγραμμα forecasting λειτουργεί σε σύγκριση την τάση αύξησης γι' αυτό και στον πιο κάτω πίνακα έγινε αναπροσαρμογή σε αντίστοιχη μείωση, δηλαδή σε μείωση κατά 10.5% το έτος του δείκτη χρέους ποια είναι η θετική μεταβολή στον δείκτη Z Score.

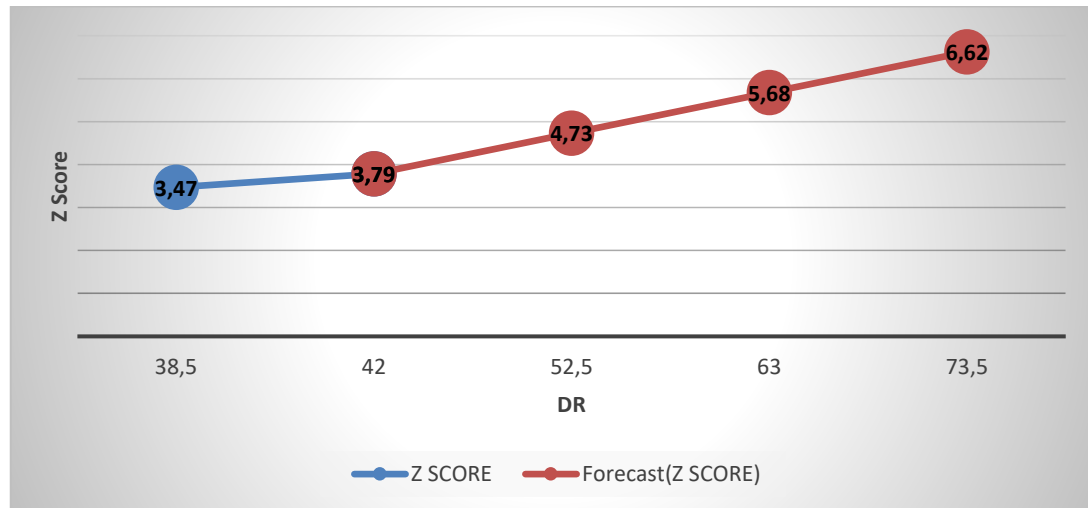
Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, ο παρακάτω πίνακας καταγράφει τους πραγματικούς δείκτες σε σύγκριση με τους προβλεπόμενους δείκτες.

Year	Στατιστική Συσχέτιση		Οικονομική Συσχέτιση	
	Actual DR (%)	Actual Z Score (Times)	Forecast DR (%)	Forecast Z Score (Times)
Y0	38,50	3,47	38,50	3,47
Y1	34,00	4,38	42,00=34,00	3,79
Y2	36,00	1,96	52,50=23,50	4,73
Y3	40,00	2,34	63,00=13,00	5,68
Y4	48,50	1,50	73,50=2,50	6,62

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Με βάση τις πιο πάνω παραμέτρους, το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει την συσχέτιση τάσης Z Score και DR.

Γράφημα 7-7: Πρόβλεψη Altman Z Score σε συσχέτιση με DR



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα (πρόγραμμα Excel Forecasting)

Συμπερασματική Σύνοψη: Με βάση την εφαρμογή προβλεψιμότητας σε συσχέτιση «CR και Z Score» και «DR και Z Score» εξάγεται το συμπέρασμα ότι η επίδραση στην μεταβολή του Z Score επηρεάζεται σε πιο μεγάλο ποσοστό από τον δείκτη CR όπου η μεταβολή στο έτος Y4 παρουσιάζει δείκτη προβλεψιμότητας Z Score στο 9,06 σε αντίθεση με την μεταβολή στον δείκτη DR όπου παρουσιάζει δείκτη Z Score στο 6,62. Εν κατακλείδι η εφαρμογή προβλεψιμότητας/forecasting καταγράφει την αρνητική πορεία του δείκτη Z Score όπου στο έτος εξαγοράς ήταν πέραν του ορίου ασφαλείας $>3,0$, ενώ στην μετέπειτα πορεία κατέγραψε αρνητική πορεία γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι οι διοικήσεις των εταιρειών ήταν αναποτελεσματικές, συνεπώς η αποτυχία των εξαγορών ήταν αποτέλεσμα των λανθασμένων αποφάσεων των ΔΣ. Εξού και το μεγάλο ποσοστό πτωχεύσεων/διαγραφών ή διαλύσεων εταιρειών από το μητρώο του Εφόρου Εταιρειών οι οποίες είχαν εξαγοραστεί (23 σε αριθμό).

7.7 Κάλυψη Ερευνητικού Κενού

Στη διεθνή βιβλιογραφία δεν εντοπίστηκε έρευνα η οποία να καταγράφει ποιος ή ποιοι δείκτες οδηγούν τον δείκτη Altman Z Score. Με βάση τα πιο πάνω αποτελέσματα η παρούσα μελέτη καταδεικνύει ότι οι δείκτες που επηρεάζουν και οδηγούν το μοντέλο Altman είναι κατά προτεραιότητα ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85%, κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους με ποσοστό 70%, και μετά έρχεται ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας κατά 50%. Στην παρούσα μελέτη ερευνήθηκε το κενό της διεθνούς βιβλιογραφίας όπου με μελλοντικές έρευνες μπορεί να μοντελοποιηθεί και να καλυφθεί το ερευνητικό κενό της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Πέραν των πιο πάνω η παρούσα μελέτη με την εφαρμογή της ανάλυσης ευαισθησίας καταγράφει και τα κρίσιμα πεδία των δύο πιο πάνω σημαντικών δεικτών όπου αρχίζει να εκτιμάται το ρίσκο της αποτυχίας ώστε σε πραγματικό χρόνο να μπορούν να ληφθούν αποφάσεις έγκαιρα. Συγκεκριμένα η ανάλυση κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών όπου ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 και 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% και 71%. Δηλαδή εταιρείες όπου ο δείκτης ρευστότητας έπεφτε κάτω από το 1,05 σε συνδυασμό με το δείκτη χρέους να ξεπερνά το 48%, έφεραν το ρίσκο της αποτυχίας. Συνεπώς καταγράφεται το σημείο συνδυασμού μεταξύ των δύο δεικτών, γεγονός το οποίο ίσως να καταγράφεται για πρώτη φορά σε μελέτη σε διεθνές επίπεδο.

Συνεπώς με βάση τα ευρήματα της παρούσας έρευνας επιστήμονες και επαγγελματίες μπορούν να εκτιμούν το ρίσκο της αποτυχίας σε πραγματικό χρόνο και όχι εκ των υστέρων. Γι' αυτό και τα ευρήματα της παρούσας έρευνας ίσως αποτελέσουν αφετηρία και σε μελλοντικές έρευνες ώστε με την εφαρμογή των μεθόδων που αναφέρθηκαν πιο πάνω να μειωθεί το ποσοστό της αποτυχίας των εξαγορών το οποίο παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Εν κατακλείδι η παρούσα έρευνα καλύπτει το κενό στην εφαρμογή των μεθόδων ανίχνευσης της πιθανής αποτυχίας πριν από την κατάρρευση των εξαγορών σε πραγματικό χρόνο.

7.8 Έλεγχος Υποθέσεων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα με βάση την εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 7-9: Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις

<p>EY5: Οι δείκτες CR, DR, OPA,NPA, και REA έχουν την ίδια επίδραση στον δείκτη Z Score.</p>	<p>Απόρριψη: Δύο δείκτες επηρεάζουν το δείκτη Z Score: CR: Βαθμός επηρεασμού στο 85% του δείκτη Z Score σε σχέση με τον δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας στην ολιστική μέθοδο. DR: Βαθμός επηρεασμού στο 70% του δείκτη Z Score σε σχέση με τον δείκτη χρέους στην ολιστική μέθοδο. OP,NPA/L,REA: Βαθμός επηρεασμού είναι 44%, 50% και 52% αντίστοιχα, συνεπώς πολύ χαμηλότερα ποσοστά από τους δύο δείκτες CR και DR.</p>
<p>EY6: Στην ανάλυση ευαισθησίας οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score είναι πάνω</p>	<p>Απόρριψη: Συγκεκριμένα η ανάλυση ευαισθησίας κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών όπου ανήκαν στην κατηγορία</p>

από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία μη-πτώχευσης και κάτω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία πτώχευσης.	με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 και 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% και 71%, δείκτες οι οποίοι είναι κάτω από τα όρια ασφαλείας των 2:1 για CR και πάνω από το 40% για DR. Για τον δείκτη NP(L) καταγράφηκαν αντιφατικά αποτελέσματα με θετικά (κέρδη) και αρνητικά (ζημιές) ως παράδειγμα στο έτος/Y3 στην κατηγορία πτώχευσης ο δείκτης Z score είναι στο 0,67 και ο δείκτης NP(L) καταγράφει κέρδη €896.102-.
--	--

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

7.9 Τελικό Συμπέρασμα

Σε αυτό το Κεφάλαιο διενεργήθηκε πολλαπλή συσχέτιση αποτίμησης των εξαγορών διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z Score, μεταβλητών ελέγχου και ανεξάρτητης μεταβλητής ROA. Αυτό το κεφάλαιο είναι μεγίστης σημασίας στην παρούσα έρευνα για τους ακόλουθους λόγους: (α) για πρώτη φορά υιοθετείται η εφαρμογή του μοντέλου Altman Z Score προς αποτίμηση των εξαγορών, (β) για πρώτη φορά εφαρμόζεται η ολιστική ανάλυση για να καταδειχθεί ποιος λογιστικός δείκτης οδηγεί τον δείκτη Z Score και (γ) για πρώτη φορά αναπτύσσεται ανάλυση ευαισθησίας η οποία να καταγράφει σε ποιους δείκτες κυμαίνεται το ρίσκο αποτυχίας. Αυτό το γεγονός οδήγησε σε δύο ευρήματα όπου με μελλοντικές έρευνες μπορεί να μοντελοποιηθεί και να καλυφθεί το ερευνητικό κενό της διεθνούς βιβλιογραφίας ως ακολούθως: (α) οι δείκτες που οδηγούν το δείκτη Z Score είναι ο CR με 85% και κατά δεύτερο λόγο ο DR με 70%, και (β) η ανάλυση ευαισθησίας κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών όπου ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 και 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% και 71%. Συνεπώς υπάρχει μετρήσιμο κριτήριο ως προς την εκτίμηση του ρίσκου αποτυχίας ή και πτώχευσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΩΟ

**Ανάλυση Ευρημάτων Δεικτών Χρηματιστηρίου και ΑΕΠ σε
Συσχέτιση με ROA, ROE, Z Score,
και
Ανάλυση Πτωχεύσεων Εταιρειών και Ιδιοκτησιακού
Καθεστώτος Αγοραστών**

8.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας όσον αφορά την πορεία ΧΑΚ και πορεία ΑΕΠ με στόχο να καταδειχθεί η πιθανή επίδραση του ΧΑΚ και ΑΕΠ ως προς την επιτυχία ή αποτυχία των εξαγορών ή αν επιτυχία ή αποτυχία εξαρτιόταν από τις αποφάσεις των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

Σύνδεση με Διεθνή Βιβλιογραφία: Στο κεφάλαιο 2 έχει ερευνηθεί διεξοδικά η επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στις εξαγορές όπου δύο παράγοντες οι οποίοι επιδρούσαν ήταν τα Εθνικά Χρηματιστήρια και ΑΕΠ.

Ερευνητικές Υποθέσεις: Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο κεφάλαιο 2, έχουν αναπτυχθεί οι πιο κάτω ερευνητικές υποθέσεις (ΕΥ) όπου οι απαντήσεις εξάγονται μέσα από την ανάλυση των ευρημάτων του παρόντος κεφαλαίου:

ΕΥ3: Η στόχευση των εξαγορών είχε κατά πλειοψηφία τους συγγενικούς τομείς.

ΕΥ7: Η επιτυχία των εξαγορών εξαρτάται από την πορεία ΑΕΠ και ΧΑΚ.

Ερευνητική Μεθοδολογία: Στο κεφάλαιο 2 έχει αναλυθεί η επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος όπου η μεθοδολογία μέτρησης καταγράφεται διαμέσου της μεταβολής αυτών των παραγόντων. Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεταβολή του ΑΕΠ σε διαχρονική βάση, η πορεία του ΧΑΚ και των επιμέρους δεικτών στην ουσιώδη περίοδο των εξαγορών.

8.1 Πορεία ΑΕΠ

Οι εξαγορές εισήχθησαν στην επιχειρηματική ζωή της Κύπρου με την ίδρυση του ΧΑΚ και την εκτόξευση στην ανάπτυξη κατά τα έτη 1999 μέχρι 2015. Οι ρυθμοί ανάπτυξης τη χρονική περίοδο μεταξύ 1999 ως 2015 ήταν καταλυτικοί στην επίδραση των εξαγορών, όπου θεωρείτο ως ένα μέσο ταχείας άντλησης ρευστότητας και ανάπτυξης. Οι ρυθμοί ανάπτυξης αντικατοπτρίζουν και την αύξηση του ΑΕΠ ως καταγράφεται στον πιο κάτω πίνακα και γραφική παράσταση.

Πίνακας 8-1: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) 1999 – 2019

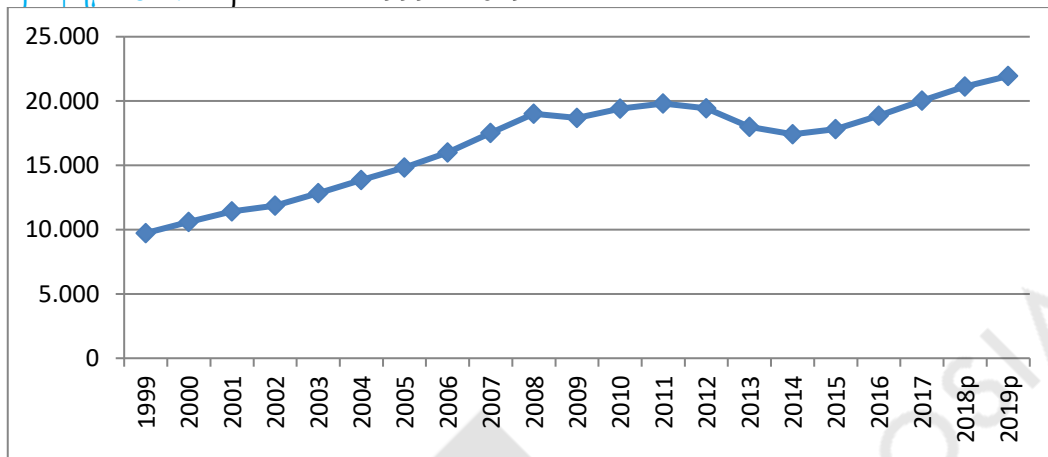
Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε Τρέχουσες Τιμές Αγοράς (Ευρώ εκ.)										
% ετήσια ποσοστιαία μεταβολή σε τρέχουσες τιμές										
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
9.732	10.595	11.417	11.877	12.845	13.856	14.822	16.000	17.512	19.010	18.675
7,4	8,9	7,8	4,0	8,2	7,9	7,0	7,9	9,4	8,6	-1,8

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ^p	2019 ^p
19.410	19.803	19.441	17.995	17.409	17.827	18.873	20.040	21.138	21.944
3,9	2,0	-1,8	-7,4	-3,3	2,4	5,9	6,2	5,5	3,8

Πηγή: Στατιστική Υπηρεσία Κύπρου

http://www.mof.gov.cy/mof/cystat/statistics.nsf/economy_finance_11main_gr/economy_finance_11main_gr?OpenForm&sub=1&sel=2 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Γράφημα 8-1: Πορεία ΑΕΠ 1999 – 2019



Πηγή: Στατιστική Υπηρεσία Κύπρου - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο πιο πάνω πίνακας και γράφημα καταδεικνύουν τους σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης που πέτυχε η Κύπρος κατά την περίοδο 1999 μέχρι και το 2019, όπου ενώ το 1999 το ΑΕΠ ανερχόταν σε €9.732εκατ., το 2019 ανήλθε στο €21.944εκατ. Η σημαντική αύξηση του ΑΕΠ συνεπάγεται και εισροή χρημάτων και επενδύσεων στη χώρα. Ο χρηματοοικονομικός τομέας, το εμπόριο και οι κατασκευές αποτελούσαν τη ραχοκοκαλιά της Εθνικής Οικονομίας. Δεν είναι τυχαίο ότι σε αριθμό οι μεγαλύτερες προτάσεις εξαγωγών προήρχοντο από αυτούς του τομείς με μεγάλη διαφορά όπως καταγράφεται στο γράφημα 4:3 που ακολουθεί.

Η σημαντική ανάπτυξη του ΑΕΠ ήταν αποτέλεσμα της οικονομικής και πολιτικής σταθερότητας που επικράτησε στην χώρα. Κατά τους Neocleous και Aristotelous (2016) καταγράφεται ότι η Κύπρος ενθάρρυνε τις ξένες επενδύσεις διαμέσου της κυπριακής νομοθεσίας και άλλων διακρατικών συμφωνιών όπως η αποφυγή διπλής φορολογίας. Πριν και μετά την ένταξη της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση έγιναν σημαντικά βήματα προσέλκυσης ξένων επενδύσεων από χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Ρωσία, Ινδία και Κίνα. Η Ματσούκα (2006) καταγράφει με θέμα την ένταξη της Κύπρου στην ΕΕ ότι η «Η Κύπρος ανταποκρίθηκε αντιμετωπίζοντας τις «προκλήσεις» των χωρών της Κοινότητας (π.χ. μείωση δασμών) καθώς και ανανεώνοντας συστηματικά και τεχνολογικά τις μεθόδους παραγωγής της, ούτως ώστε τα προϊόντα της να γίνουν ανταγωνιστικά». Οι Μούλεν και

Θεοδότου (2012) καταγράφουν στην έρευνα τους για το μακροοικονομικό περιβάλλον της Κύπρου, ότι η χώρα κατατάσσεται 40^η σε σύνολο 183 χωρών γεγονός το οποίο καταγράφηκε στην έκθεση Doing Business 2012 της Διεθνούς Τράπεζας και σημειώνουν επί λέξει «Αποτελεί μια βελτιωμένη θέση από την 49η θέση που κατείχε το 2011 και η Κύπρος κατατάσσεται επίσης μπροστά από εννέα άλλες χώρες της ΕΕ - την Ισπανία (44), το Λουξεμβούργο (50), την Ουγγαρία (51), την Βουλγαρία (59), την Πολωνία (62), την Τσεχία (64), την Ρουμανία (72), την Ιταλία (87) και την Ελλάδα (100)».

8.2 Γενικά Χαρακτηριστικά ΧΑΚ

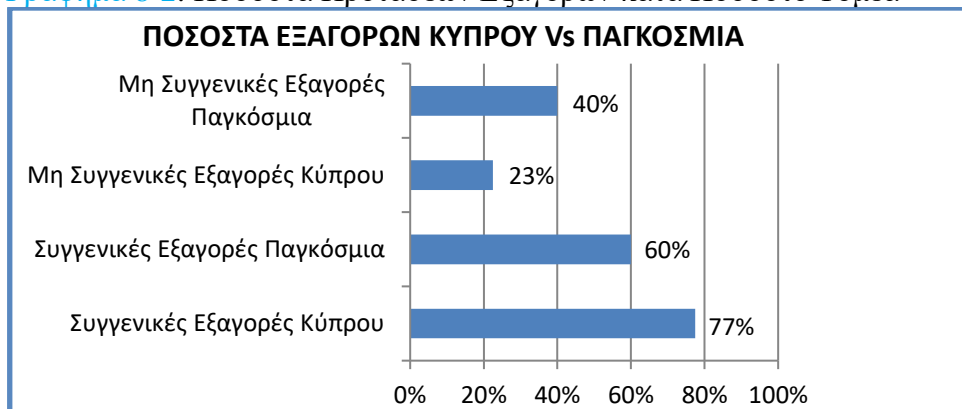
Οι πλείστες προτάσεις εξαγορών αφορούν τον χρηματοοικονομικό τομέα, 40 από σύνολο 111 προτάσεων. Είναι παραδεχτό από όλους τους κύκλους στη χώρα, επιχειρηματικούς και επιστημονικούς ότι δεν υπήρχε τεχνογνωσία σε θέματα χρηματιστηρίου και κατ' επέκταση εξαγορών. Είναι γεγονός ότι με την ίδρυση του ΧΑΚ ιδρύθηκαν αρκετές επενδυτικές εταιρείες όπου και αποτέλεσαν στόχο εξαγορών. Αυτές οι εταιρείες συγκέντρωσαν αρκετές εκατοντάδες εκατομμύρια ως κεφάλαιο γι' αυτό και αποτέλεσαν στόχο εξαγορών. Δυστυχώς η έλλειψη τεχνογνωσίας και ίσως και άλλων κινήτρων δημιούργησε και σε αυτή την περίπτωση μια φούσκα με τη δημιουργία επενδυτικών εταιρειών σε πρώτο βαθμό και σε δεύτερο βαθμό ασφαλιστικές και τραπεζικές εταιρείες, όπου διαφάνηκε εκ των αποτελεσμάτων η τελική πορεία τους ήταν καταστροφική. Μερικά παραδείγματα αναφέρονται πιο κάτω:

- Cytrastees (επενδυτικός τομέας): συσσωρευμένες ζημιές €63εκατ.
- Λήδα Επενδυτική (επενδυτικός τομέας): συσσωρευμένες ζημιές €59εκατ.
- Liberty Life Insurance (ασφαλιστικός τομέας): συσσωρευμένες ζημιές €19εκατ.
- Universal Bank (τραπεζικός τομέας): ζημιές €15εκατ.

8.2.1 Κατηγοριοποίηση Εξαγορών κατά Τομέα

Σύμφωνα με το Παράρτημα 1 (πηγή, ΧΑΚ), διενεργήθηκαν 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών όπου οι 86 αφορούσαν συγγενικές εξαγορές και οι 25 μη συγγενικές εξαγορές. Στο πιο κάτω γράφημα παρουσιάζεται το ποσοστό προτάσεων εξαγορών κατά τομέα σε σύγκριση με τα στατιστικά δεδομένα σε παγκόσμιο επίπεδο σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες.

Γράφημα 8-2: Ποσοστά Προτάσεων Εξαγορών κατά Ποσοστό Τομέα



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με το πιο πάνω γράφημα παρατηρείται σημαντική διαφορά στα συγκρίσιμα ποσοστά των εξαγορών τοπικού επιπέδου σε σύγκριση με παγκοσμίου επιπέδου. Καταγράφεται μια διαφορά στις συγγενικές και μη συγγενικές εξαγορές της τάξης του 15%. Σημαντικό ποσοστό το οποίο ίσως να χρήζει περαιτέρω διερεύνησης για να καταδείξει τα κίνητρα των εξαγορών.

Αξιοσημείωτο γεγονός είναι η απόσυρση και αναστολή διαπραγμάτευσης τίτλων από το ΧΑΚ ορισμένων εξαγορών της τάξης του 29% σε σύντομο χρονικό διάστημα όταν επιτεύχθηκε η εξαγορά. Η εξαγορά αφορούσε τέτοιο ποσοστό που επέτρεπε διά των κανονισμών τη διαγραφή και απόσυρση από το ΧΑΚ. Γεγονός το οποίο χρήζει περαιτέρω διερεύνησης για πολλούς λόγους. Μερικές εταιρείες οι οποίες εντοπίστηκαν διαμέσου της παρούσας έρευνας είναι οι πιο κάτω:

Πίνακας 8-2: Τερματισμός Διαπραγμάτευσης Τίτλων στο ΧΑΚ

A/A	ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΙΤΛΩΝ ΧΑΚ
1	C.A.C. PAPANTONIOU PUBLIC COMPANY LIMITED	2008	18/5/2009
2	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	2008	18/5/2009
3	Χ.Α.ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2008	10/5/2009
4	ALLIANCE INTERNATIONAL REINSURANCE PUBLIC COMPANY LTD	2008	30/12/2008
5	CARAMONDANI BROS PUBLIC COMPANY LIMITED	2008	5/12/2008
6	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	2008	4/8/2008
7	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΙΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	2007	26/11/2008
8	LANITIS DEVELOPMENT PUBLIC LIMITED	2007	29/5/2008
9	ARISTO DEVELOPERS PLC	2007	15/5/2008
10	CHRISTIS DAIRIES PUBLIC LIMITED	2007	2/6/2008
11	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007	17/12/2009
12	PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LTD	2007	16/12/2010
13	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007	19/11/2010
14	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	2006	18/5/2009
15	BRAINSTORM ENTERPRISES PUBLIC LTD	2006	29/5/2006

16	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC LTD	2006	6/6/2007
17	ΚΩΣΤΑΣ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	2009	10/7/2009
18	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	2009	17/12/2009
19	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LIMITED	2009	15/9/2015
20	Aqua Sol Hotels Public Company Limited	2009	2/2/2010
21	A.S.G. (ANDY SPYROU GROUP) PUBLIC LIMITED	2010	9/11/2010
22	USB BANK PLC	2010	8/10/2015
23	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	2010	29/4/2011*
24	MUSKITA ALUMINIUM INDUSTRIES PLC	2011	5/10/211
25	Telia Aqua marine Public Ltd	2011	5/12/2011
26	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	2011	31/5/2012
27	KANIKAS HOTEL PUBLIC LTD	2012	31/10/2012
28	A.ZORBAS & SON PUBLIC LTD	2012	24/10/2012
29	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS PUBLIC LTD	2012	4/7/2013
30	A.PANAYIDES CONTRACTING LTD	2013	11/2/2015
31	USB BANK PLC	2015	8/10/2015
32	ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΡΟΝΟΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2015	11/3/2016

*κατά προσέγγιση - Πηγή: ΧΑΚ και STOCKWATCH, <http://www.stockwatch.com.cy> - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο τερματισμός των τίτλων διαπραγμάτευσης από το ΧΑΚ με βάση την πιο πάνω ανάλυση είναι ένα γεγονός το οποίο χρήζει περαιτέρω διερεύνησης γιατί αποτελεί υψηλό ποσοστό απόσυρσης γιατί από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών, όπου υλοποιήθηκαν οι 82 προτάσεις εξαγορών, οι 32 πιο πάνω πραγματοποιήθηκαν, δηλαδή ποσοστό της τάξης του 39% χωρίς να υπάρχει δυνατότητα πρόσβασης σε οικονομικά στοιχεία τα οποία να δώσουν φως και δεδομένα για τα αποτελέσματα των πιο πάνω εξαγορών και περαιτέρω να αιτιολογηθούν τα κίνητρα για την άμεση απόσυρση των τίτλων διαπραγμάτευσης από το ΧΑΚ. Στη διεθνή βιβλιογραφία εντοπίστηκε έρευνα των Thompson and Kim (2020) σε δείγμα Ε&Σ της περιόδου 1999-2016 στην Αμερική που υπήρχε προϋπόθεση διαγραφής τίτλων από το χρηματιστήριο της εταιρείας η οποία ενεργούσε ως αγοραστής με αιτία τη χαμηλή απόδοση και ρίσκο επιβίωσης μετά την Ε&Σ.

8.2.2 Εξαγορές κατά Οικονομικό Τομέα

Σύμφωνα με το Παράρτημα 1 διενεργήθηκαν 111 δημόσιες προτάσεις προς εξαγορά όπου η μια εκ των εταιρειών αγοραστής ή εξαγορασθείσα ήταν δημόσια εταιρεία, σύμφωνα με το αρχείο του ΧΑΚ ως βασική πηγή της πληροφόρησης. Όπως διαπιστώνεται τη μερίδα του λέοντος έχουν οι τομείς των χρηματοοικονομικών με 40 προτάσεις, του εμπορίου με 15 προτάσεις, του κατασκευαστικού με 14 προτάσεις και ακολουθούν οι άλλοι κλάδοι με λιγότερες σε αριθμό εξαγορές. Στο πιο κάτω γράφημα αποτυπώνεται η εικόνα των δημόσιων προτάσεων κατά τομέα.

Γράφημα 8-3: Δημόσιες Προτάσεις Εξαγορών κατά Τομέα 1999 – 2015

Πηγή: ΧΑΚ - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ενδιαφέρον έχει και ο πιο κάτω πίνακας όπου παρουσιάζονται οι προτάσεις προς εξαγορά δημοσίων εταιρειών κατά έτος.

Πίνακας 8-3: Προτάσεις Εξαγορών κατά Έτος για την Περίοδο 1999 ως 2015

ΕΤΟΣ	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ΑΡ. ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ	9	9	3	1	4	4	7	15	27	9	4	5	4	4	3	1	2
ΠΟΣΟΣΤΟ	8%	8%	3%	1%	4%	4%	6%	14%	24%	8%	4%	5%	4%	4%	3%	1%	2%

Πηγή: ΧΑΚ – Παράρτημα 1 - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Τα έτη 2006 και 2007 παρουσιάζουν τον μεγαλύτερο αριθμό προτάσεων εξαγοράς σε 15 και 27 αντίστοιχα σε σύγκριση με τα άλλα χρόνια ή 38% επί του συνόλου των δημοσίων προτάσεων εξαγορών.

8.3 Πορεία ΧΑΚ

Σύμφωνα με την Ετήσια Έκθεση του ΧΑΚ (2004) καταγράφηκε ότι το ΧΑΚ άρχισε επίσημα τη λειτουργία του τον Μάρτιο του 1996 με βάση νομικό και κανονιστικό πλαίσιο που είχε ψηφιστεί στη Βουλή των Αντιπροσώπων. Το Συμβούλιο του ΧΑΚ έθεσε ως όραμα του την καθιέρωση του Χρηματιστηρίου ως ενός από τους μοχλούς ανάπτυξης της οικονομίας που να αντικατοπτρίζει πλήρως τον διαχρονικό δυναμισμό και ευελιξία που θα συμβάλει με ουσιαστικό τρόπο στη διαφύλαξη της μακροοικονομικής σταθερότητας της χώρας.

8.3.1 Σκοπός των Δεικτών Τιμών

Σκοπός των Δεικτών Τιμών της Αγοράς Μετοχών του ΧΑΚ είναι η ύπαρξη ενός αξιόπιστου μέτρου καταγραφής των τάσεων των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών που διαπραγματεύονται στο ΧΑΚ. Ειδικότερα ο σκοπός των πιο κάτω Δεικτών (ΧΑΚ, 2015):

- Γενικός Δείκτης ΧΑΚ
- Δείκτης Κύριας Αγοράς ΧΑΚ
- Δείκτης Εναλλακτικής Αγοράς ΧΑΚ

- ο Δείκτης Επενδυτικών Οργανισμών ΧΑΚ
- ο Δείκτης Ξενοδοχείων ΧΑΚ (Κλαδικός Δείκτης)
- ο Δείκτης Νεοαναπτυσσόμενων Εταιρειών Αγοράς ΧΑΚ (Μη Ρυθμιζόμενη/Οργανωμένη αγορά)
- ο Δείκτης Χρηματοοικονομικών ΧΑΚ (Κλαδικός Δείκτης- Μη ρυθμιζόμενη/Οργανωμένη αγορά)

8.3.2 Υπαρξη Αξιόπιστου Μέτρου Καταγραφής των Τάσεων

- ο των τάσεων μετοχών που διαπραγματεύονται στην Κύρια και Εναλλακτική Αγορά του ΧΑΚ.
- ο των τάσεων μετοχών εισηγμένων εταιρειών που διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του ΧΑΚ.
- ο των τάσεων μετοχών εισηγμένων εταιρειών στην Εναλλακτική Αγορά του ΧΑΚ.
- ο των τάσεων μετοχών εισηγμένων εταιρειών στην Αγορά Επενδυτικών του ΧΑΚ.
- ο των τάσεων μετοχών εισηγμένων εταιρειών που συμμετέχουν σε Κλαδικούς Δείκτες του ΧΑΚ.

8.3.3 Πορεία Γενικού Δείκτη Περιόδου 1999 – 2019

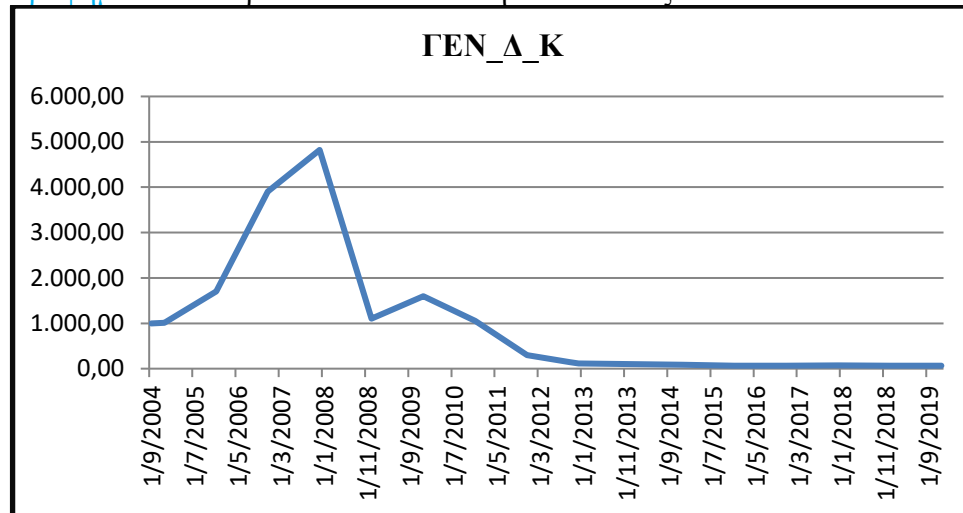
Γενικός Δείκτης Τιμών ΧΑΚ

Σύμφωνα με τους κανονισμούς του ΧΑΚ (2015) στον Γενικό Δείκτη διαπραγματεύονται δημόσιες εταιρείες που πληρούν τα πιο κάτω βασικά σημεία:

- ο Αποδεκτές Αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη αποτελούν οι μετοχές που είναι εισηγμένες στην Κύρια Αγορά, όπως επίσης και στην Εναλλακτική Αγορά του ΧΑΚ.
- ο Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στο Δείκτη αποτελούν οι μετοχές που διαπραγματεύονται σε συνεχή διαπραγμάτευση/βάση.
- ο Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στο Δείκτη αποτελούν οι μετοχές των εταιρειών που παρουσιάζουν ποσοστό ευρείας διασποράς μεγαλύτερο ή ίσο του 15%. Το πραγματικό ποσοστό που θα χρησιμοποιηθεί προκύπτει από τη στρογγυλοποίηση στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μετοχές εταιρειών με χαμηλότερο ποσοστό από το 15% δεν μπορούν να συμπεριληφθούν στον δείκτη.
- ο Των τάσεων μετοχών εισηγμένων εταιρειών που διαπραγματεύονται στην Νεοαναπτυσσόμενων Εταιρειών Αγορά ΧΑΚ (Μη Ρυθμιζόμενη/Οργανωμένη αγορά).

Το πιο κάτω γράφημα αποτυπώνει την πορεία του Γενικού Δείκτη σε Μονάδες στα έτη 2004 μέχρι 2019 (παράρτημα 18).

Γράφημα 8-4: Πορεία Γενικού Δείκτη σε Μονάδες ΧΑΚ 2004 – 2019



Πηγή: ΧΑΚ - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση το πιο πάνω γράφημα καταγράφεται μία καταστροφική πορεία του δείκτη Γενικού Δείκτη που επανεκκίνησε το 2004 με 1000 μονάδες, ο δείκτης είχε μία σημαντική άνοδο 2005 μέχρι 2008, όπου άρχισε μία δραματική κάθοδος το 2008 όπου κατέληξε κάτω από τις 65 μονάδες το 2019.

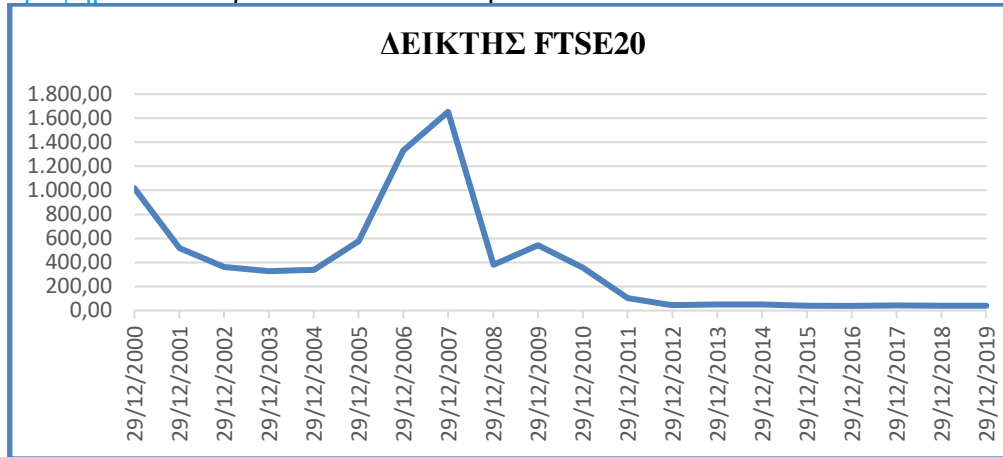
Με βάση την πιο πάνω στατιστική παράθεση, διαφαίνεται ότι η πορεία του χρηματιστηρίου από το 2000 μέχρι και το 2016 όπου είναι το τελευταίο έτος εξέτασης των πραγματοποιηθεισών εξαγορών, ακολούθησε μία καθοδική πορεία τόσο σε μείωση μονάδων όσο και δραματική μείωση τζίρου. Ενώ το ΑΕΠ της χώρας παρουσίασε σημαντική άνοδο στην πορεία των ετών 1999 μέχρι 2019, το ΧΑΚ σε αντίθεση παρουσίασε δραματική μείωση όπου και αποτελεί πεδίο προς μελλοντική έρευνα για να καταδειχθούν οι αιτίες που οδήγησαν στη δραματική πτώση του Γενικού Δείκτη.

8.3.4 Πορεία Δείκτη FTSE20 Περιόδου 2000 – 2019

Περιγραφή Δείκτη FTSE/CySE20

Ο Δείκτης FTSE/CySE 20 ξεκίνησε να υπολογίζεται στις 30 Νοεμβρίου 2000 με τιμή εκκίνησης τις 1000 μονάδες και είναι αποτέλεσμα της συνεργασίας του ΧΑΚ με τον οίκο FTSE International Limited. Σκοπός του δείκτη είναι η καταγραφή, σε πραγματικό χρόνο, των τάσεων των τιμών των μετοχών των είκοσι (20) μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων εταιρειών του ΧΑΚ (ΧΑΚ, ιστοσελίδα).

Γράφημα 8-5: Πορεία Γενικού Δείκτη FTSE20 ΧΑΚ 2000 – 2019



Σύμβολο	Κατηγορία
FTSE20_C	FTSE/CySE 20

Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα 18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση το πιο πάνω γράφημα καταγράφεται μία καταστροφική πορεία του δείκτη FTSE20 που το 1999 άρχισε με 1000 μονάδες, ο δείκτης είχε μία σημαντική άνοδο 2005 μέχρι 2007, οπότε και άρχισε μία δραματική κάθοδος η οποία κατέληξε κάτω από τις 39 μονάδες το 2019 (ΧΑΚ).

8.3.5 Πορεία Δείκτη Εναλλακτικής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019

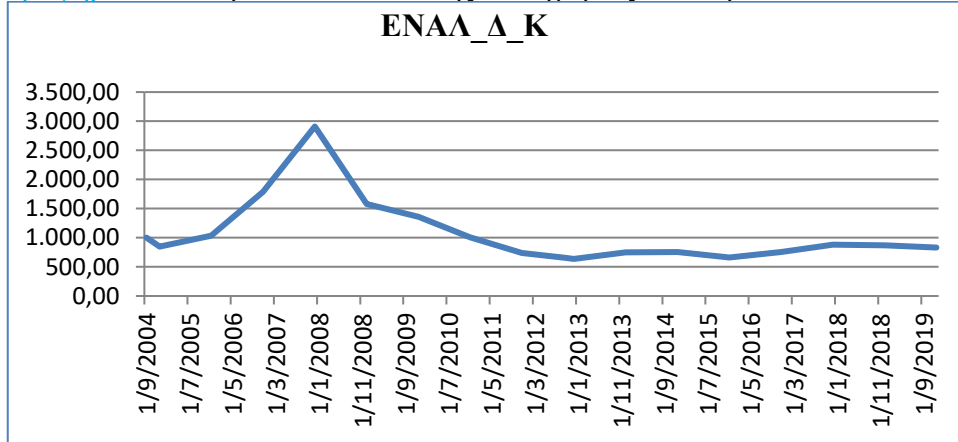
Σύμφωνα με τους κανονισμούς του ΧΑΚ (2015) στον Δείκτη Εναλλακτικής Αγοράς ΧΑΚ διαπραγματεύονται δημόσιες εταιρείες που πληρούν τα πιο κάτω βασικά σημεία:

- Αποδεκτές Αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη Εναλλακτικής Αγοράς ΧΑΚ είναι οι μετοχές των εταιρειών που πληρούν τους μεταξύ άλλων και τους πιο κάτω κανόνες:
 - Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη αποτελούν οι μετοχές των εταιρειών που είναι εισηγμένες στην «Εναλλακτική Αγορά» του ΧΑΚ.
 - Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στο Δείκτη αποτελούν οι μετοχές που διαπραγματεύονται σε συνεχή διαπραγμάτευση.
 - Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη αποτελούν οι μετοχές των εταιρειών που παρουσιάζουν ποσοστό ευρείας διασποράς μεγαλύτερο ή ίσο του 10%.
 - Σε περίπτωση που μια εταιρεία η οποία υπόκειται σε αναδιάρθρωση βάσει ειδικών διατάξεων, όπως η ενίσχυση κεφαλαιακής επάρκειας με έκδοση μετοχών από την κυβέρνηση και/ ή άλλους οργανισμούς ή φορείς και η διασπορά της πέσει κάτω από την ελάχιστη απαίτηση του 10% (παρ. 3.4.4), τότε οι μετοχές της εταιρείας θα συμμετέχουν στον δείκτη με την πραγματική

τους διασπορά, δηλαδή χωρίς τη συμμετοχή των μετοχών που παραμένουν κάτω από τους παραπάνω φορείς.

Πιο κάτω αποτυπώνεται η πορεία του δείκτη Εναλλακτικής Κατηγορίας.

Γράφημα 8-6: Πορεία Εναλλακτικής Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019



Σύμβολο	Κατηγορία
ΕΝΑΛ Δ Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤ. ΑΓΟΡΑΣ ΧΑΚ

Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα 18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο δείκτης Εναλλακτικής Κατηγορίας δεν παρουσιάζει την καταστροφική πορεία του δείκτη FTSE20, άρχισε το 2004 με 1000 μονάδες, παρουσίασε μία σημαντική άνοδο τα έτη 2006 μέχρι 2008, παρουσίασε κάθοδο την περίοδο 2008-2012, μετά παρουσίασε σταθερή πορεία με ελαφρά αύξηση την περίοδο 2012-2016 καταλήγοντας το 2019 στις 829 μονάδες (ΧΑΚ).

8.3.6 Πορεία Δείκτη Επενδυτικής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019

Σύμφωνα με τους κανονισμούς του ΧΑΚ (2015) στον Γενικό Δείκτη διαπραγματεύονται δημόσιες εταιρείες οι οποίες πληρούν τα πιο κάτω βασικά σημεία:

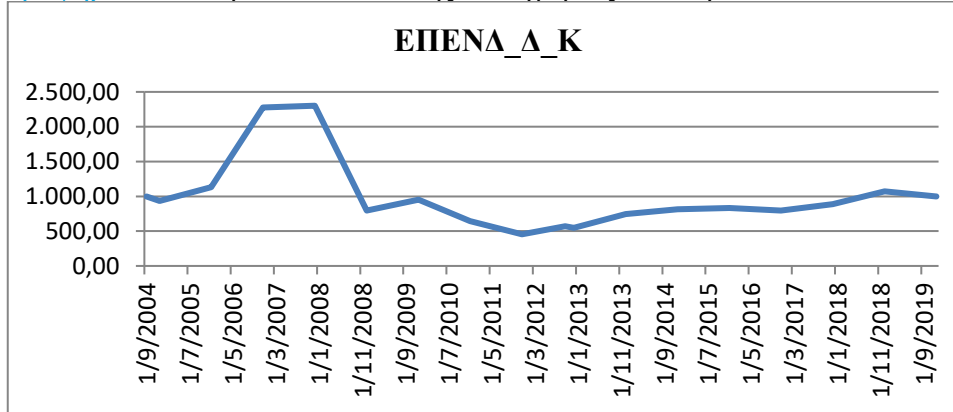
- Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στον Δείκτη αποτελούν οι μετοχές των εταιρειών που είναι εισηγμένες στην «Εναλλακτική Αγορά» του ΧΑΚ.
- Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στο Δείκτη αποτελούν οι μετοχές που διαπραγματεύονται σε συνεχή διαπραγμάτευση.
- Αποδεκτές αξίες για συμμετοχή τους στο Δείκτη αποτελούν οι μετοχές των εταιρειών που παρουσιάζουν ποσοστό ευρείας διασποράς μεγαλύτερο ή ίσο του 10%.
- Σε περίπτωση που μια εταιρεία η οποία υπόκειται σε αναδιάρθρωση βάσει ειδικών διατάξεων, όπως η ενίσχυση κεφαλαιακής επάρκειας με έκδοση μετοχών από την κυβέρνηση και/ ή άλλους οργανισμούς ή φορείς και η διασπορά της πέσει κάτω από την ελάχιστη απαίτηση του 10% (παρ. 3.4.4), τότε οι μετοχές της εταιρείας θα

συμμετέχουν στον δείκτη με την πραγματική τους διασπορά, δηλαδή χωρίς τη συμμετοχή των μετοχών που παραμένουν κάτω από τους παραπάνω φορείς.

Πιο κάτω αποτυπώνεται η πορεία του δείκτη Επενδυτικής Κατηγορίας.

Δείκτης Επενδυτικών Εταιρειών ΧΑΚ

Γράφημα 8-7: Πορεία Επενδυτικής Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019



Σύμβολο	Κατηγορία
ΕΠΕΝΔ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤ. ΧΑΚ

Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα 18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

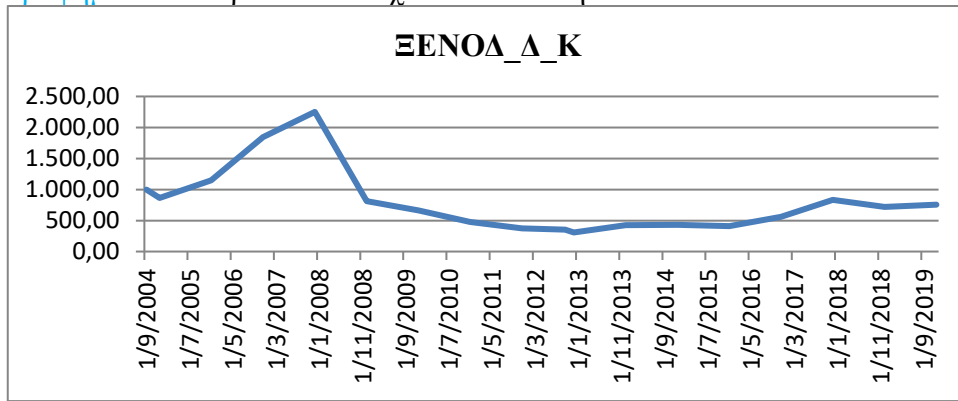
Ο δείκτης Επενδυτικών Εταιρειών δεν παρουσιάζει την καταστροφική πορεία του δείκτη FTSE20, άρχισε το 2004 με 1000 μονάδες, παρουσίασε μία σημαντική άνοδο τα έτη 2005 μέχρι 2007, παρουσίασε κάθοδο την περίοδο 2008-2009 όπου μετά παρουσίασε σταθερή πορεία με ελαφρά αύξηση την περίοδο 2012-2019, καταλήγοντας το 2019 στις 997 μονάδες (ΧΑΚ).

8.3.7 Πορεία Δείκτη Ξενοδοχειακής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019

Κλαδικός Δείκτης Ξενοδοχείων

Σε αυτό τον δείκτη συμμετέχουν οι μετοχές των εταιρειών που διαπραγματεύονται στις ρυθμιζόμενες Αγορές του ΧΑΚ σε συνεχή διαπραγμάτευση (εκτός από την Αγορά Επιτήρησης όπου ισχύουν ειδικοί όροι διαπραγμάτευσης) και η οικονομική τους δραστηριότητα αφορά τον τομέα των Ξενοδοχείων (Κωδικός 5753) του συστήματος κατηγοριοποίησης ICB (ΧΑΚ, 2015). Πιο κάτω παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη στην Ξενοδοχειακή Κατηγορία για τα έτη 2004 μέχρι 2019.

Γράφημα 8-8: Πορεία Ξενοδοχειακού Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019



Σύμβολο	Κατηγορία
ΞΕΝΟΔ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΧΑΚ

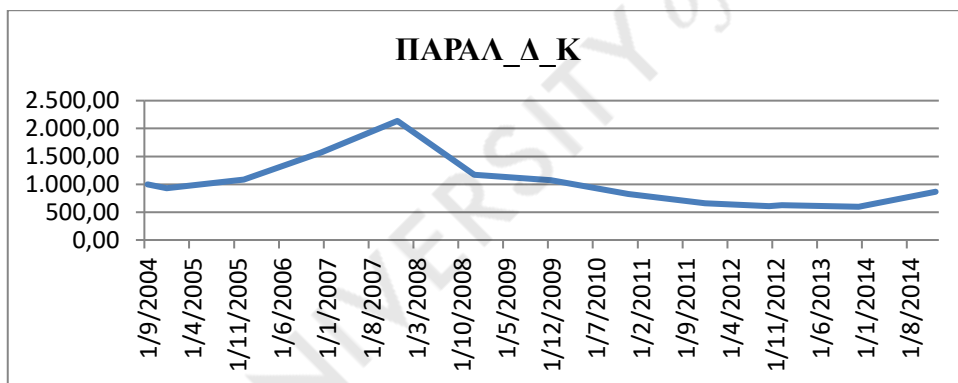
Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο δείκτης Ξενοδοχειακών Εταιρειών δεν παρουσιάζει την καταστροφική πορεία του δείκτη FTSE20, άρχισε το 2004 με 1000 μονάδες, παρουσίασε μία σημαντική άνοδο τα έτη 2005 μέχρι 2008, παρουσίασε κάθοδο την περίοδο 2008-2009, μετά παρουσίασε σταθερή πορεία με ελαφρά αύξηση την περίοδο 2012 – 2019, καταλήγοντας το 2016 στις 757 μονάδες (ΧΑΚ).

8.3.8 Πορεία Δείκτη Παράλληλης Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2014

Πιο κάτω παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη στην Παράλληλη Κατηγορία για τα έτη 2004 μέχρι 2014.

Γράφημα 8-9: Πορεία Παράλληλης Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 - 2014



Σύμβολο	Κατηγορία
ΠΑΡΑΛ_Δ_Κ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΚ

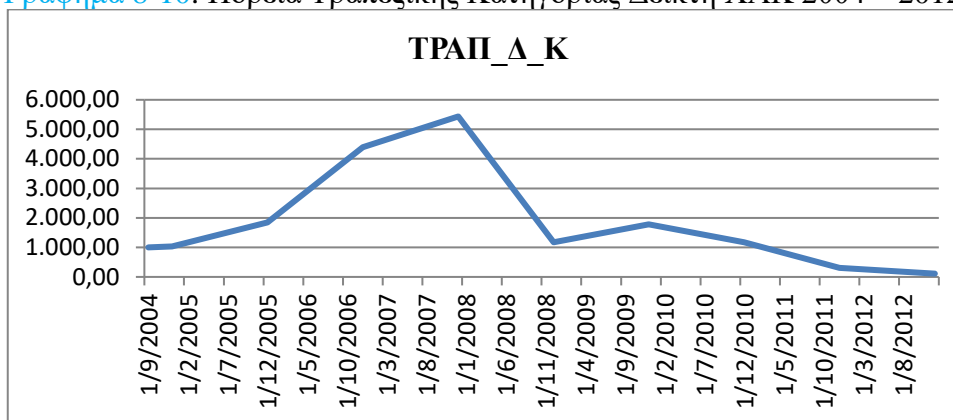
Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο δείκτης Παράλληλης Αγοράς δεν παρουσιάζει την καταστροφική πορεία του δείκτη FTSE20, άρχισε το 2004 με 1000 μονάδες, παρουσίασε μία σημαντική άνοδο τα έτη 2005 μέχρι 2008, παρουσίασε κάθοδο την περίοδο 2008-2012 και μετά παρουσίασε σταθερή πορεία με ελαφρά αύξηση την περίοδο 2012 – 2014 όπου κατέληξε το 2014, καταλήγοντας στις 865 μονάδες. Σημειώνεται ότι ο δείκτης λειτούργησε μέχρι τις 31/12/2014.

8.3.9 Πορεία Δείκτη Τραπεζικής Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2012

Πιο κάτω παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη στην Τραπεζική Κατηγορία για τα έτη 2004 μέχρι 2016.

Γράφημα 8-10: Πορεία Τραπεζικής Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2012



Σύμβολο	Κατηγορία
ΤΡΑΠ_Δ_Κ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΚ

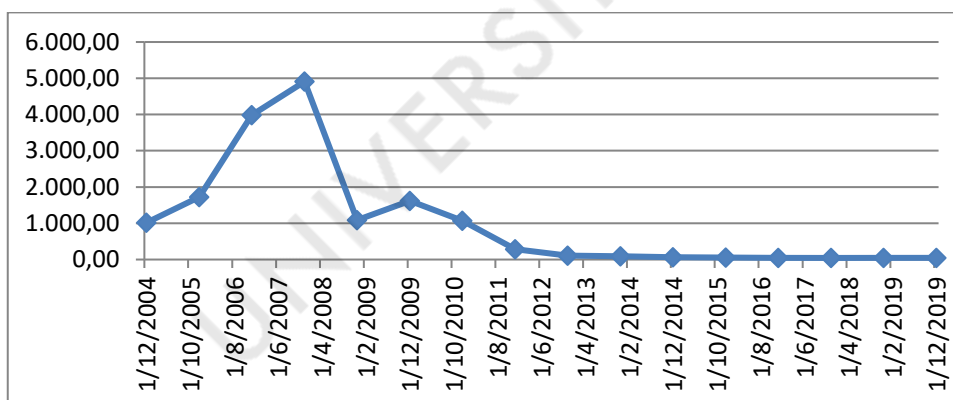
Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα 18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο δείκτης Τραπεζικής Κατηγορίας παρουσιάζει την ίδια καταστροφική πορεία του δείκτη FTSE20, άρχισε το 2004 με 1000 μονάδες, παρουσίασε μία σημαντική άνοδο τα έτη 2005 μέχρι 2008, παρουσίασε κάθοδο την περίοδο 2008-2012, καταλήγοντας το 2012 στις 111 μονάδες. Σημειώνεται ότι ο δείκτης λειτούργησε μέχρι τις 31/12/2012.

8.3.10 Πορεία Δείκτη Κύριας Κατηγορίας Περιόδου 2004 – 2019

Πιο κάτω παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη στην Κύριας Κατηγορίας για τα έτη 2004 μέχρι 2019.

Γράφημα 8-11: Πορεία Κύριας Κατηγορίας Δείκτη ΧΑΚ 2004 – 2019



Σύμβολο	Κατηγορία
ΚΥΡΙΑ_Δ_Κ	ΚΥΡΙΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΚ

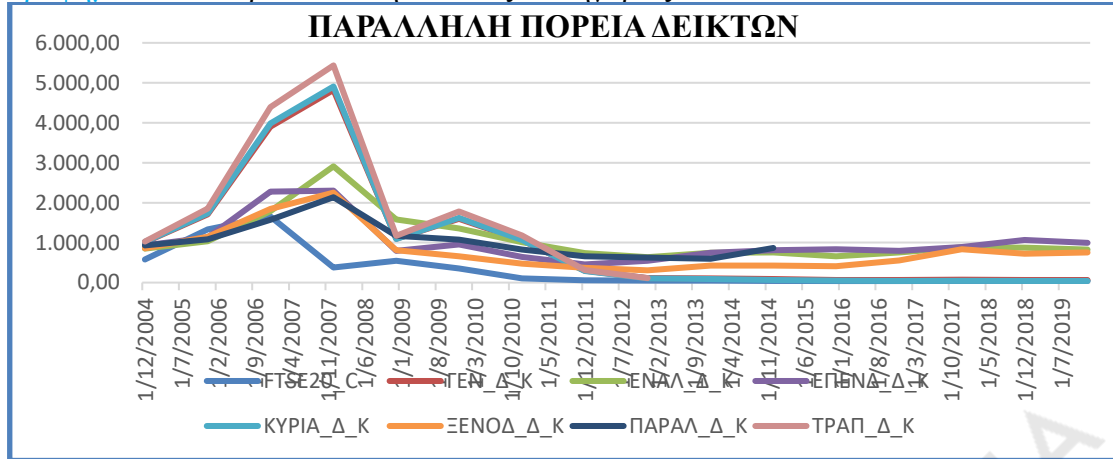
Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα 18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Ο δείκτης Κύριας Κατηγορίας παρουσιάζει καταστροφική πορεία η οποία άρχισε το 2004 με 1016 μονάδες, παρουσίασε μία σημαντική άνοδο τα έτη 2005 μέχρι 2008, οπότε και μετέπειτα παρουσίασε δραματική κάθοδο καταλήγοντας το 2019 στις 45 μονάδες.

8.3.11 Συγκριτική Ανάλυση Παράλληλης Πορείας Δεικτών ΧΑΚ στην περίοδο 2004 – 2019

Πιο κάτω καταγράφεται η παράλληλη πορεία όλων των παραπάνω δεικτών οι οποίοι αναλύθηκαν ως πιο πάνω ανά κατηγορία.

Γράφημα 8-12: Πορεία Δείκτη Βασικές Κατηγορίες ΧΑΚ 2004 – 2019



Σύμβολο	Κατηγορία
ΓΕΝ_Δ_Κ	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΚ
ΚΥΡΙΑ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΡΙΑΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΑΚ
ΕΝΑΛ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤ. ΑΓΟΡΑΣ ΧΑΚ
ΕΠΕΝΔ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤ. ΧΑΚ
ΞΕΝΟΔ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΧΑΚ
FTSE20_C	ΔΕΙΚΤΗΣ ΦΟΥΤΣΗ ΧΑΚ
ΤΡΑΠ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ ΧΑΚ
ΠΑΡΑΛ_Δ_Κ	ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ

Πηγή: ΧΑΚ, Παράρτημα 18 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

8.4 Συμπερασματικά Δεδομένα

- Ο Γενικός Δείκτης (ΓΕΝ_Δ_Κ) έκλεισε με **1012** μονάδες στις 31/12/2004 και καταποντίστηκε στις **65** μονάδες στις 31/12/2019.
- Ο Εναλλακτικός Δείκτης (ΕΝΑΛ_Δ_Κ) έκλεισε στις **850** μονάδες στις 31/12/2004 και παρουσίασε ελαφρά μείωση στις 31/12/2019, κλίνοντας στις **829** μονάδες.
- Ο Επενδυτικός Δείκτης (ΕΠΕΝΔ_Δ_Κ) έκλεισε στις **932** μονάδες στις 31/12/2004 και στις 31/12/2019 έκλεισε με **997** μονάδες, σημειώνοντας ελαφρά αύξηση.
- Ο Δείκτης Κύριας Κατηγορίας (ΚΥΡΙΑ_Δ_Κ) έκλεισε στις 31/12/2004 στις **1016** μονάδες ενώ στις 31/12/2019 κατέγραψε δραματική μείωση κλείνοντας στις **45** μονάδες.
- Ο Ξενοδοχειακός Δείκτης (ΞΕΝΟΔ_Δ_Κ) έκλεισε στις 31/12/2004 στις **863** μονάδες, ενώ στις 31/12/2019 έκλεισε στις **757** μονάδες σημειώνοντας ελαφρά μείωση.

- ο Ο Δείκτης Παράλληλης (ΠΑΡΑΛ_Δ_K) κατηγορίας παρουσίασε δεδομένα από 31/12/2004 με **930** μονάδες ενώ στις 31/12/14 έκλεισε στις **865** μονάδες οπότε και καταργήθηκε.
- ο Ο Τραπεζικός Δείκτης (ΤΡΑΠ_Δ_K) παρουσίασε δεδομένα από 31/12/2004 με **1030** μονάδες, ενώ στις 31/12/12 έκλεισε στις **111** μονάδες οπότε και καταργήθηκε.
- ο Ο Δείκτης Κύριας Κατηγορίας (ΚΥΡΙΑ_Δ_K) παρουσίασε δεδομένα από 31/12/2004 με **1016** μονάδες, ενώ στις 31/12/19 έκλεισε στις **45** μονάδες.

8.5 Στατιστικά Δεδομένα Πορείας ΑΕΠ και Δεικτών ΧΑΚ

Με βάση τις πιο πάνω εμπεριστατωμένες αναλύσεις καταγράφονται συνοπτικά τα πιο κάτω στατιστικά σχόλια. Ο Δείκτης ΧΑΚ λαμβάνουν τις τιμές κλεισίματος 31 Δεκεμβρίου εκάστου έτους.

- ο Το ΑΕΠ κατέγραψε σημαντική αύξηση της τάξης του **125%** σε σύγκριση 1999 και 2017.
- ο Ο Γενικός Δείκτης ΧΑΚ κατέγραψε μία καταστροφική πορεία με δραματική μείωση του δείκτη της τάξης του **94%** σε σύγκριση 2004 και 2019.
- ο Ο Δείκτης FTSE20 κατέγραψε μία καταστροφική πορεία με δραματική μείωση του δείκτη της τάξης του **93%** σε σύγκριση 2000 και 2019.
- ο Ο Δείκτης Επενδυτικής Κατηγορίας κατέγραψε μείωση της τάξης του **7%** σε σύγκριση 2004 και 2019.
- ο Ο Δείκτης Εναλλακτικής Κατηγορίας κατέγραψε μείωση της τάξης του **2%** σε σύγκριση 2004 και 2019.
- ο Ο Δείκτης Ξενοδοχειακής Κατηγορίας κατέγραψε μείωση του δείκτη της τάξης του **12%** σε σύγκριση 2004 και 2019.
- ο Ο Δείκτης Παράλληλης Κατηγορίας κατέγραψε μείωση του δείκτη της τάξης του **7%** σε σύγκριση 2004 και 2014.
- ο Ο Δείκτης Τραπεζικής Κατηγορίας κατέγραψε μείωση του δείκτη της τάξης του **89%** σε σύγκριση 2004 και 2012.
- ο Ο Δείκτης Κύριας Κατηγορίας (ΚΥΡΙΑ_Δ_K) κατέγραψε μείωση του δείκτη της τάξης του **96%** σε σύγκριση 2004 και 2019.

8.6 Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Δεικτών ΧΑΚ σε σχέση ΑΕΠ

Η πιο κάτω στατιστική συσχέτιση Pearson Correlation καταδεικνύει την αρνητική πορεία συσχέτισης μεταξύ του κάθε ενός δείκτη κατηγορίας ΧΑΚ σε σχέση με την πορεία

του ΑΕΠ. Η αρνητική πορεία εξάγεται από τους αρνητικούς δείκτες σε όλες τις κατηγορίες ως παράδειγμα δείκτης συσχέτισης ΑΕΠ Vs FTSE **-0.677**.

Πίνακας 8-4: Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation Δεικτών ΧΑΚ Vs ΑΕΠ 2004-2019

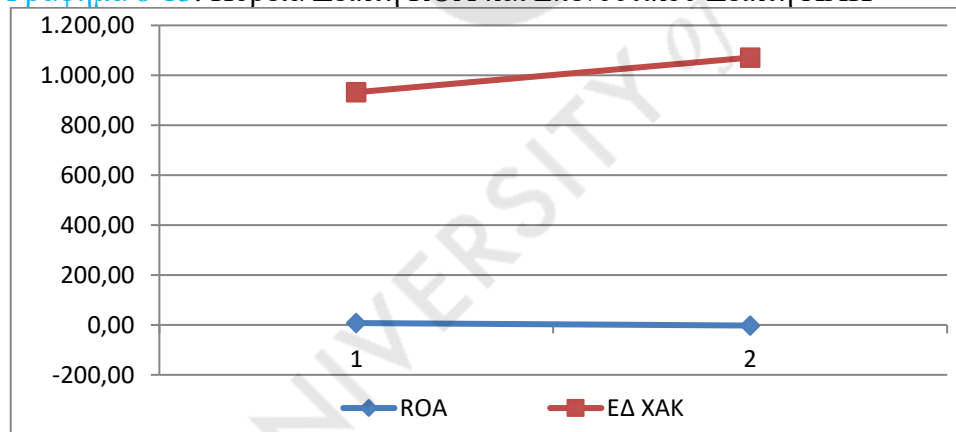
		FTSE	ΓΕΝΙΚΟΣ	ΕΝΑΛΛΑ ΚΤΙΚΟΣ	ΕΠΕΝΔΥΤΙ ΚΟΣ	ΚΥΡΙΑ	ΞΕΝΟΔΟΧ ΕΙΑΚΟΣ	ΠΑΡΑΛΛ ΗΛΗ	ΤΡΑΠΕ ΖΙΚΟΣ
ΑΕΠ	Pearson Correlation	-0.677	-0.425	-0.194	-0.375	-0.425	-0.409	-0.283	-0.318
	N	16	16	16	16	16	16	11	9

Πηγή: SPSS, παράλληλη κατηγορία 2004-2014, Τραπεζικός 2004-2012 - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

8.7 Στατιστική συσχέτιση ROA και Επενδυτικού Δείκτη ΧΑΚ

Πιο κάτω διενεργείται σύγκριση πορείας δείκτη ΧΑΚ στην κατηγορία Επενδυτικού Δείκτη (ΕΠΕΝΔ_Δ_Κ) όπου υπήρξε πληθώρα προτάσεων εξαγορών όπου στο πιο πάνω γράφημα 8-3 καταγράφονται 40 προτάσεις εξαγορών στην κατηγορία των Χρηματοοικονομικών όπου ανήκουν στον Επενδυτικό Δείκτη του ΧΑΚ και της πορείας του διάμεσου δείκτη ROA. Σύμφωνα με τα δεδομένα που συλλέχτηκαν ο Επενδυτικός Δείκτης ΧΑΚ το 2004 έκλεισε με 932 μονάδες και το 2018 έκλεισε στις 1071 μονάδες. Ο διάμεσος δείκτης ROA στο έτος εξαγοράς ήταν στο ποσοστό των 7,51% και ο διάμεσος στην πενταετία εξαγοράς (δεδομένα 2000-2018) ήταν στο αρνητικό πρόσημο **-2,44%** ως έχει καταδειχτεί στην ανάλυση του Κεφαλαίου 5. Η πιο κάτω γραφική παράσταση αποτυπώνει την πορεία του Δείκτη ROA σε σχέση με τον Επενδυτικό Δείκτη ΧΑΚ.

Γράφημα 8-13: Πορεία Δείκτη ROA και Επενδυτικού Δείκτη ΧΑΚ



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

8.8 Γενικά Συμπεράσματα Μη Συσχέτισης Πορείας ΑΕΠ, Δεικτών ΧΑΚ και ROA-ROE

Με βάση τις πιο πάνω αναλύσεις και συγκρίσεις δεικτών και πορείας ΑΕΠ καταγράφονται διαφορετικά αποτελέσματα και ανομοιογένειες. Παρόλο που ο Γενικός Δείκτης ΧΑΚ και Δείκτης FTSE20 κατέγραψαν μία τεράστια πτώση, οι επιμέρους Δείκτες είχαν πολύ μικρότερη πτώση εκτός από τον Δείκτη Τραπεζικής και Κύριας Κατηγορίας. Σε

αντίθεση με τις πτώσεις των δεικτών ΧΑΚ άλλες μεγάλες και άλλες μικρές, δεν συνάδουν με την αυξητική πορεία του ΑΕΠ και της οικονομίας. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει ότι η αποτυχία των εξαγορών δεν ήταν αποτέλεσμα επηρεασμού πορείας ΧΑΚ και ΑΕΠ, αλλά άλλων γεγονότων και αποφάσεων των διοικητικών συμβουλίων τα οποία αποφάσισαν τις εξαγορές. Προς υποστήριξη της εν λόγω διαπίστωσης τα ποιο κάτω δεδομένα επιβεβαιώνουν το γεγονός:

Στο πέμπτο κεφάλαιο εξήχθησαν τα πιο κάτω αποτελέσματα ανά κατηγορία εξαγορών όσον αφορά τους δείκτες απόδοσης ROA και ROE σε περιγραφική στατιστική ανάλυση μέσου όρου και διάμεσου δείκτη:

Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROA ανά Έτος κατά Τομέα Πενταετίας (Y1-Y5)

SECTOR/TOMEAS	Στατ. Δείγμα	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
Banking	1	0,07%	-1,21%	-1,27%	-0,11%	-2,43%	1,94%	-1,39%	-1,27%
Construction	3	-13,66%	13,19%	1,31%	3,72%	2,37%	5,68%	5,25%	3,72%
Finance and Investment	20	7,51%	-2,49%	-2,44%	-0,77%	-5,36%	1,15%	-2,44%	-2,44%
Hospitality, Travel & Tourism	3	0,71%	1,39%	-0,92%	0,77%	-1,75%	1,50%	-0,40%	-0,92%
Insurance	1	N/A	-5,99%	-37,90%	-20,10%	1,51%	1,71%	-12,16%	-5,99%
Manufacturing	1	-7,27%	-27,58%	3,45%	5,48%	-12,72%	16,78%	-9,63%	-12,72%
Media*	1	9,50%	5,63%	-14,56%	-29,84%	144,77%	N/A	-45,89%	-22,20%
Retail	1	3,24%	6,58%	3,75%	1,76%	1,30%	1,16%	2,91%	1,76%
Service	5	-2,00%	-2,52%	-2,90%	-3,60%	-5,09%	1,88%	-3,20%	-2,90%
Technology**	1	-36,94%	8,68%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trade	10	4,63%	-1,65%	-4,85%	-15,98%	-32,26%	1,74%	-11,30%	-4,85%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROE ανά Έτος κατά Τομέα (Y1-Y5) Πενταετίας

SECTOR	Στατ. Δείγμα	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5	Mean Y1-Y5	Median Y1-Y5
Banking	1	1,25%	-27,18%	-33,70%	-1,76%	-30,35%	-26,55%	23,91%	-27,18%
Construction	3	-25,08%	33,26%	3,76%	7,83%	3,27%	5,71%	10,77%	5,71%
Finance and Investment	20	7,98%	-8,10%	-1,82%	-0,98%	-9,70%	-6,93%	-5,51%	-6,93%
Hospitality, Travel & Tourism	3	1,06%	2,12%	-0,77%	1,45%	-3,70%	-3,46%	-0,87%	-0,77%
Insurance	1	N/A	-10,30%	-57,47%	-179,99%	11,82%	13,00%	-44,59	-10,30
Manufacturing	1	-10,34%	-2,72%	3,45%	5,89%	-13,50%	-17,13%	-4,80%	-2,72%
Media*	1	28,27%	9,41%	-27,81%	-91,11%	-151,54%	N/A	65,26%	-59,46%
Retail	1	9,82%	18,47%	9,71%	4,38%	3,35%	2,96%	7,78%	4,38%
Service	5	-2,25%	-2,84%	-3,04%	-4,02%	-8,48%	-2,70%	-4,22%	-3,04%
Technology	1	-160,26%	15,75%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trade	10	8,36%	-4,64%	-9,27%	-41,64%	-22,34%	-13,45%	18,27%	-13,45%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- ο Σύμφωνα με τους δύο πιο πάνω πίνακες ανάλυσης στατιστικών δεδομένων ROA και ROE οχτώ (8) κατηγορίες κατέγραψαν καταστροφική πορεία και μόνο δύο κατηγορίες διασώθηκαν.
- ο Το ΑΕΠ το 1999 ανερχόταν σε €9.732εκατ., ενώ το 2019 ανήλθε στα €21.944εκατ. Συνεπώς, καταγράφεται πρώτη βασική αντίθεση όπου το ΑΕΠ παρουσιάζει αύξηση της τάξης του 125% σε αντίθεση με τις πλείστες εξαγορές να αποτυγχάνουν.
- ο Στις οχτώ (8) κατηγορίες δεικτών του ΧΑΚ ως έχουν αναλυθεί πιο πάνω, στις τέσσερις (4) καταγράφεται ελαφρά μείωση στην περίοδο 2004-2019 από 2% ως 12%, ενώ στις άλλες τέσσερις (4) καταγράφεται δραματική μείωση από 89% μέχρι 96%. Συνεπώς, καταγράφονται δεύτερες σημαντικές αντιφάσεις σε σχέση με το ΑΕΠ να σημειώνει 125% αύξηση και τέσσερις κατηγορίες δεικτών ΧΑΚ να καταποντίζονται με ολέθριες μειώσεις από 86%-96%.
- ο Στη δειγματοληπτική ανάλυση της πορείας του Επενδυτικού Δείκτη ΧΑΚ σε σχέση με την πορεία του διάμεσου δείκτη ROA καταγράφεται μεγάλη αντίφαση όπου ενώ ο Επενδυτικός Δείκτης καταγράφει ανοδική πορεία, στον αντίποδα ο διάμεσος δείκτης ROA καταγράφει αρνητική πορεία. Σημαντικό σημείο να καταδειχθεί ότι 20 εξαγορές από το δείγμα των 50 εξαγορών αφορά την επενδυτικό τομέα, όπου αυτός ο τομέας σύμφωνα με τις εξαχθείσες στατιστικές απότυχε να καταγράψει αύξηση στην αξία των μετόχων.
- ο Από το σύνολο των 111 δημόσιων προτάσεων εξαγορών (παράρτημα 1), οι 97 έλαβαν χώρα μέχρι το 2010 δηλαδή το 87%. Σύμφωνα με το παράρτημα 18 από τις οχτώ κατηγορίες δεικτών του ΧΑΚ, οι τέσσερις κατηγορίες (Γενική, Εναλλακτική, Κύρια, Τραπεζική) παρουσίασαν μέχρι το 2010 ανάπτυξη ως παρουσιάζεται πιο κάτω:

DATE	ΓΕΝ Δ Κ	ΕΝΑΛ Δ Κ	ΚΥΡΙΑ Δ Κ	ΤΡΑΠ Δ Κ
31/12/2004	1.012	850	1.016	1.030
31/12/2010	1.055	1.007	1.066	1.176

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Συνεπώς, με βάση την πιο πάνω τεκμηρίωση καταδεικνύεται ότι η αποτυχία των εξαγορών δεν ήταν αποτέλεσμα επηρεασμού πορείας Δεικτών ΧΑΚ και ΑΕΠ, αλλά άλλων γεγονότων και συγκεκριμένα αποφάσεων των διοικητικών συμβουλίων τα οποία ενέκριναν τις εξαγορές.

8.9 Γενικά Συμπεράσματα Μη Συσχέτισης Πορείας Δεικτών FTSE20 και GEN_Δ_K σε συνάρτηση με πορεία ΑΕΠ και Πτωχεύσεων και Ευθύνες ΔΣ

Στην πιο κάτω υποενότητα διενεργείται συσχέτιση πορείας/τάσεων των τεσσάρων ακόλουθων στατιστικών δεδομένων: α) πορεία δείκτη FTSE20 ο οποίος καλύπτει είκοσι μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένες εταιρείες, β) πορεία Γενικού Δείκτη ο οποίος καλύπτει Κύρια Αγορά, Εναλλακτική Αγορά, και Νεοαναπτυσσόμενων Εταιρειών Αγορά, γ) πορεία ΑΕΠ και δ) αριθμός Πτωχεύσεων για την περίοδο 2004 μέχρι 2015 όπου υπερκαλύπτει τον αριθμό προτάσεων εξαγορών 75 από τις 111, δηλαδή καλύπτει ποσοστό 68%. Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται στα στατιστικά δεδομένα των πιο πάνω κατηγοριών.

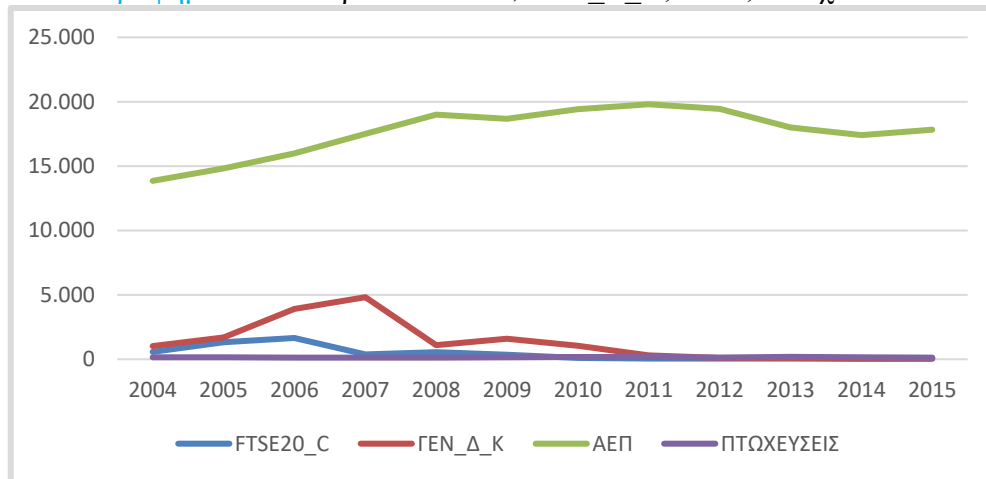
Πίνακας 8-5: Στατιστικά Δεδομένα FTSE20, GEN_Δ_K, ΑΕΠ και Πτωχεύσεων

DATE	FTSE20_C	GEN_Δ_K	ΑΕΠ/GDP	ΠΤΩΧΕΥΣΕΙΣ*
2004	577	1.012	13.856	149
2005	1.331	1.705	14.822	158
2006	1.653	3.900	16.000	140
2007	380	4.821	17.512	141
2008	544	1.101	19.010	135
2009	357	1.597	18.675	159
2010	105	1.055	19.410	171
2011	54	296	19.803	182
2012	51	115	19.441	133
2013	49	103	17.995	189
2014	39	86	17.409	163
2015	39	68	17.827	136

Πηγή: FTSE20, GEN_Δ_K: Παράρτημα 18, ΑΕΠ: Στατιστική Υπηρεσία Κύπρου, *Πτωχεύσεις: Υπηρεσία Αφερεγγυότητας, Πτωχεύσεις επί συνόλου εγγεγραμμένων εταιρειών - Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση τα πιο πάνω δεδομένα σε επεξεργασία προγράμματος excel εξάγεται το πιο κάτω διάγραμμα το οποίο καταγράφει την τάση της κάθε κατηγορίας σε παράλληλη συσχέτιση. Συνεπώς από την πορεία εκάστου δείκτη καταγράφεται η μη παράλληλη πορεία εκάστου δείκτη. Συγκεκριμένα το ΑΕΠ παρουσιάζει αυξητική τάση, οι Πτωχεύσεις είναι σε σταθερή ευθεία γραμμή σε αντίθεση με τους δείκτες FTSE20 και GEN_Δ_K όπου παρουσιάζονται σκαμπανεβάσματα στην πορεία των.

Γράφημα 8-14: Πορεία FTSE20, GEN_Δ_K, ΑΕΠ, Πτωχεύσεων



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Εξετάζοντας τη στατιστική συσχέτιση Pearson Correlation ως πιο κάτω καταδεικνύεται η μη συσχέτιση της πορείας ΑΕΠ και Πτωχεύσεων σε συνάρτηση με την πορεία των δεικτών του ΧΑΚ FTSE20 και GEN_Δ_K.

Πίνακας 8-6: Στατιστική Συσχέτιση Pearson Correlation ΑΕΠ, FTSE20, GEN_Δ_K και Πτωχεύσεων Περίοδος 2004-2015

Correlations					
		ΑΕΠ	FTSE20	GEN_Δ_K	ΠΤΩΧΕΥΣΕΙΣ
ΑΕΠ	Pearson Correlation	1	-.644*	-.306	,181
	Sig. (2-tailed)		,024	,333	,573
	N*	12	12	12	12
FTSE20	Pearson Correlation	-.644*	1	,610*	-,304
	Sig. (2-tailed)	,024		,035	,337
	N*	12	12	12	12
GEN_Δ_K	Pearson Correlation	-.306	,610*	1	-,348
	Sig. (2-tailed)	,333	,035		,268
	N*	12	12	12	12
ΠΤΩΧΕΥΣΕΙΣ	Pearson Correlation	,181	-,304	-,348	1
	Sig. (2-tailed)	,573	,337	,268	
	N*	12	12	12	12

Πηγή: SPSS - Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα, N12*=χρονική περίοδος 2004-2015 (12 έτη)

Διαμέσου της πιο πάνω στατιστικής ανάλυσης τόσο σε γράφημα όσο και σε ανάλυση συσχέτισης Pearson Correlation καταγράφεται η μη συσχέτιση της πορείας των Πτωχεύσεων και ΑΕΠ σε συνάρτηση με την πορεία των βασικών κατηγοριών του ΧΑΚ. Κατά συνέπεια καταδεικνύεται ότι τα αρνητικά αποτελέσματα των εξαγορών ήταν συνέπεια των αποφάσεων των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

8.10 Γενικά Συμπεράσματα Συσχέτισης Πορείας Διάμεσου Δείκτη Z Score, ROE και Ευθύνες ΔΣ

Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται στατιστικά δεδομένα διάμεσου δείκτη Z Score και ROE με στόχο να εξαχθούν συμπεράσματα ως προς τη συσχέτιση της πορείας του διάμεσου δείκτη στην περίοδο 2004 μέχρι 2014. Η συγκεκριμένη περίοδος καλύπτει ικανοποιητικό αριθμό εξαγορών 47 από τις 50 όπου υπήρξε δυνατότητα εξαγωγής αποτελεσμάτων, δηλαδή καλύπτει ποσοστό 94%. Σημειώνεται ότι υλοποιήθηκαν 82 εξαγορές όπου στις 32 δεν ήταν εφικτό η συλλογή δεδομένων. Το δείγμα εξάχθηκε μέσα από την εφαρμογή της ολιστικής μεθόδου, όπου στο δείκτη Z Score το εξετασμένο δείγμα ήταν 176 από συνολικό δείγμα 230 (παράρτημα 19), δηλαδή 77% και για το δείκτη ROE 169 από 230 ή 73% (παράρτημα 20). Στα εν λόγω παραρτήματα σημειώνονται με γκρίζο χρώμα τα εξεταζόμενα έτη για κάθε εταιρεία και στις δύο τελευταίες στήλες καταγράφεται το ολιστικό και εξεταζόμενο δείγμα.

Πίνακας 8-7: Στατιστικά Δεδομένα Διάμεσου Δείκτη Z Score και ROE Περιόδου 2004-2014

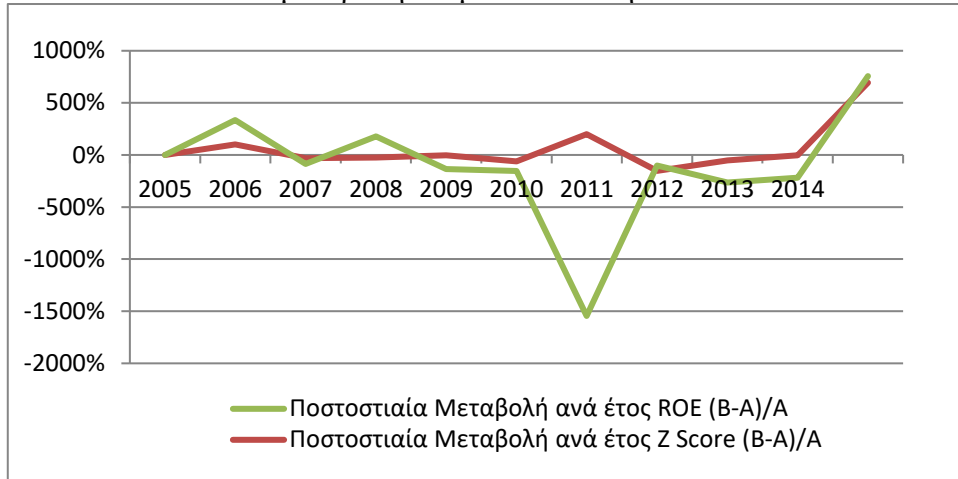
ROW/ΣΤΗΛΗ	A	B	C	E	F	G	H	I	J	K	L
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Z SCORE	2,7	5,5	3,8	2,9	2,7	1,0	3,0	1,6	0,8	0,8	6,0
ROE	-5,5%	7,3%	3,2%	9,6%	-2,9%	-0,3%	-4,6%	-2,2%	-6,9%	-21,9%	-8,1%
Ποσοστιαία Μεταβολή ανά έτος Z Score (B-A)/A		102%	-31%	-25%	-5%	-62%	199%	-153%	-52%	-3%	693%
Ποσοστιαία Μεταβολή ανά έτος ROE (B-A)/A		234%	-56%	202%	-130%	-91%	-1744%	52%	-214%	-216%	63%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση την πιο πάνω στατιστική ανάλυση καταγράφεται ποσοστιαία μεταβολή του διάμεσου δείκτη Z Score σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά να παρουσιάζει αρνητική μεταβολή στις επτά από τις δέκα χρονιές, δηλαδή ποσοστό 70%. Όσον αφορά την ποσοστιαία μεταβολή του διάμεσου δείκτη ROE σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά να παρουσιάζει αρνητική μεταβολή στις έξι από τις δέκα χρονιές, δηλαδή ποσοστό 60%. Συνεπώς καταγράφεται η καταστροφική πορεία των εξαγορών.

Στο πιο κάτω γράφημα παρουσιάζεται η ποσοστιαία μεταβολή του διάμεσου δείκτη σε σύγκριση με την εκάστοτε προηγούμενη χρονιά περιόδου 2004-2014. Καταγράφεται παράλληλη πορεία του διάμεσου δείκτη εκτός από το έτος 2010 όπου η ποσοστιαία μεταβολή του ROE ήταν δυσανάλογη με την αντίστοιχη του Z Score. Εν κατακλείδι αποτυπώνεται η συσχέτιση των δύο δεικτών στην καταστροφική πορεία των εξαγορών.

Γράφημα 8-15: Ποσοστιαία μεταβολή Διάμεσου Δείκτη Z score και ROE



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Διαμέσου της πιο πάνω στατιστικής ανάλυσης τόσο στον πίνακα όσο και στο γράφημα καταγράφεται η συσχέτιση της πορείας του διάμεσου δείκτη Z Score και ROE. Οι δύο πιο πάνω δείκτες εκφράζουν το αποτέλεσμα των εξαγορών, όπου ο δείκτης ROE εκφράζει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και ο δείκτης Z Score εκφράζει την οικονομική ευρωστία της εξαγορασθείσας εταιρείας ως έχει αναλυθεί κατ' επανάληψη στα προηγούμενα κεφάλαια. Κατά συνέπεια καταδεικνύονται ότι τα αρνητικά αποτελέσματα των εξαγορών τόσο σε απόδοση ιδίων κεφαλαίων όσο και σε αρνητική πορεία οικονομικής ευρωστίας ήταν συνέπεια των αποφάσεων των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

8.11 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς των Εταιρειών Αγοραστών

Η Πλειοψηφία των εταιρειών αγοραστών είχαν ιδιοκτησιακό καθεστώς την οικογένεια. Οι Νόμοι του ΧΑΚ «Οι Περί Αξιών και Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου Νόμοι» επέτρεπαν στην διασπορά κεφαλαίου μέχρι το 25%, συνεπώς μπορούσε ο βασικός μέτοχος να κατέχει το 75% του μετοχικού κεφαλαίου. Διεξάχθηκε έρευνα στις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών (παράρτημα 1) όπου συλλέχθηκαν δεδομένα από την ιστοσελίδα «stock watch cy-παράθυρο στην οικονομία», η οποία κατέδειξε ότι το 63% (70 από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγοράς) των εταιρειών αγοραστών ήταν οικογενειακές επιχειρήσεις οι οποίες κατείχαν την πλειοψηφία των μετοχών επ' ονόματι των μελών της οικογένειας ή διαμέσου άλλων συγγενικών ή μητρικών εταιρειών.

Εμπειρικό παράδειγμα: ιδιοκτήτης ομίλου εταιρειών στην Κύπρο δέχθηκε πρόταση πώλησης μετοχικού κεφαλαίου σε εταιρεία συνεργάτη από την Ελλάδα όπου και αρνήθηκε την πώληση πακέτου μετοχικού κεφαλαίου λέγοντας επί λέξει «δεν θα πωλήσω μετοχές της εταιρείας την οποία ίδρυσα και να έχω συνιδιοκτήτες».

8.12 Έλεγχος Υποθέσεων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα και υποθέσεις με βάση την εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 8-8: Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις

EY3: Η στόχευση των εξαγορών είχε κατά πλειοψηφία τους συγγενικούς τομείς.	Αποδοχή: Η πλειοψηφία των εξαγορών είχε στόχευση τον συγγενικό τομέα με ποσοστό της τάξης του 77% έναντι 23% του μη συγγενικού τομέα.
EY7: Η επιτυχία των εξαγορών εξαρτάται από την πορεία ΑΕΠ και ΧΑΚ.	Απόρριψη: Το ΑΕΠ το 1999 ανερχόταν σε €9.732εκατ., ενώ το 2019 ανήλθε στα €21.944εκατ. Συνεπώς, καταγράφεται πρώτη βασική αντίθεση με το ΑΕΠ να παρουσιάζει αύξηση της τάξης του 125% σε αντίθεση με τις πλείστες εξαγορές να αποτυγχάνουν. Από τις οκτώ κατηγορίες δεικτών του ΧΑΚ, οι τέσσερις κατηγορίες, Γενική, Εναλλακτική, Κύρια, και Τραπεζική παρουσίασαν μέχρι το 2010 ανάπτυξη, σε αντίθεση με τις πλείστες εξαγορές που απέτυχαν. Δεν καταγράφεται συσχέτιση πορεία ΧΑΚ, ΑΕΠ και Πτωχεύσεων

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

8.13 Τελικό Συμπέρασμα

Σε αυτό το Κεφάλαιο διενεργήθηκαν πολλαπλές αναλύσεις δεικτών ΧΑΚ, πορείας ΑΕΠ, στατιστικά πτωχεύσεων εταιρειών σε συσχέτιση με μεταβλητές απόδοσης ROA και ROE, όπου καταδείχθηκε μέσα από τις αναλύσεις και συσχετίσεις ότι η πορεία επιτυχίας των εξαγορών (θετικοί ή αρνητικοί δείκτες ROA και ROE) δεν συνδεόταν από την πορεία δεικτών ΧΑΚ, ΑΕΠ και πτωχεύσεων εταιρειών όπου κατά συνέπεια η επιτυχία ή αποτυχία των εξαγορών εξαρτιόταν από τις αποφάσεις των εκάστοτε διευθυντικών στελεχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΝΑΤΟ

Ανάλυση Ευρημάτων Ερωτηματολογίων

9.0 Εισαγωγή

Οι Goedhart et al. (2017) καταγράφουν στην εμπειρική τους έρευνα επί λέξη ‘κάθε συμφωνία πρέπει να έχει τη δική της στρατηγική λογική. Σύμφωνα με την εμπειρία μας, οι αγοραστές στις πιο επιτυχημένες συμφωνίες έχουν συγκεκριμένες, καλά διατυπωμένες ιδέες δημιουργίας αξίας. Σύμφωνα με την εμπειρία μας, το στρατηγικό σκεπτικό για μια εξαγορά που δημιουργεί αξία συνήθως συμμορφώνεται με τουλάχιστον ένα από τα ακόλουθα αρχέτυπα: (1) βελτίωση της απόδοσης της εταιρείας-στόχου, (2) επιτάχυνση στην πρόσβαση στην αγορά για τα προϊόντα του στόχου (ή του αγοραστή), (3) απόκτηση δεξιοτήτων ή τεχνολογιών ταχύτερα ή με χαμηλότερο κόστος από ό, τι μπορούν να κατασκευαστούν, (4) αξιοποίηση στην επεκτασιμότητα μιας επιχείρησης για συγκεκριμένους κλάδους, (5) ενοποίηση για τη βελτίωση της ανταγωνιστικής συμπεριφοράς’. Συνεπώς και στην παρούσα έρευνα το ερωτηματολόγιο είναι δομημένο ώστε να παράσχει πληροφόρηση σύμφωνα με τις εισηγήσεις των πιο πάνω ερευνητών.

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας όσον αφορά την ανάλυση των απαντήσεων του δομημένου ερωτηματολογίου των ανώτερων διευθυντικών στελεχών με στόχο να καταδειχθεί το στρατηγικό σκεπτικό για τις εξαγορές.

Σύνδεση με διεθνή βιβλιογραφία: Στα κεφάλαια 2 και 3 έχει ερευνηθεί η εφαρμογή της μεθοδολογίας με τη συλλογή πληροφοριών διαμέσου δομημένου ερωτηματολογίου όπου διενεργήθηκε εις βάθος ανάλυση και επεξήγηση της εν λόγω μεθοδολογίας.

Ερευνητικές Υποθέσεις: Διαμέσου της μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας στο κεφάλαιο 2 έχουν αναπτυχθεί οι πιο κάτω ερευνητικές υποθέσεις (ΕΥ) όπου οι απαντήσεις εξάγονται μέσα από την ανάλυση των ευρημάτων του παρόντος κεφαλαίου:

ΕΥ1: Βασικοί στρατηγικοί λόγοι που οδήγησαν στις εξαγορές ήταν η αποκόμιση οικονομιών κλίμακας, ανάπτυξη και αύξηση μεριδίου αγοράς.

ΕΥ2: Η Ανώτερη Διεύθυνση διενήργησε ταυτόχρονη δέουσα επιμέλεια στους ακόλουθους βασικούς τομείς: χρηματοοικονομικό, εσωτερικό, νομικό, εμπορικό, κουλτούρας και διοικητικό.

Ερευνητική Μεθοδολογία: Στο κεφάλαιο 2 έχει καταγραφεί σε ποσοστό η συσχέτιση των απαντήσεων των διευθυντικών στελεχών σε σχέση με την ανάλυση των οικονομικών δεδομένων. Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται σε ποσοτικές αναλύσεις οι απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών όπου κατ’ επέκταση των απαντήσεων διενεργείται σύγκριση με τη χρηματοοικονομική ανάλυση.

9.1 Ανάλυση Ευρημάτων ερωτηματολογίου

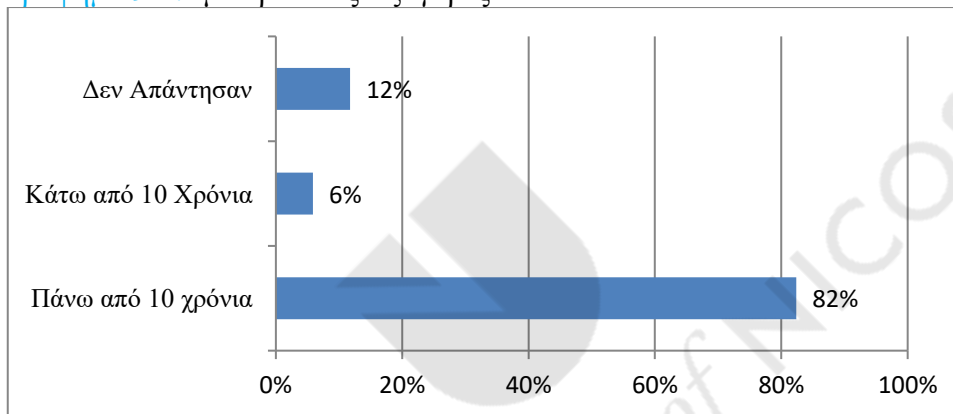
Πιο κάτω παρουσιάζεται η ανάλυση των ευρημάτων του ερωτηματολογίου (Παράρτημα 2). Διενεργήθηκε τηλεφωνική επικοινωνία με διευθυντικά στελέχη των 50 εταιρειών (ολιστικό δείγμα διαθέσιμο) όπου είχαν εντοπιστεί δεδομένα, όμως στη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου μόνο 19 διευθυντές προχώρησαν δηλαδή δείγμα 38%. Υπήρξαν περιπτώσεις όπου ενώ δόθηκαν διαβεβαιώσεις συμπλήρωσης του ερωτηματολογίου στο τέλος αρνήθηκαν τη συμπλήρωση του.

9.2 Πριν από την Εξαγορά Χρονική Περίοδο

Πιο κάτω καταγράφονται σε γραφήματα και συμπεράσματα τα αποτελέσματα των εξαγορών πριν από την εξαγορά χρονική περίοδο.

9.2.1 Εμπειρία στις Εξαγορές

Γράφημα 9-1: Εμπειρία στις Εξαγορές



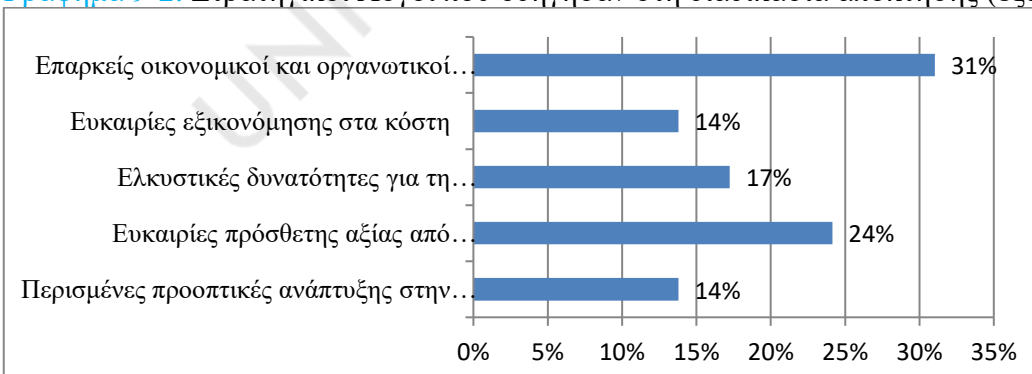
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.2.1.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Καταγράφεται ποσοστό με εμπειρία στις εξαγορές πάνω από 10 χρόνια 82%,
- Ποσοστό με εμπειρία στις εξαγορές κάτω των 10 ετών της τάξης του 6%, και
- Ποσοστό 12% δεν απάντησαν.

9.2.2 Στρατηγικοί Λόγοι Εξαγοράς

Γράφημα 9-2: Στρατηγικοί Λόγοι που οδήγησαν στη διαδικασία απόκτησης (εξαγορά)



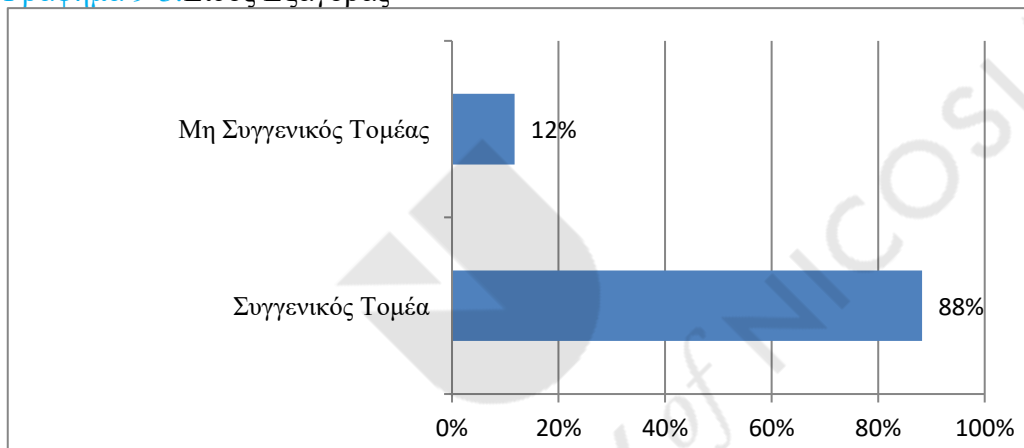
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

- Πρώτος λόγος που οδήγησε στην εξαγορά ήταν η εκτίμηση ότι υπήρχαν διαθέσιμοι πόροι τόσο οικονομικοί όσο και οργανωτικοί με ποσοστό της τάξης του 31%.
- Ο δεύτερος λόγος που οδήγησε στην εξαγορά ήταν οι ευκαιρίες πρόσθετης αξίας από πελατολόγιο ή ανταγωνιστικό πλεονέκτημα με ποσοστό της τάξης του 24%.
- Ο τρίτος λόγος που οδήγησε στην εξαγορά ήταν η διαπίστωση ελκυστικών δυνατοτήτων για τη μεταφορά των υφιστάμενων αρμοδιοτήτων και δυνατοτήτων για νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες με ποσοστό της τάξης του 17%.

Οι Weston and Weaver (2001) κατέγραψαν τους πιο πάνω βασικούς λόγους επέκτασης ως μέρος των 10 βασικών λόγων της δραματικής αύξησης των Σ&Ε όπως και οι Thomson and Strickland (2001) στους πέντε βασικούς παράγοντες ως έχει προαναφερθεί.

9.2.3 Είδος Εξαγοράς

Γράφημα 9-3:Είδος Εξαγοράς



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

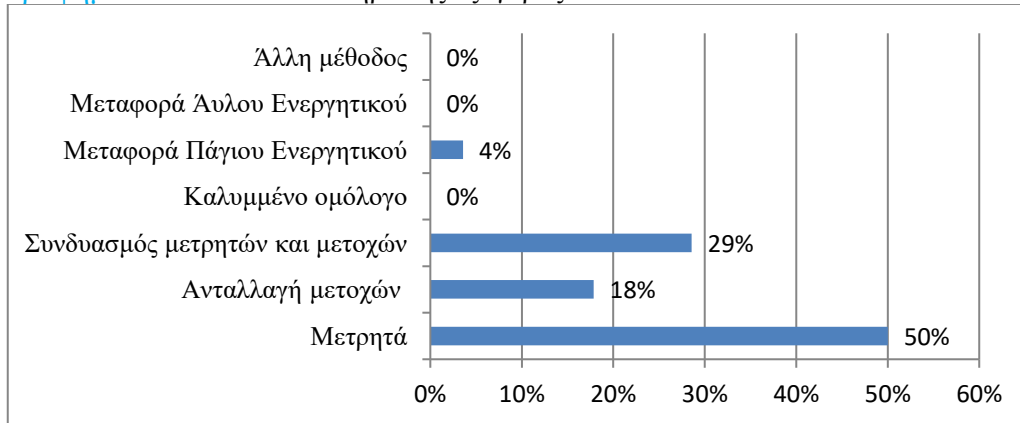
9.2.3.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Οι απαντήσεις με βάση το δείγμα καταγράφουν δείγμα εξαγορών σε συγγενικό τομέα της τάξης του 88% σε σύγκριση με το ολιστικό δείγμα το οποίο διερευνήθηκε και κατέγραψε ποσοστό της τάξης του 75% και επιπρόσθετα του παγκόσμιου δείγματος το οποίο καταγράφει ποσοστό 60%.
- Ο μη-συγγενικός τομέας καταγράφει εξαγορές της τάξης του 12% σε σύγκριση με το ολιστικό δείγμα της τάξης του 25% και του παγκόσμιου δείγματος στο 40%.

Καταγράφεται σημαντική απόκλιση στα ποσοστά μεταξύ εξαγορών στην Κύπρο σε σύγκριση με την παγκόσμια στατιστική, σημείο το οποίο καταδεικνύει διαφορετικό επιχειρηματικό περιβάλλον.

9.2.4 Μέσο Ολοκλήρωσης Εξαγοράς

Γράφημα 9-4: Μέσο Ολοκλήρωσης εξαγοράς



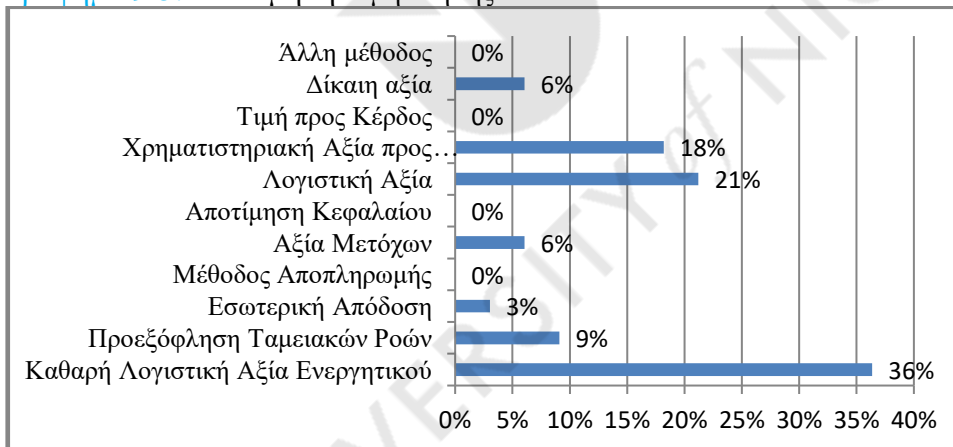
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.2.4.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Καταγράφεται ως μέσο εξαγοράς η χρήση των μετρητών σε ποσοστό της τάξης του 50%.
- Συνδυασμού μετρητών και μετοχών της τάξης του 29%-.
- Ανταλλαγής μετοχών της τάξης του 18%-.

9.2.5 Αποτίμηση Τιμής Εξαγοράς

Γράφημα 9-5: Αποτίμηση Τιμή κτήσης



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.2.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Πρώτο ποσοστό ως τιμή κτήσης καταγράφεται η αποτίμηση της καθαρής λογιστικής αξίας ενεργητικού με ποσοστό της τάξης του 36%. Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται για την αποτίμηση της αξία μιας επιχείρησης που βασίζεται στη διαφορά μεταξύ της εύλογης αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης μείον τα στοιχεία του παθητικού (National Association of Certified Valuers and Analysts, 2012).

- ο Δεύτερο ποσοστό καταγράφεται η αποτίμηση της Λογιστικής Αξίας με 21%. Λογιστική Αξία: Είναι η μέθοδος αποτίμησης της αξίας της εταιρείας χρησιμοποιώντας την απλή φόρμουλα $\text{Σύνολο Παγίων μείον Σύνολο Υποχρεώσεων}$ (Moeller and Brady (2009)).
- ο Τρίτο ποσοστό καταγράφεται η αποτίμηση της χρηματιστηριακής αξίας σε σύγκριση με τη λογιστική αξία με ποσοστό της τάξης του 18%. Κατά τους Marangu and Jagongo (2014), η χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική αξία είναι η τιμή προς λογιστική αξία σε αποτίμηση που χρησιμοποιείται από συμβούλους επενδύσεων, διαχειριστές κεφαλαίων και τους επενδυτές προς σύγκριση τιμής αγοράς μιας εταιρείας (κεφαλαιοποίηση αγοράς) με τη λογιστική αξία στα βιβλία της εταιρείας (κεφάλαια). Δηλαδή αν η λογιστική αξία μιας μετοχής είναι 1 ευρώ και στο χρηματιστήριο εμπορεύεται στα 5 ευρώ, οι επενδυτές πληρώνουν 5 φορές την αξία της μετοχής/εταιρείας.

Οι Moeller and Brady (2009) κατέδειξαν ότι η ορθολογιστική εκτίμηση της τιμής χρειάζεται έμπειρους εκτιμητές όπως λογιστές και αναλυτές με πραγματική εμπειρία από τον κόσμο της οικονομίας. Υπάρχουν διάφορες τεχνικές εκτίμησης της αξίας των εταιρειών ως πιο κάτω, ανάλογα με την κάθε περίπτωση όπου η στοχευόμενη εταιρεία μπορεί να είναι δημόσια ή ιδιωτική:

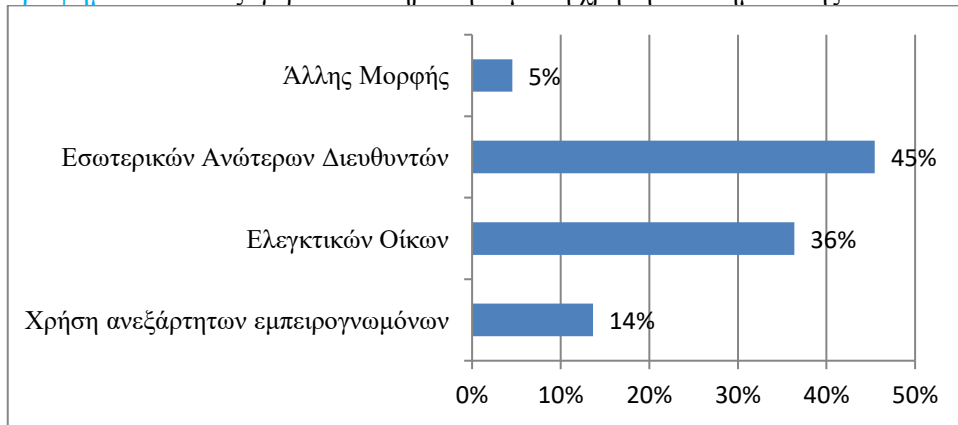
- ο Μέθοδος Ρευστοποίησης/Liquidation Value
- ο Λογιστική Αξία/Book Value
- ο Ρευστοποίηση Ταμειακών Ροών/Discounted Cash Flows (DCF)
- ο Περίοδο Αποπληρωμής/Payback Period
- ο Κεφαλαιακή Αξία/Capitalization of earnings

Οι τεχνικές αποτίμησης της αξίας των εταιρειών αποτελούν ένα σημαντικό εργαλείο στην όλη διαδικασία και εκτέλεση της Ε&Σ. Όπως κάθε πρόβλημα έχει πολλές οπτικές γωνίες έτσι και η Ε&Σ για να επιτύχει πρέπει να εξεταστούν αρκετές οπτικές γωνίες, όπως η τιμή, η κουλτούρα, οι προοπτικές ανάπτυξης, οι συνέργειες, η αγορά, και ο ανταγωνισμός. Όμως στην περίπτωση της τιμής που είναι σημείο αναφοράς, σε περίπτωση λάθους η κατάσταση που μπορεί να δημιουργηθεί μπορεί να είναι μη αναστρέψιμη γιατί αφορά μια πράξη η οποία δεν δίνει το δικαίωμα της επαναδιαπραγμάτευσης σε περίπτωση λάθους. Γιατί μια υπερτιμημένη τιμή με λάθος προσέγγιση μπορεί να απειλήσει και τη βιωσιμότητα της μετέπειτα πορείας του οργανισμού. Γι' αυτό και επιστρατεύονται εξειδικευμένα άτομα στην εκτίμηση των υπό διαδικασία εξαγοράς εταιρειών, που χρησιμοποιούν συνδυασμό

μεθόδων για να εξαχθεί το μέγιστο δυνατό ωφέλιμο αποτέλεσμα. Κατά συνέπεια η αποτίμηση της Ε&Σ θεωρείται θεμελιώδες κεφάλαιο στην όλη διαδικασία.

9.2.6 Χρήση Επιστημοσύνης προς Ολοκλήρωση Εξαγοράς

Γράφημα 9-6: Η Εξαγορά ολοκληρώθηκε με τη χρήση επιστημοσύνης



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

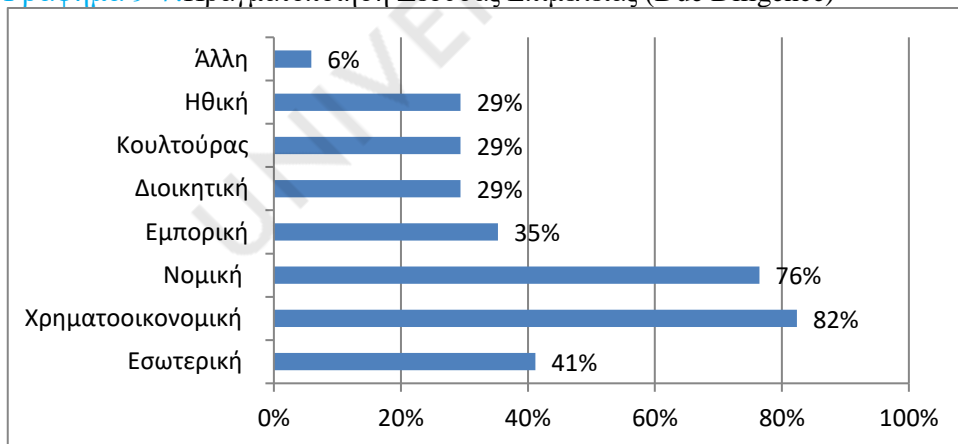
9.2.6.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Η πλειοψηφία των εξαγορών ολοκληρώθηκε με τη χρήση επιστημοσύνης. εσωτερικών ανώτερων διευθυντικών στελεχών με ποσοστό της τάξης του 45%.
- Ακολούθως διά της εμπλοκής ελεγκτικών οίκων με ποσοστό της τάξης του 36%, και
- Διά της χρήσης ανεξάρτητων εμπειρογνομόνων με ποσοστό της τάξης του 14%.

Όπως έχει προαναφερθεί πιο πάνω οι Moeller and Brady (2009) κατέδειξαν ότι η ορθολογιστική εκτίμηση της τιμής χρειάζεται έμπειρους εκτιμητές όπως λογιστές και αναλυτές με πραγματική εμπειρία από τον κόσμο της οικονομίας, συνεπώς η χρήση επιστημοσύνης σε πολλαπλό επίπεδο επιβάλλεται γεγονός το οποίο δεν εφαρμόστηκε.

9.2.7 Δέουσα Επιμέλεια προς Ολοκλήρωση Εξαγοράς

Γράφημα 9-7: Πραγματοποίηση Δέουσας Επιμέλειας (Due Diligence)



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.2.7.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 82% διενήργησε χρηματοοικονομικό έλεγχο.

- ο Ποσοστό της τάξης του 76% διενήργησε νομικό έλεγχο.
- ο Ποσοστό της τάξης του 41% διενήργησε εσωτερικό έλεγχο.
- ο Ποσοστό της τάξης του 35% διενήργησε εμπορικό έλεγχο.
- ο Ποσοστό της τάξης του 29% διενήργησε διοικητικό, κουλτούρας και ηθικό έλεγχο.

Ο Bruner (2004), στο συγγραφικό του έργο στις εφαρμοσμένες Ε&Σ καταγράφει και εισηγείται ως βέλτιστες πρακτικές τα πιο κάτω:

- ο Ο ηγέτης της Ε&Σ πρέπει να κατανέμει συγκεκριμένους ρόλους σε πολυθεματικές ομάδες οι οποίες εμπλέκονται στην Ε&Σ.
- ο Οι πολυθεματικές ομάδες πρέπει να ανταλλάσσουν πληροφορίες και να γνωρίζουν τα αποτελέσματα.
- ο Ο ηγέτης της Ε&Σ πρέπει να διευκολύνει το έργο των πολυθεματικών ομάδων χωρίς να υπάρχουν εμπόδια στο έργο τους.

Συνεπώς με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία, όπως εισηγούνται οι Bruner (2004) και Bhagwan et al. (2018), βασικός πυλώνας επιτυχίας των Ε&Σ είναι η σύσταση πολυθεματικής ομάδας προς ανταλλαγή πληροφοριών σύμφωνα με τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών αυτό το γεγονός της σύστασης πολυθεματικής ομάδας δεν εφαρμόστηκε στην πράξη γιατί όλοι οι έλεγχοι επιβαλλόταν να διενεργηθούν στο έπακρο και συνεπώς το στατιστικό ποσοστό έπρεπε να είναι στο 100% σε όλες τις κατηγορίες. Αυτό το γεγονός καταδεικνύει ως μία πηγή της αποτυχίας των εξαγορών στο ότι δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας.

9.2.8 Στρατηγικοί Λόγοι που οδήγησαν στην Εξαγορά

Γράφημα 9-8: Στρατηγικοί Λόγοι που οδήγησαν στην Εξαγορά



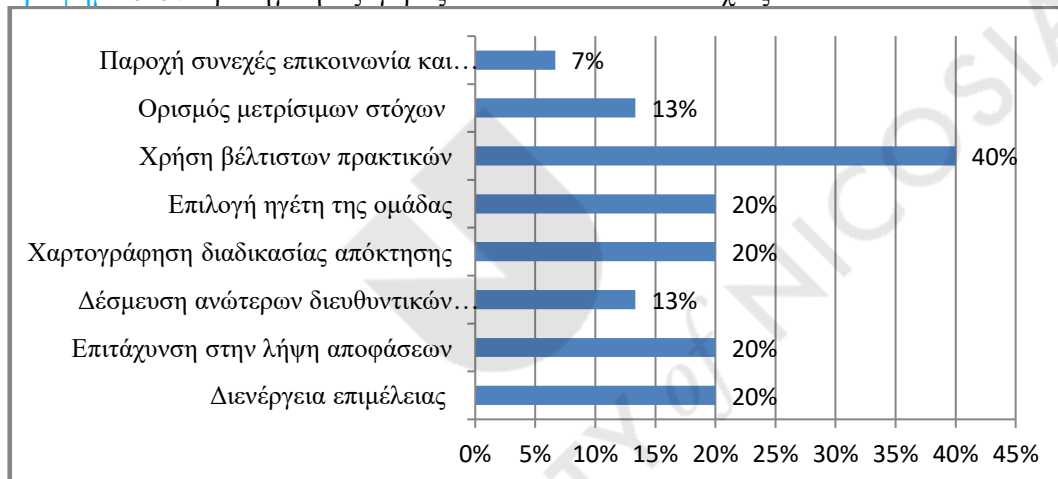
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.2.8.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 30% ανέμενε την επιτυχία σύμφωνα με τις οικονομίες κλίμακας και συνεργειών.
- ο Ποσοστό της τάξης του 22% ανέμενε την επιτυχία σύμφωνα με τις προοπτικές ανάπτυξης.
- ο Ποσοστό της τάξης του 16% ανέμενε την επιτυχία σύμφωνα με την αποτροπή εξαγοράς από ανταγωνιστή..
- ο Ποσοστό της τάξης του 5% έкаστο ανέμενε την επιτυχία σύμφωνα με την προστασία μεριδίου αγοράς, οικονομίες σκοπού, και νέες γεωγραφικές αγορές τις οικονομίες κλίμακας και συνεργειών.

9.2.9 Βασικά σημεία Επιτυχίας της Εξαγοράς

Γράφημα 9-9: Στρατηγική Εξαγοράς - Βασικά κλειδιά επιτυχίας



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Οι Galpin και Herndon (2007) στο συγγραφικό τους έργο με θέμα τις Ε&Σ ως εργαλείο υποστήριξης και επιτυχούς ενσωμάτωσης εισηγούνται τις δέκα πιο κάτω εισηγήσεις προς επιτυχία σημειώνοντας ότι δεν υπάρχει εγγυημένη επιτυχία:

1. Διενέργεια επιμέλειας στον τομέα της χρηματοοικονομικής και ανθρώπινου δυναμικού στις συγγενικές περιοχές.
2. Καθορισμός του επιπέδου ενσωμάτωσης.
3. Επιτάχυνση των αποφάσεων παρά στη στόχευση της ακρίβειας.
4. Επ' ωφελεία της υποστήριξης και δέσμευσης των ανώτερων διευθυντών.
5. Ξεκάθαρη χαρτογράφηση της διαδικασίας ενσωμάτωσης.
6. Επιλογή υψηλής εκτίμησης και ικανότητας ηγέτη.
7. Επιλογή ικανών ομάδων για την εκτέλεση των στόχων.
8. Χρήση βέλτιστων πρακτικών.

9. Καθορισμός μετρήσιμων στόχων και υποχρεώσεων.

10. Εμπέδωση συνεχούς επικοινωνίας και ανατροφοδότησης.

9.2.9.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 40% εφάρμοσε χρήση βέλτιστων πρακτικών.
- ο Ποσοστό της τάξης του 20% εφαρμόστηκε στις ακόλουθες επιλογές: επιλογή ηγέτη ομάδας, χαρτογράφηση διαδικασίας απόκτησης και επιτάχυνση στη λήψη αποφάσεων.
- ο Ποσοστό της τάξης του 13% έκαστη επιλογή εφαρμόστηκε στις: ορισμό μετρήσιμων στόχων και δέσμευση ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

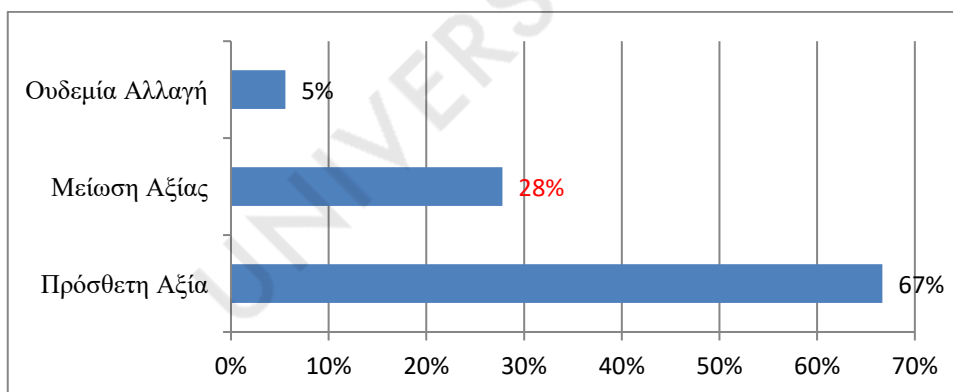
Συνεπώς με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία ως εισηγούνται οι Galpin και Herndon (2007) με την έρευνα τους όπου βασικός πυλώνας επιτυχίας των Ε&Σ είναι η επιτυχής εφαρμογή των δέκα πιο πάνω ενεργειών συνεπώς το στατιστικό ποσοστό έπρεπε να είναι στο 100% σε όλες τις κατηγορίες σε αντίθεση με τα πολύ χαμηλά ποσοστά εφαρμογής σε κάθε κατηγορία. Εξού και η αποτυχία των εξαγορών σε μεγάλο ποσοστό είναι αλληλένδετη με τη μη ξεκάθαρη χαρτογράφηση και εφαρμογή πλάνου ενσωμάτωσης με ξεκάθαρους ρόλους και ομάδες επίβλεψης.

9.3 Μετά την Εξαγορά – Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αξία Μετόχων

Πιο κάτω καταγράφονται σε γραφήματα και συμπεράσματα τα αποτελέσματα των εξαγορών μετά την εξαγορά χρονική περίοδο.

9.3.1 Επίδραση στην Αξία των Μετόχων

Γράφημα 9-10: Μετά την Εξαγορά – Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αξία Μετόχων



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

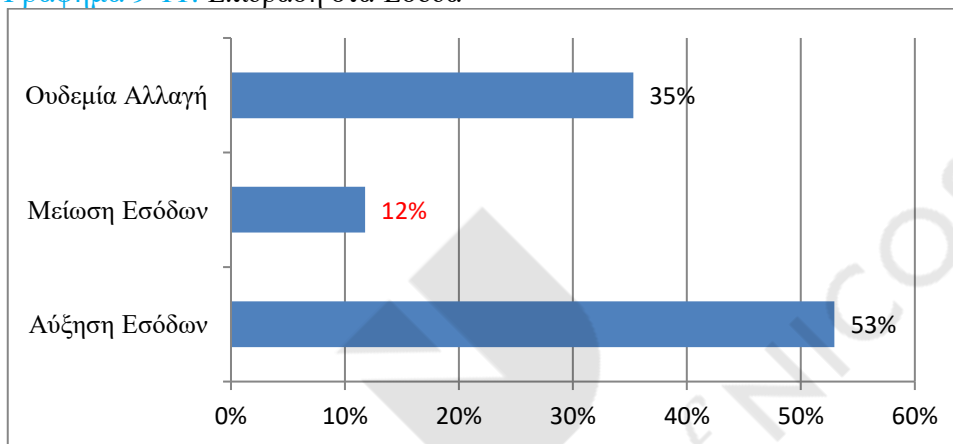
9.3.1.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 67% δήλωσε ότι αυξήθηκε η αξία των μετόχων.
- ο Ποσοστό της τάξης του 28% δήλωσε ότι μειώθηκε η αξία των μετόχων.
- ο Ποσοστό της τάξης του 5% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.

Παρόμοια έρευνα της KPMG (2001) κατέδειξε αύξηση της αξίας των μετόχων στο 30% σε σύγκριση με το 17% της προηγούμενης έρευνας του 1999. Το παράδοξο και στις δύο έρευνες, είναι ότι οι συμμετέχοντες απάντησαν ότι πέτυχαν αύξηση στην αξία των μετόχων με ποσοστά 82% για το 1999 και 75% για την έρευνα του 2001. Αυτό είναι ένα τρανταχτό παράδειγμα ότι τα ερωτηματολόγια που συμπληρώνονται από ανώτερα στελέχη φέρουν στοιχεία υποκειμενικά τα οποία είναι εκ διαμέτρου αντίθετα με την πραγματικότητα. Συνεπώς οι διασταυρώσεις των πληροφοριών είναι σημαντικές για να μπορεί οποιαδήποτε έρευνα να έχει ισχύ και αξιοπιστία

9.3.2. Επίδραση στα Έσοδα

Γράφημα 9-11: Επίδραση στα Έσοδα



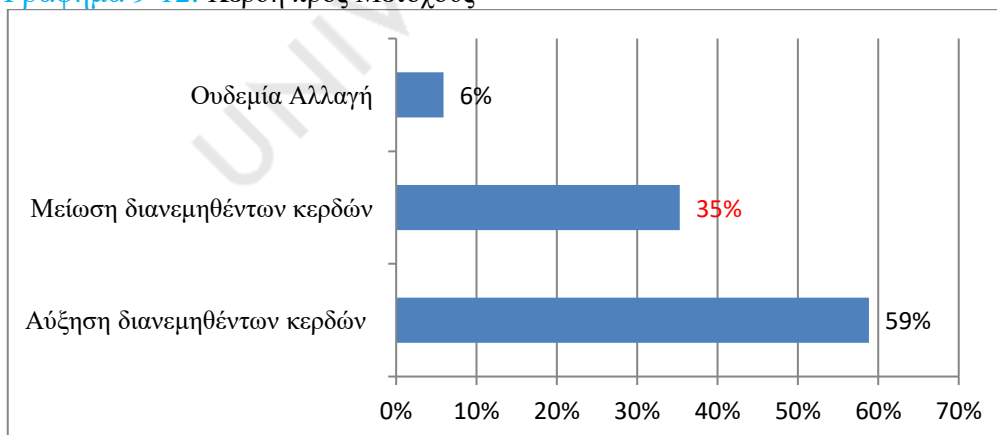
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.3.2.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 53% δήλωσε ότι αυξήθηκαν τα έσοδα.
- Ποσοστό της τάξης του 35% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.
- Ποσοστό της τάξης του 12% δήλωσε μείωση στα έσοδα.

9.3.3 Κέρδη στους Μετόχους

Γράφημα 9-12: Κέρδη προς Μετόχους



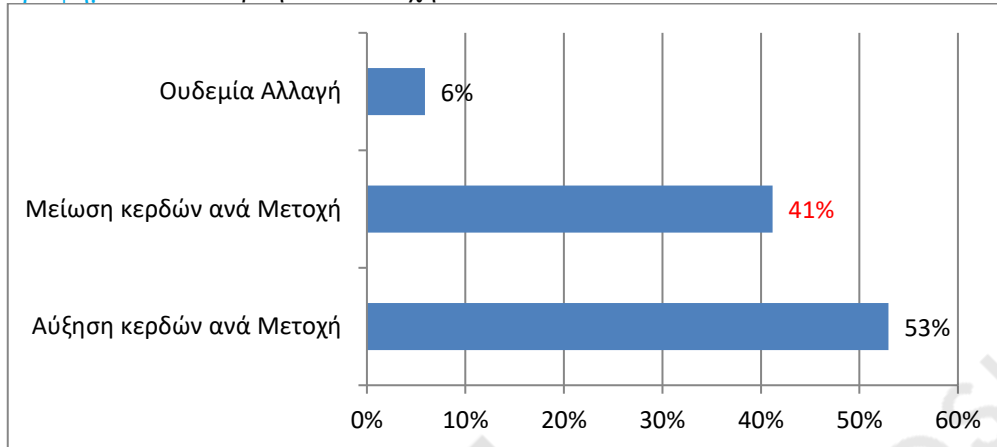
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.3.3.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 59% δήλωσε ότι αυξήθηκαν τα διανεμηθέντα κέρδη.
- ο Ποσοστό της τάξης του 35% δήλωσε ότι μειώθηκαν τα διανεμηθέντα κέρδη.
- ο Ποσοστό της τάξης του 6% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.

9.3.4 Κέρδη ανά Μετοχή

Γράφημα 9-13: Κέρδη ανά Μετοχή



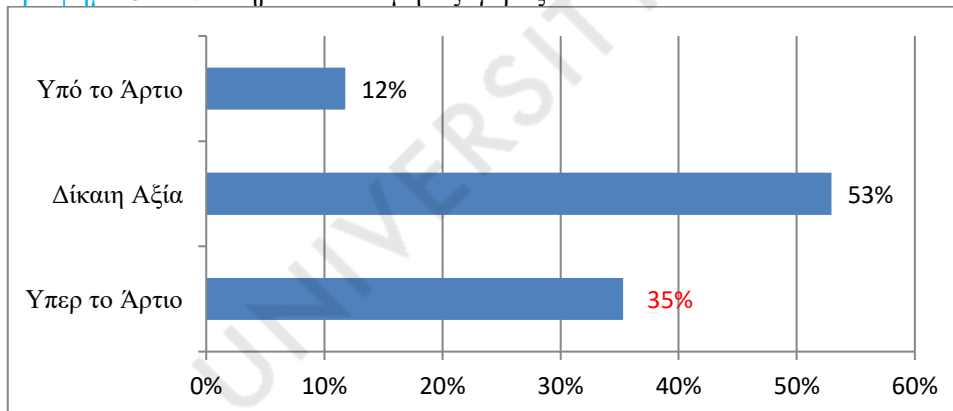
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.3.4.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 53% δήλωσε ότι αυξήθηκαν τα κέρδη ανά μετοχή.
- ο Ποσοστό της τάξης του 41% δήλωσε ότι μειώθηκαν τα κέρδη ανά μετοχή.
- ο Ποσοστό της τάξης του 6% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.

9.3.5 Πληρωθείσα Τιμή Εξαγοράς

Γράφημα 9-14: Πληρωθείσα Τιμή Εξαγοράς



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

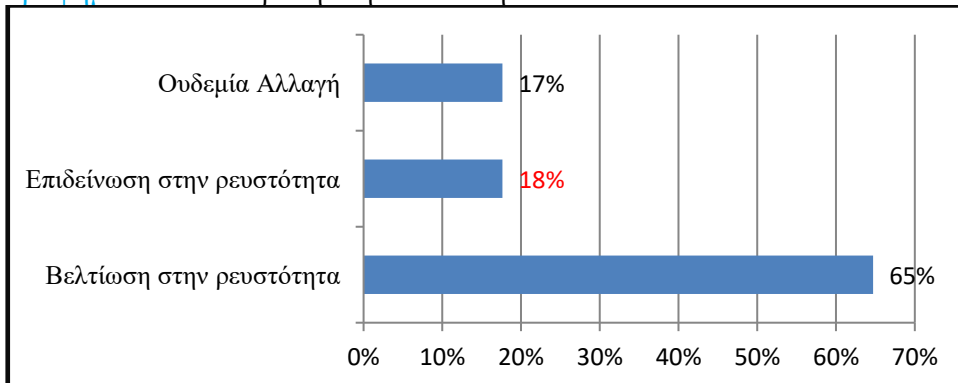
9.3.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 53% δήλωσε ότι η εξαγορά υλοποιήθηκε στη βάση της δίκαιης αξίας.
- ο Ποσοστό της τάξης του 35% δήλωσε ότι η εξαγορά υλοποιήθηκε με πληρωμή υπέρ το άρτιο (goodwill).

- ο Ποσοστό της τάξης του 12% δήλωσε ότι η εξαγορά υλοποιήθηκε με πληρωμή κάτω από την αξία της μετοχής (discount).

9.3.6 Επίδραση στην Ρευστότητα

Γράφημα 9-15: Επίδραση στην Ρευστότητα



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.3.6.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

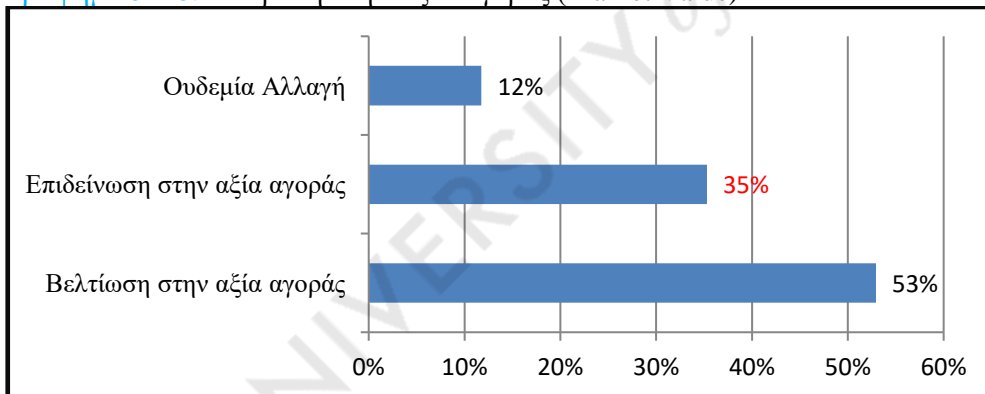
- ο Ποσοστό της τάξης του 65% δήλωσε ότι βελτιώθηκε η ρευστότητα.
- ο Ποσοστό της τάξης του 18% δήλωσε ότι η επιδεινώθηκε η ρευστότητα.
- ο Ποσοστό της τάξης του 18% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.

9.4 Μετά την Εξαγορά – Διοικητική Ανάλυση

Πιο κάτω παρατίθενται τα ποσοτικά αποτελέσματα της ανάλυσης του ερωτηματολογίου με βάση τη διοικητική ανάλυση.

9.4.1 Επίδραση στην Αξία Αγοράς (Market Value)

Γράφημα 9-16: Επίδραση στην Αξία Αγοράς (Market Value)



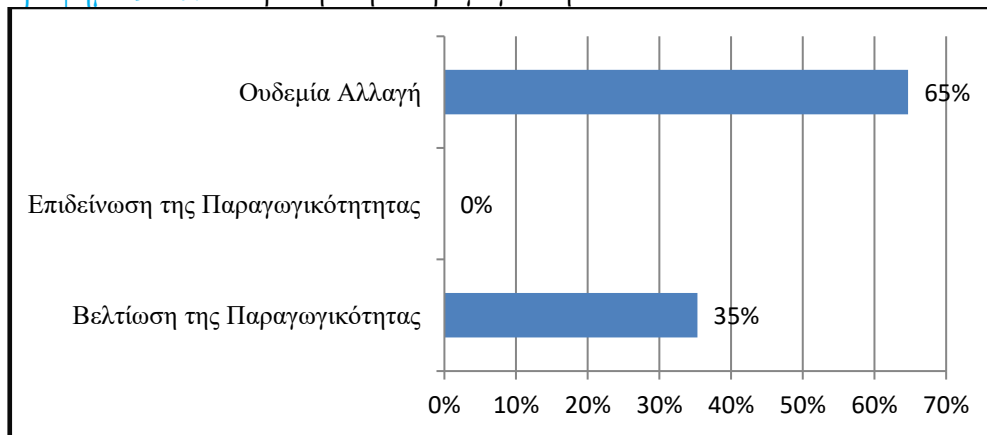
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.1.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 53% δήλωσε βελτίωση στην αξία αγοράς.
- ο Ποσοστό της τάξης του 35% δήλωσε επιδείνωση στην αξία αγοράς.
- ο Ποσοστό της τάξης του 12% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.

9.4.2 Επίδραση στην Παραγωγικότητα

Γράφημα 9-17: Επίδραση στην Παραγωγικότητα



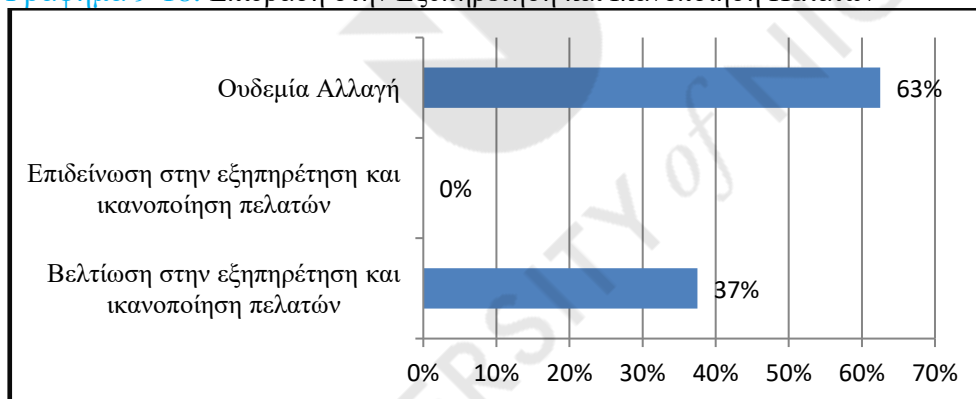
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.2.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 65% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.
- Ποσοστό της τάξης του 35% δήλωσε βελτίωση στην παραγωγικότητα.

9.4.3 Επίδραση στην Εξυπηρέτηση και Ικανοποίηση Πελατών

Γράφημα 9-18: Επίδραση στην Εξυπηρέτηση και Ικανοποίηση Πελατών



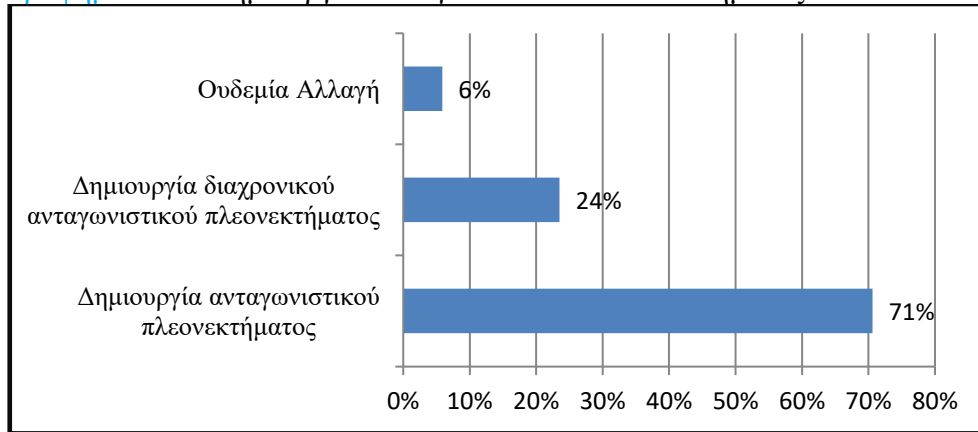
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.3.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 63% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.
- Ποσοστό της τάξης του 38% δήλωσε βελτίωση στην εξυπηρέτηση και ικανοποίηση πελατών.

9.4.4 Δημιουργία Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος

Γράφημα 9-19: Δημιουργία Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος



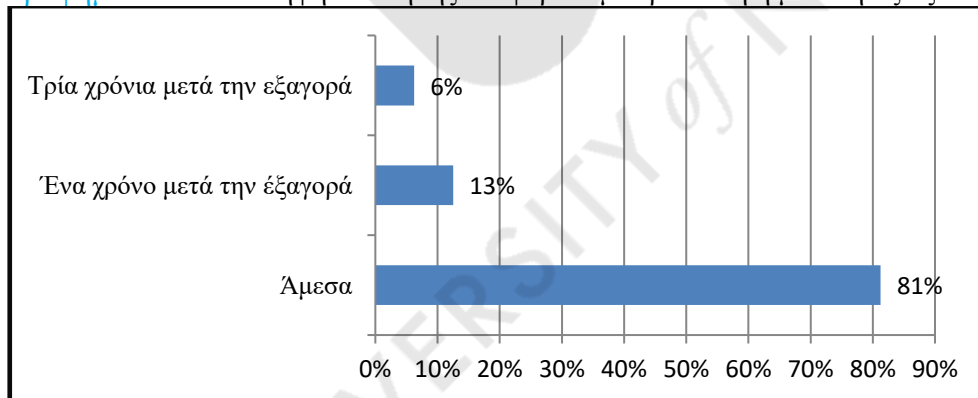
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.4.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 71% δήλωσε δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.
- Ποσοστό της τάξης του 24% δήλωσε δημιουργία διαχρονικού ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.
- Ποσοστό της τάξης του 6% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.

9.4.5 Αντίληψη Διοίκησης αναφορικά με Πρόσθετη ή Μείωση Αξίας

Γράφημα 9-20: Αντίληψη Διοίκησης αναφορικά με πρόσθετη ή μείωση αξίας



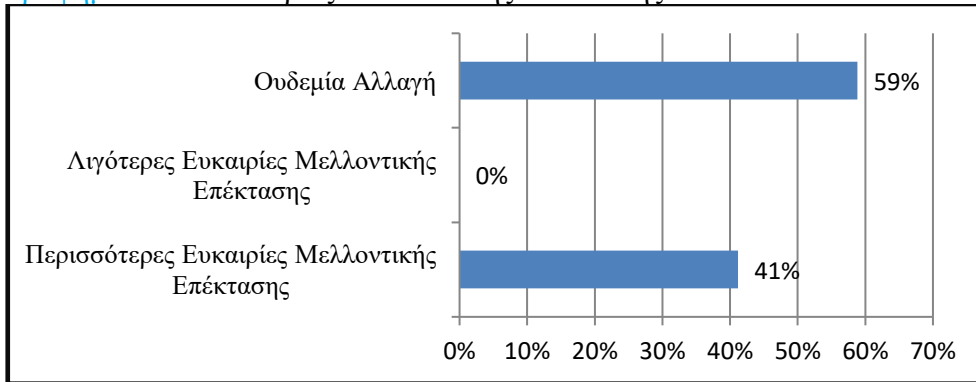
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 81% δήλωσε άμεση αντίληψη διοίκησης αναφορικά με πρόσθετη ή μείωση αξίας.
- Ποσοστό της τάξης του 13% δήλωσε αντίληψη διοίκησης αναφορικά με πρόσθετη ή μείωση αξίας ένα χρόνο μετά την εξαγορά.
- Ποσοστό της τάξης του 6% δήλωσε αντίληψη διοίκησης αναφορικά με πρόσθετη ή μείωση αξίας τρία χρόνια μετά την εξαγορά.

9.4.6 Ευκαιρίες Μελλοντικής Επέκτασης

Γράφημα 9-21: Ευκαιρίες Μελλοντικής Επέκτασης



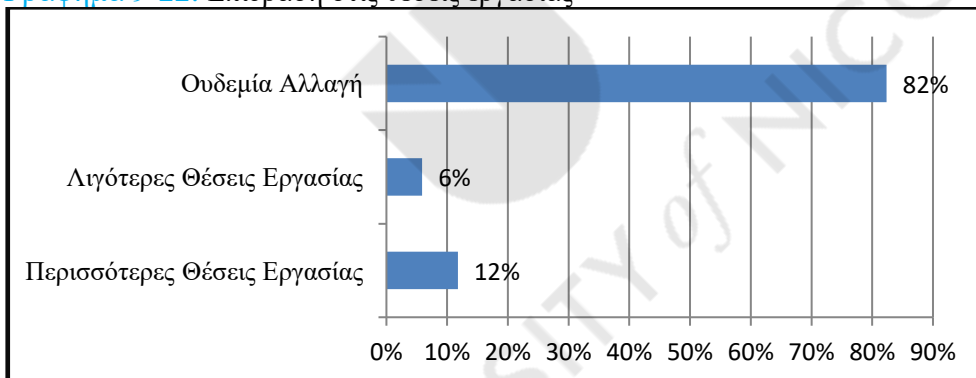
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.6.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 59% δήλωσε ουδεμία αλλαγή. .
- ο Ποσοστό της τάξης του 41% δήλωσε ευκαιρίες μελλοντικής επέκτασης.

9.4.7 Επίδραση στις θέσεις εργασίας

Γράφημα 9-22: Επίδραση στις θέσεις εργασίας



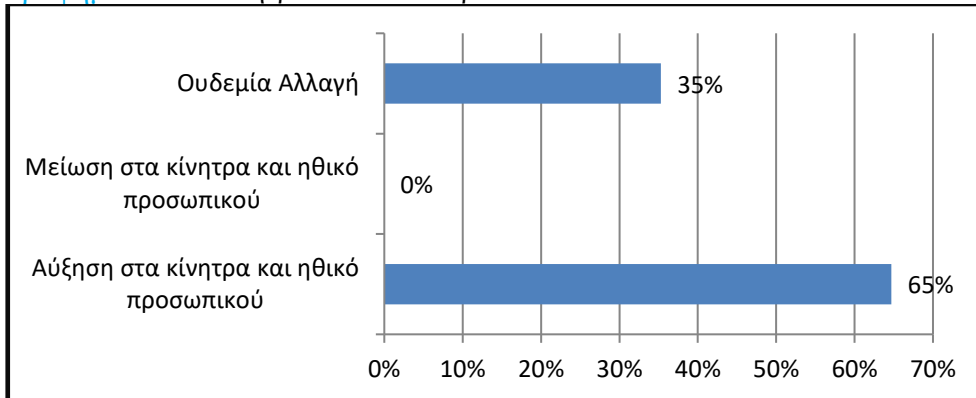
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.7.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 82% δήλωσε ουδεμία αλλαγή αναφορικά με τις θέσεις εργασίας.
- ο Ποσοστό της τάξης του 12% δήλωσε δημιουργία περισσότερων θέσεων εργασίας.
- ο Ποσοστό της τάξης του 6% δήλωσε μείωση θέσεων εργασίας.

9.4.8 Κίνητρα και Ηθικό Προσωπικού

Γράφημα 9-23: Κίνητρα και Ηθικό Προσωπικού



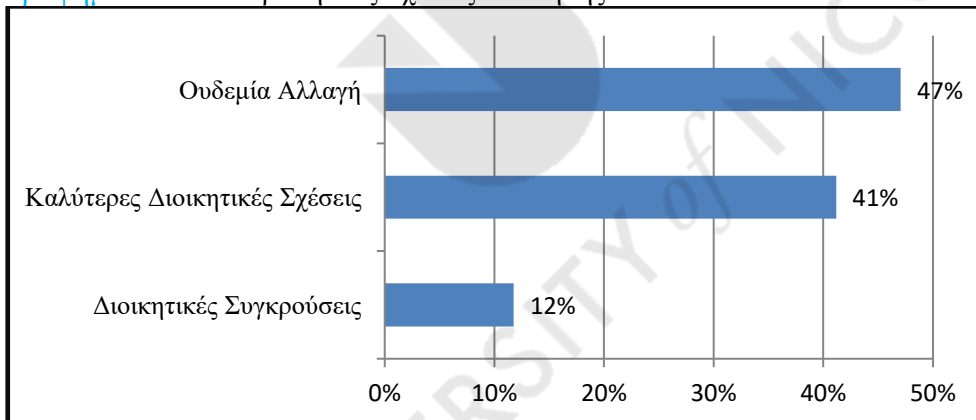
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.8.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 65% δήλωσε αύξηση στα κίνητρα και ηθικό προσωπικού.
- ο Ποσοστό της τάξης του 35% δήλωσε μείωση στα κίνητρα και ηθικό προσωπικού.

9.4.9 Επίδραση στις Σχέσεις Διοίκησης

Γράφημα 9-24: Επίδραση στις Σχέσεις Διοίκησης



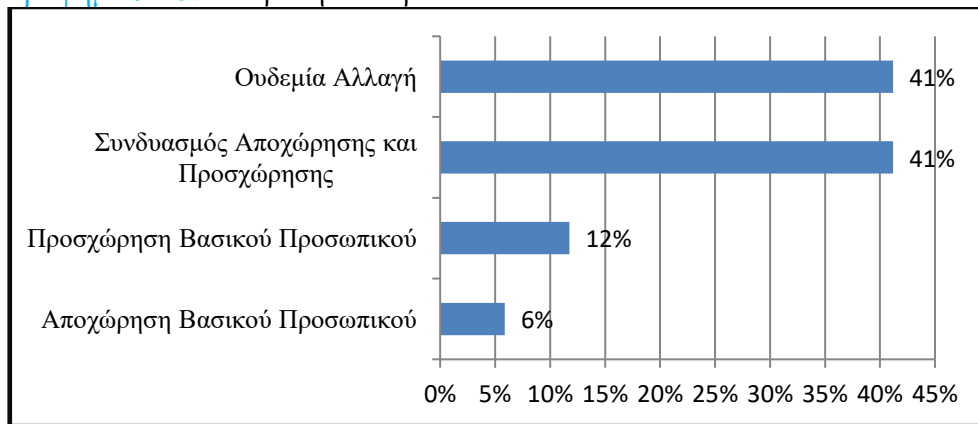
Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.9.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- ο Ποσοστό της τάξης του 47% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.
- ο Ποσοστό της τάξης του 41% δήλωσε δημιουργία καλύτερων διοικητικών σχέσεων.
- ο Ποσοστό της τάξης του 12% δήλωσε δημιουργία συγκρούσεων διοικητικών σχέσεων.

9.4.10 Επίδραση στο Προσωπικό

Γράφημα 9-25: Επίδραση στο Προσωπικό



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.4.10.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα

- Ποσοστό της τάξης του 41% δήλωσε ουδεμία αλλαγή.
- Ποσοστό της τάξης του 41% δήλωσε συνδυασμό φυγής και εισχώρησης νέου προσωπικού.
- Ποσοστό της τάξης του 12% δήλωσε προσχώρηση βασικού προσωπικού..
- Ποσοστό της τάξης του 6% δήλωσε αποχώρηση βασικού προσωπικού.

9.5 Γενική Εικόνα στις Ε&Σ

Πίνακας 9-1: Γενική Εικόνα στις Ε&Σ

Γενική Εικόνα στις Σ&Ε					
Σε μια κλίμακα από 1 έως 5, «1» Συμφωνώ απόλυτα», «5» σημαίνει «διαφωνώ απόλυτα»					
	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>
Ε&Σ ενισχύουν την ανάπτυξη	27%	47%	0%	7%	20%
Ε&Σ δημιουργούν αξία (1+1=3)	13%	33%	40%	0%	13%
Ε&Σ βασίζονται σε ισχυρά οικονομικά κίνητρα	29%	41%	12%	6%	12%
Αγοραστές έχουν πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες	63%	13%	13%	6%	6%
Ε&Σ είναι πιο δύσκολες στην Κύπρο λόγω κλειστών οικογενειακών επιχειρήσεων	56%	25%	6%	6%	6%
Ε&Σ είναι σημαντικό εργαλείο ανάπτυξης των εταιρειών	53%	24%	12%	0%	12%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.5.1 Στατιστικό Αποτέλεσμα (άθροισμα 1 και 2)

- Ποσοστό της τάξης του 74% πιστεύουν ότι οι Ε&Σ ενισχύουν την ανάπτυξη.
- Ποσοστό της τάξης του 46% (άθροισμα 1 και 2) πιστεύουν ότι οι Ε&Σ δημιουργούν πρόσθετη αξία.

- Ποσοστό της τάξης του 70% βασίζονται σε ισχυρά οικονομικά κίνητρα.
- Ποσοστό της τάξης του 76% πιστεύουν ότι οι αγοραστές έχουν πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες.
- Ποσοστό της τάξης του 81% πιστεύουν ότι οι Ε&Σ είναι πιο δύσκολες στην Κύπρο λόγω κλειστών Οικογενειακών Επιχειρήσεων.
- Ποσοστό της τάξης του 77% πιστεύουν ότι οι Ε&Σ είναι σημαντικό εργαλείο ανάπτυξης των εταιρειών.

9.6 Συνοπτικό Συμπέρασμα Στατιστικών Αποτελεσμάτων Ερωτηματολογίου

Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθεται σε συγκεντρωτική παρουσίαση τα ευρήματα σύμφωνα με την αντίληψη των διευθυντικών στελεχών στη μετά-εξαγορά εποχή.

Πίνακας 9-2: Ανάλυση Ερωτηματολογίου σε Σύνοψη Διευθυντικών Ποσοτικών Δεικτών

Δείκτης	Θετικό Ποσοστό	Αρνητικό Ποσοστό	Ουδεμία Αλλαγή
Χρηματοοικονομική Ανάλυση			
1.Επίδραση στην Αξία των Μετόχων	67%	28%	6%
2.Επίδραση στα Έσοδα	53%	12%	35%
3.Κέρδη στους Μετόχους	59%	35%	6%
4.Κέρδη ανά Μετοχή	53%	41%	6%
5.Επίδραση στην Ρευστότητα	65%	18%	17%
Διοικητική Ανάλυση			
6.Επίδραση στην Αξία Αγοράς (Market Value)	53%	35%	12%
7.Επίδραση στην Παραγωγικότητα	35%	0%	65%
8.Επίδραση στην Εξυπηρέτηση και Ικανοποίηση Πελατών	37%	0%	63%
9.Δημιουργία Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος	95%	0%	6%
10.Ευκαιρίες Μελλοντικής Επέκτασης	41%	0%	59%
11.Επίδραση στις Θέσεις Εργασίας	12%	6%	82%
12.Κίνητρα και Ηθικό Προσωπικού	65%	0%	35%
13.Επίδραση στις Σχέσεις Διοίκησης	41%	12%	47%
14.Επίδραση στο Προσωπικό	53%	47%	41%

Πηγή: Έρευνα και Ανάλυση Συγγραφέα

9.6.1 Συνοπτικά Ευρήματα

- Με βάση την πιο πάνω ανάλυση, πάντα κατά την κρίση των ανώτερων διευθυντικών στελεχών, εννέα δείκτες φέρουν θετικό ποσοστό πάνω του 50% και πέντε δείκτες αρνητικό και/ή ουδεμία αλλαγή κάτω του 50%. Πέντε θετικοί δείκτες από τους εννέα φέρουν θετικό ποσοστό ελαφρώς πέραν του 50%, τέσσερις δείκτες 53% και ένας 59%. Ο μέσος όρος των 14 πιο πάνω θετικών ποσοστών είναι στο 52% και ο αντίστοιχος διάμεσος είναι στο 53%. Γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι ποσοστό κοντά στο 50% απότυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους. Γεγονός το οποίο

επαληθεύεται και διαμέσου της ανάλυσης του μοντέλου Altman όπου κατέδειξε ποσοστό με ρίσκο αποτυχίας στο 5^ο έτος της τάξης του 61%.

- Τα ευρήματα των απαντήσεων του ερωτηματολογίου είναι πολύ πιο κοντά στα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και έρχεται σε αντίθεση με τα εκ διαμέτρου αντιφατικά αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών των KPMG 1999 και 2001, όπου η έρευνα του 2001 κατέδειξε αύξηση της αξίας των μετόχων στο 30% σε σύγκριση με τις απαντήσεις των στελεχών όπου κατέδειξαν αύξηση στο 75% και στη μελέτη του 1999 όπου κατέδειξε αύξηση της αξίας των μετόχων στο 17% σε σύγκριση με τις απαντήσεις των στελεχών όπου κατέγραψαν αύξηση στο 82%.
- Εν κατακλείδι καταδεικνύεται ότι τα ερωτηματολόγια στις Ε&Σ για να αποτελούν πηγή αξιοπιστίας επιβάλλεται να διασταυρώνονται με μετρήσιμα αποτελέσματα όπως η χρήση λογιστικών δεικτών και άλλων χρηματοοικονομικών μοντέλων όπως στην παρούσα μελέτη του μοντέλου Altman.
- Στη παρούσα έρευνα όπου τα αποτελέσματα των απαντήσεων είναι πιο κοντά στη χρηματοοικονομική ανάλυση, γεγονός το οποίο καταδεικνύει την αξιοπιστία των απαντήσεων, καταγράφονται δύο πηγές/αίτια της αποτυχίας:
 - δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας γιατί δεν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος σε όλους τους τομείς όπως ηθικό, κουλτούρας, διοικητικό, εμπορικό, νομικό, χρηματοοικονομικό και εσωτερικό, αλλά μεμονωμένοι έλεγχοι. Γεγονός το οποίο οδηγεί σε δύο συμπεράσματα: α) δεν συστάθηκε πολυθεματική ομάδα για να αναλάβει αυτό το ρόλο, και β) δεν υπήρξε ξεκάθαρη χαρτογράφηση και εφαρμογή πλάνου ενσωμάτωσης με ξεκάθαρους ρόλους και ομάδες επίβλεψης.
- Σημαντικό σημείο το οποίο εξάγεται μέσα από τις απαντήσεις των διευθυντών είναι ότι η πλειοψηφία των αγορών διενεργήθηκε με τη χρήση μετρητών κατά 50% και με χρήση μετρητών και μετοχών κατά 29%.

9.7 Έλεγχος Υποθέσεων

Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα και υποθέσεις με βάση την εμπειρική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 9-3: Απαντήσεις στις Ερευνητικές Υποθέσεις

ΕΥ1: Υ Βασικοί στρατηγικοί λόγοι που οδήγησαν στις εξαγορές ήταν η αποκόμιση οικονομιών κλίμακας, ανάπτυξη και αύξηση μεριδίου αγοράς.	Αποδοχή: Πρώτος στρατηγικός λόγος που οδήγησε στις εξαγορές ήταν η εκτίμηση ότι υπήρχαν διαθέσιμοι πόροι τόσο οικονομικοί όσο και οργανωτικοί με ποσοστό της τάξης του 31%.
---	--

	Ο δεύτερος στρατηγικός λόγος που οδήγησε στις εξαγορές ήταν οι ευκαιρίες πρόσθετης αξίας από πελατολόγιο ή ανταγωνιστικό πλεονέκτημα με ποσοστό της τάξης του 24%.
ΕΥ2: Η Ανώτερη Διεύθυνση διενήργησε ταυτόχρονη δέουσα επιμέλεια στους ακόλουθους βασικούς τομείς: χρηματοοικονομικό, εσωτερικό, νομικό, εμπορικό, κουλτούρας και διοικητικό.	Απόρριψη: Δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας γιατί δεν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος σε όλους τους τομείς όπως ηθικό, κουλτούρας, διοικητικό, εμπορικό, νομικό, χρηματοοικονομικό και εσωτερικό, αλλά μεμονωμένοι έλεγχοι. Γεγονός το οποίο οδηγεί σε δύο συμπεράσματα: α) δεν συστάθηκε πολυθεματική ομάδα για να αναλάβει αυτό τον ρόλο, και β) δεν υπήρξε ξεκάθαρη χαρτογράφηση και εφαρμογή πλάνου ενσωμάτωσης με ξεκάθαρους ρόλους και ομάδες επίβλεψης.

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

9.8 Τελικό Συμπέρασμα

Από αυτό το κεφάλαιο εξήχθησαν δύο σημαντικά γεγονότα: (1) οι απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών είναι πολύ κοντά στα στατιστικά αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, και (2) εξήχθησαν δύο πηγές αποτυχίας των εξαγορών: (α) δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας γιατί δεν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος, και (β) δεν συστάθηκε πολυθεματική ομάδα για να αναλάβει αυτό τον ρόλο, με αποτέλεσμα να μην υπάρξει ξεκάθαρη χαρτογράφηση και εφαρμογή πλάνου ενσωμάτωσης με ξεκάθαρους ρόλους και ομάδες επίβλεψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ

Έλεγχος Υποθέσεων και Απάντηση στο Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα

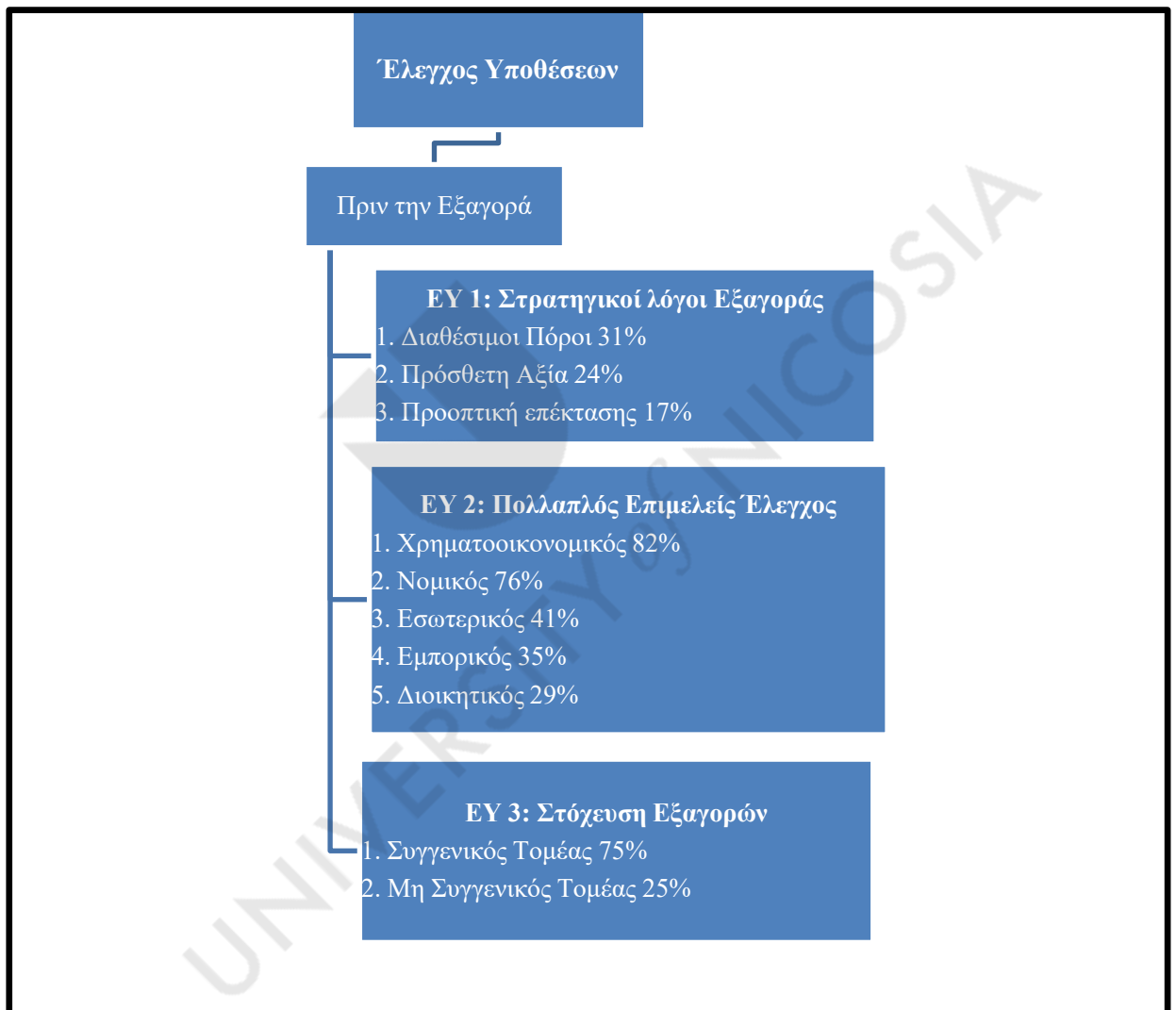
10.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφεται ο έλεγχος των υποθέσεων με βάση τις αναλύσεις των προηγούμενων κεφαλαίων 4,5,6,8 και 9, οι οποίες αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της έρευνας και περαιτέρω δίνεται απάντηση στο βασικό ερευνητικό ερώτημα. Ο έλεγχος των υποθέσεων αφορά δύο φάσεις, την προ-εξαγορά περίοδο και μετά-εξαγορά περίοδο.

10.1 Έλεγχος Υποθέσεων Πριν από την Εξαγορά

Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει σε ιεραρχική δομή των έλεγχων των υποθέσεων οι οποίες αφορούν την προ εξαγορά περίοδο ως πιο κάτω:

Γράφημα 10-1: Ιεραρχική Δομή και Έλεγχος Υποθέσεων Πριν από την Εξαγορά



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

10.1.1 1ος Πυλώνας Υποθέσεων – Πριν από την Εξαγορά

10.1.1.1 Ερευνητική Υπόθεση 1

Ερευνητική Υπόθεση 1: Υπήρξαν σαφείς στρατηγικοί λόγοι που οδήγησαν στις εξαγορές.

Σύμφωνα με βάση την ανάλυση ευρημάτων του ερωτηματολογίου στο κεφάλαιο 9 από τις απαντήσεις των εταιρικών στελεχών καταγράφεται πιο κάτω το στατιστικό

ποσοστό στους βασικούς λόγους που οδήγησαν στην εξαγορά, συνεπώς υπήρξε σαφής λόγος εξαγοράς:

- Πρώτος λόγος που οδήγησε στην εξαγορά ήταν η εκτίμηση ότι υπήρχαν διαθέσιμοι πόροι τόσο οικονομικοί όσο και οργανωτικοί με ποσοστό της τάξης του 31%.
- Ο δεύτερος λόγος που οδήγησε στην εξαγορά ήταν οι ευκαιρίες πρόσθετης αξίας από πελατολόγιο ή ανταγωνιστικό πλεονέκτημα με ποσοστό της τάξης του 24%.
- Ο τρίτος λόγος που οδήγησε στην εξαγορά ήταν η διαπίστωση ελκυστικών δυνατοτήτων για τη μεταφορά των υφιστάμενων αρμοδιοτήτων και δυνατοτήτων για νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες με ποσοστό της τάξης του 17%.

10.1.1.2 Ερευνητική Υπόθεση 2

Ερευνητική Υπόθεση 2: Πριν από την εξαγορά περίοδο η Ανώτερη Διεύθυνση διενήργησε επιμελή πολλαπλό έλεγχο στις στοχευόμενες υπό εξαγορά εταιρείες.

Με βάση την ανάλυση ευρημάτων του ερωτηματολογίου στο κεφάλαιο 9 από τις απαντήσεις των εταιρικών στελεχών καταγράφονται πιο κάτω τα στατιστικά ποσοστά στη διενέργεια επιμελή πολλαπλού ελέγχου:

- Ποσοστό της τάξης του 82% διενήργησε χρηματοοικονομικό έλεγχο.
- Ποσοστό της τάξης του 76% διενήργησε νομικό έλεγχο.
- Ποσοστό της τάξης του 41% διενήργησε εσωτερικό έλεγχο.
- Ποσοστό της τάξης του 35% διενήργησε εμπορικό έλεγχο.
- Ποσοστό της τάξης του 29% διενήργησε διοικητικό, κουλτούρας και ηθικό έλεγχο.

Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία όπως εισηγείται ο Bruner (2004) διαμέσου της έρευνας του όπου βασικός πυλώνας επιτυχίας των Ε&Σ είναι η σύσταση πολυθεματικής ομάδας προς ανταλλαγή πληροφοριών σύμφωνα με τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών αυτό το γεγονός της σύστασης πολυθεματικής ομάδας διαφάνηκε ότι δεν εφαρμόστηκε στην πράξη αποτελεσματικά γιατί όλοι οι έλεγχοι επιβαλλόταν να διενεργηθούν στο έπακρο και συνεπώς το στατιστικό ποσοστό έπρεπε να είναι στο 100% σε όλες τις κατηγορίες. Αυτό το γεγονός αποτελεί μία από τις αιτίες αποτυχίας των εξαγορών όπου δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας. Συνεπώς καταγράφεται ότι διενεργήθηκε ανεπαρκής έλεγχος.

10.1.1.3 Ερευνητική Υπόθεση 3

Ερευνητική Υπόθεση 3: Η στόχευση των εξαγορών είχε κατά πλειοψηφία τους συγγενικούς τομείς.

Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας στο κεφάλαιο 8 η πλειοψηφία των προτάσεων εξαγορών διενεργήθηκε στους συγγενικούς τομείς, καταγράφοντας ποσοστό της τάξης του 77% σε τοπικό επίπεδο σε σύγκριση με 60% σε παγκόσμιο επίπεδο και σε ποσοστό της τάξης του 23% μη συγγενικούς τομείς σε σύγκριση με 40% σε παγκόσμιο επίπεδο ως παρουσιάστηκαν στο γράφημα 8:2 το οποίο παρατίθεται πιο κάτω:

Ποσοστά Εξαγορών Κύπρου Vs Παγκόσμια

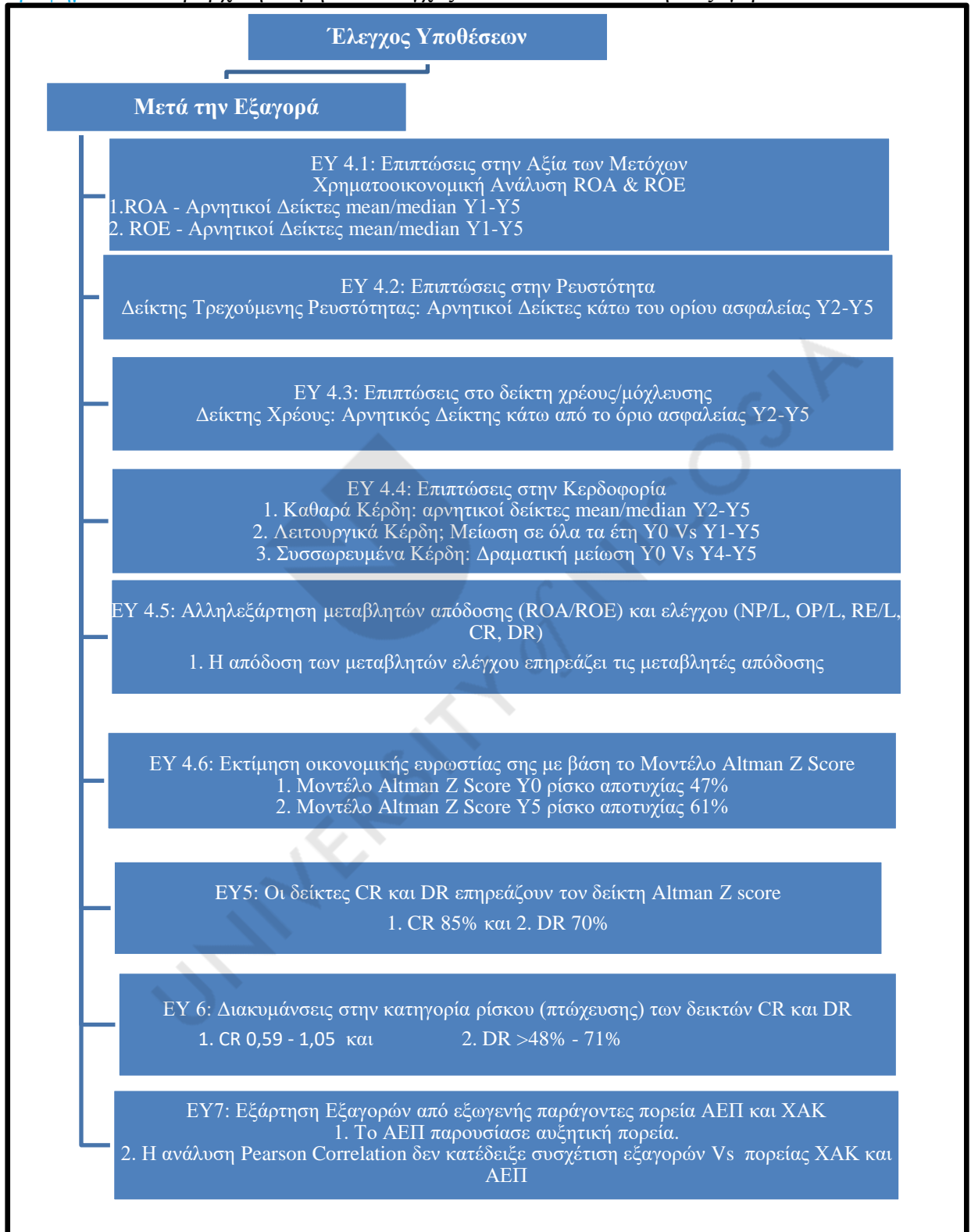


Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

10.2 Έλεγχος Υποθέσεων Μετά την Εξαγορά

Το πιο κάτω γράφημα παρουσιάζει σε ιεραρχική δομή τον έλεγχο των υποθέσεων, οι οποίες αφορούν τη μετά-εξαγορά περίοδο όπως παρακάτω:

Γράφημα 10-2: Ιεραρχική Δομή και Έλεγχος Υποθέσεων Μετά την Εξαγορά



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

10.2.1 2ος Πυλώνας Υποθέσεων – Μετά την Εξαγορά

10.2.1.1 Ερευνητική Υπόθεση 4.1

Ερευνητική Υπόθεση 4.1: Οι εξαγορές είχαν θετικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων μεταξύ 1^{ου} και 5^{ου} χρόνου από το σημείο εξαγοράς με βάση την ανάλυση χρηματοοικονομικών ποσοτικών δεικτών ROA και ROE.

Με βάση τη στατιστική ανάλυση η οποία διενεργήθηκε στο Κεφάλαιο 5 οι εξαγορές κατέγραψαν αρνητικούς δείκτες από το πρώτο έτος μετά την εξαγορά.

Απόδοση Κέρδους προς Ενεργητικό (ROA-Return on Assets)

Στατιστικά Αποτελέσματα Απόδοσης Ενεργητικού ανά Έτος

	ROA Y0	ROA Y1	ROA Y2	ROA Y3	ROA Y4	ROA Y5
Mean	2.02	-9.24	-6.32	-9.32	-335.62	-6.58
Median	3.49	-1.02	-2.36	-0.82	-1.47	-1.52

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τα πιο πάνω αποτελέσματα των στατιστικών δεικτών οι δύο βασικοί δείκτες του μέσου όρου (mean) και διάμεσου (median) παρουσιάζουν από το πρώτο μέχρι το πέμπτο έτος εξαγοράς αρνητικό πρόσημο σε αντίθεση με το θετικό πρόσημο του έτους εξαγοράς. Αυτό το γεγονός καταγράφει την αποτυχία των εξαγορών και μείωση της αξίας των μετόχων.

Απόδοση Κέρδους προς Συμφέρον Μετόχων (ROE-Return on Equity)

Στατιστικά Αποτελέσματα Απόδοσης Συμφέρον Μετόχων ανά Έτος

	ROE Y0	ROE Y1	ROE Y2	ROE Y3	ROE Y4	ROE Y5
Mean	-7.30	-13.54	-22.73	-24.88	-35.93	-16.74
Median	1.76	-2.82	-2.36	-0.98	-4.87	-3.08

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τα πιο πάνω αποτελέσματα των στατιστικών δεικτών οι δύο βασικοί δείκτες του μέσου όρου (mean) και διάμεσου (median) παρουσιάζουν από το πρώτο μέχρι το πέμπτο έτος εξαγοράς αρνητικό πρόσημο σε αντίθεση με το θετικό πρόσημο του έτους εξαγοράς. Αυτό το γεγονός καταγράφει την αποτυχία των εξαγορών και μείωση της αξίας των μετόχων. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο δείκτης μέσου όρου ROE παρουσιάζει αρνητικό πρόσημο από το έτος εξαγοράς σημείο το οποίο χρήζει περαιτέρω διερεύνησης για να αιτιολογηθούν οι εξαγορές.

10.2.1.2 Ερευνητική Υπόθεση 4.2

Ερευνητική Υπόθεση 4.2: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη ρευστότητας (CR).

Με βάση τη στατιστική ανάλυση η οποία διενεργήθηκε στο κεφάλαιο 4 οι εξαγορές κατέγραψαν πτωτική πορεία σε γενικές γραμμές.

Δείκτης Τρεχούμενης Ρευστότητας

Αποτελέσματα Δείκτη Τρεχούμενης Ρευστότητας κατά Έτος

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	14.95	20.82	10.23	14.13	7.48	7.70

Median	1.90	1.96	1.17	1.73	1.02	1.27
--------	------	------	------	------	------	------

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Η πιο πάνω στατιστική ανάλυση παρουσιάζει την επιδείνωση του δείκτη τρεχούμενης ρευστότητας σε διαχρονική βάση από χρονικό σημείο μηδέν μέχρι και το έτος πέντε στη μετά-εξαγορά περίοδο. Ο διάμεσος δείκτης ήταν στις χρονικές περιόδους Y2-Y5 κάτω από τον δείκτη ασφαλείας του 2:1 και επιπρόσθετα ο μέσος όρος από τον χρονικό σημείο μηδέν που ανέρχεται στο 14,95:1 κατέληξε στο 7,70:1, γεγονός το οποίο καταγράφει μία σημαντική μείωση της τάξης των 7,25 μονάδων. Ο δείκτης καταγράφει την κακή πορεία των εξαγορών και κατά συνέπεια τη μείωση της αξίας των μετόχων.

10.2.1.3 Ερευνητική Υπόθεση 4.3

Ερευνητική Υπόθεση 4.3: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη χρέους (DR).

Με βάση τη στατιστική ανάλυση η οποία διενεργήθηκε στο κεφάλαιο 4, οι εξαγορές κατέγραψαν δείκτες κάτω του ορίου ασφαλείας από το πρώτο έτος μετά την εξαγορά.

Δείκτης Χρέους

Αποτελέσματα Δείκτη Χρέους κατά Έτος σε %

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	46.47	37.60	45.32	47.07	784.25	58.19
Median	38.50	34.00	36.00	40.00	48.50	47.50

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση την πιο πάνω στατιστική εξαγωγή των δεικτών μέσου όρου και διάμεσου καταδεικνύεται ότι οι εξαγορές άρχισαν να καταγράφουν αρνητικούς δείκτες με αυξητική πορεία από τον τρίτο χρόνο (Y3) μετά την εξαγορά όπου ο διάμεσος δείκτης και μέσος όρος αυξανόταν συνεχώς. Το ότι οι δείκτες είναι πάνω από τον δείκτη ασφαλείας του 30%-40% καταδεικνύει την αρνητική απόδοση της εξαγοράς και κατά συνέπεια την αύξηση του χρέους των εταιρειών με αρνητικό ορίζοντα.

10.2.1.4 Ερευνητική Υπόθεση 4.4

Ερευνητική Υπόθεση 4.4: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση στους τομείς της κερδοφορίας σε επίπεδο καθαρής, λειτουργικής και συσσωρευμένων κερδών (NP, OP, REA).

Κατά τον Αποστόλου (2015) καταδεικνύονται τα διαχρονικά στοιχεία της εκτίμησης του ρυθμού εξέλιξης (growth) διαφόρων οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης αποτελούν έναν σημαντικό δείκτη της δυναμικότητάς της και κατά συνέπεια της μελλοντικής της πορείας, όπου βασική εκτίμηση είναι η εύρεση της μεταβολής των χρηματοοικονομικών μεγεθών. Στη χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιείται η ποσοστιαία μεταβολή των ερευνώμενων μεγεθών για ένα διάστημα 5ετίας ή 3ετίας. Θεωρείται βασική η μελέτη της εξέλιξης των πωλήσεων, κερδών προ φόρων, καθαρών κερδών, κεφαλαίων και παγίων. Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία κατάδειξης του ρυθμού εξέλιξης τα

λειτουργικά κέρδη (Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων - EBITAD), τα καθαρά κέρδη, και τα συσσωρευμένα κέρδη σε στατιστική ανάλυση πέντε (5) ετών. Σύμφωνα με την πιο κάτω καταγραφή στατιστικών στοιχείων πραγματοποίησης καταγράφονται δραματικές μειώσεις στα αποτελέσματα όσον αφορά τον μέσο όρο και διάμεσο.

Με βάση τη στατιστική ανάλυση η οποία διενεργήθηκε στο κεφάλαιο 4, οι εξαγορές κατέγραψαν αρνητικούς δείκτες από το πρώτο έτος μετά την εξαγορά στον τομέα των καθαρών κερδών και περαιτέρω παρουσιάστηκε δραματική μείωση στα λειτουργικά και συσσωρευμένα κέρδη.

Καθαρό Κέρδος/(Ζημιά)

Στατιστικά Αποτελέσματα Καθαρών Κερδών/Ζημιών ανά Έτος

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	2.484.018	39.909	-417.117	-1.032.636	-1.281.741	-3.085.211
Median	177.945	-34.302	-244.957	-156.902	-255.886	-268.131

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τα πιο πάνω αποτελέσματα των στατιστικών δεικτών οι δείκτες μέσου όρου και διαμέσου καταγράφουν αρνητικό πρόσημο, ο μέσος όρος από το δεύτερο έτος εξαγοράς και ο διάμεσος από το πρώτο έτος εξαγοράς. Αυτό το γεγονός καταγράφει την αποτυχία των εξαγορών και μείωση της αξίας των μετόχων.

Λειτουργικό Κέρδος

Στατιστικά Αποτελέσματα Λειτουργικών Κερδών κατά Έτος

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	3.854.206	1.163.761	1.715.701	762.495	874.178	986.008
Median	668.812	151.348	103.698	7.650	61.042	312.744

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Η καταγραφή μείωσης λειτουργικών κερδών και η πραγματοποίηση λειτουργικών ζημιών είναι ένα πολύ σοβαρό και αρνητικό σημείο για τις εταιρείες γιατί όταν δεν μπορούν να πετύχουν κέρδη από τις λειτουργικές δραστηριότητες τότε η πιθανότητα να βρεθούν σε δυσμενή οικονομική κατάσταση είναι μεγάλη γιατί μετά το λειτουργικό κέρδος ακολουθεί η αφαίρεση των τόκων. Συνεπώς όταν μία εταιρεία δεν πραγματοποιεί λειτουργικά κέρδη δεν θα μπορεί κατά πάσα πιθανότητα να αποπληρώνει τόκους και δόσεις δανείων με συνεπακόλουθο να οδηγηθεί σε πτώχευση με τελικό αποτέλεσμα τον εκμηδενισμό της αξίας των μετόχων.

Κέρδη/(Ζημιές) που κρατήθηκαν (Retained Earnings/(Losses))

Στατιστικοί Δείκτες Κερδών/(Ζημιών) που κρατήθηκαν

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
Mean	6.597.232	8.318.774	7.767.763	9.097.802	7.984.535	9.324.531
Median	759.060	1.226.555	433.583	1.673.182	16.995	-181.436

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τα πιο πάνω αποτελέσματα των στατιστικών δεικτών ο διάμεσος δείκτης καταγράφει δραματική μείωση των κρατηθέντων κερδών στο τέταρτος έτος και αρνητικό δείκτη στο πέμπτο έτος πράγμα που συνεπάγεται ζημιές. Ο διάμεσος δείκτης καταδεικνύει ότι η πλειοψηφία των εξαγορασθεισών εταιρειών απέτυχε. Τα κρατηθέντα κέρδη/(ζημιές αποτελούν επέκταση των δύο πιο πάνω δεικτών κερδοφορίας της καθαρής και λειτουργικής κερδοφορίας, όπου όταν οι δύο πιο πάνω δείκτες καταγράφουν αρνητικά αποτελέσματα συνεπακόλουθο είναι και η αρνητική καταγραφή του δείκτη κερδών που κρατήθηκαν. Αυτό το γεγονός καταγράφει την αποτυχία των εξαγορών και μείωση της αξίας των μετόχων.

10.2.1.5 Ερευνητική Υπόθεση 4.5

Ερευνητική Υπόθεση 4.5: Οι μεταβλητές απόδοσης ROA, ROE, αλληλεξαρτώνται από τις αυξομειώσεις των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, NP, OP, REA όπου η αλληλεξάρτηση επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την απόδοση των Ε&Σ;

Με βάση τη στατιστική ανάλυση, η οποία διενεργήθηκε στο κεφάλαιο 5 εξήχθησαν τα πιο κάτω αποτελέσματα:

- **OP:** Τα λειτουργικά κέρδη στις πλείστες εταιρείες ήταν χαμηλά και το χρηματοδοτικό κόστος που ακολουθούσε τα μετέτρεπε σε ζημιές εξού και καθαρές ζημιές σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά με συνεπακόλουθο να επηρεάζουν αρνητικά τους δείκτες ROA και ROE.
- **RE/(RL):** Η συνεχής συσσώρευση ζημιών που στην πορεία των πέντε ετών κατέληξε σε αρνητικό πρόσημο επηρεάζει με αρνητικό ορίζοντα τους δείκτες ROA και ROE.
- **CR:** Καταγράφεται η σύνδεση ROA/ROE και CR και στα πέντε έτη μετά την εξαγορά, με τον χαμηλό δείκτη CR να οδηγεί σε χαμηλό και/η αρνητικό δείκτη ROA/ROE. Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.
- **DR:** Η συσχέτιση με ROA/ROE είναι πολύ χαμηλή και η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33% (έτη Y4,Y5).

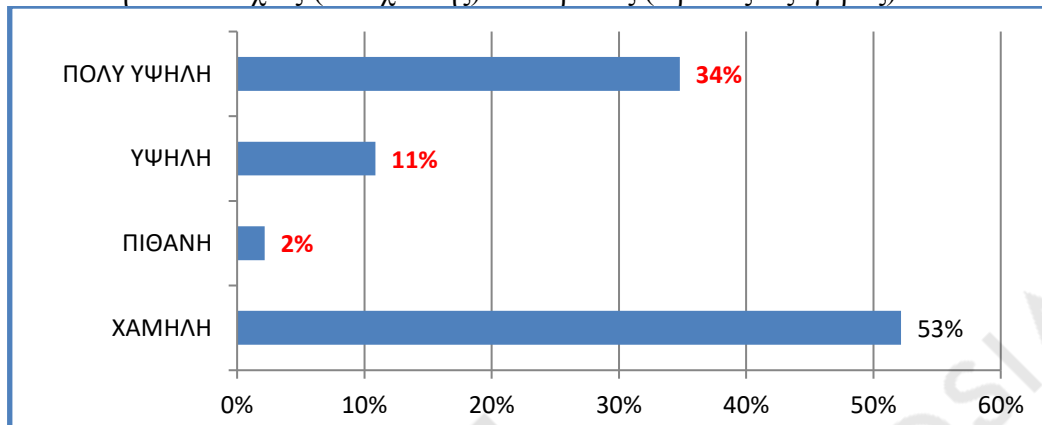
Σε αυτό το κεφάλαιο καταγράφεται η αλληλεξάρτηση των μεταβλητών απόδοσης και μεταβλητών ελέγχου με πιο σημαντικό εύρημα την αλληλεξάρτηση απόδοσης των δεικτών ROA/ROE και της μεταβλητής ελέγχου CR σε ποσοστό 83%, δηλαδή όπου ο δείκτης CR ήταν κάτω από το όριο ασφαλείας του 2:1 οι δείκτες ROA/ROE ήταν αρνητικοί στα πέντε από τα έξι εξεταζόμενα έτη.

10.2.1.6 Ερευνητική Υπόθεση 4.6

Ερευνητική Υπόθεση 4.6: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Altman Z Score.

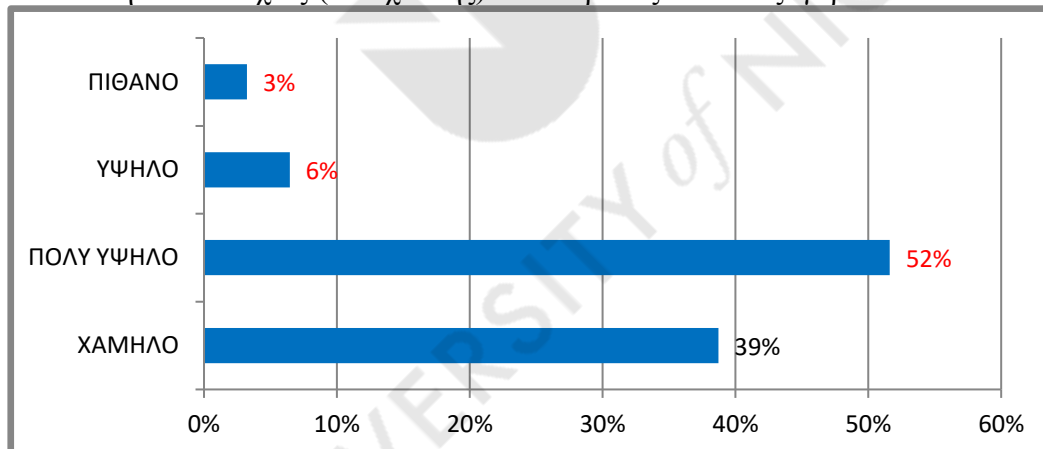
Με βάση το μοντέλο Altman Z Score τα αποτελέσματα των εξαγορών αναλύθηκαν στο κεφάλαιο 6 και πιο κάτω παρατίθενται τα αποτελέσματα του έτους εξαγοράς (Y0) και του πέμπτου έτους (Y5) μετά την εξαγορά τα οποία παρουσιάστηκαν στα γραφήματα 6:3 και 6:4.

Πιθανότητα Αποτυχίας (Πτώχευσης) – 0 Χρόνος (Χρόνος Εξαγοράς)



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Πιθανότητα Αποτυχίας (Πτώχευσης) – 5^{ος} Χρόνος Μετά-Εξαγορά



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Σύμφωνα με τα πιο πάνω αποτελέσματα τα οποία παρουσιάζονται στα πιο πάνω γραφήματα καταγράφεται μείωση της αξίας των μετόχων η οποία τεκμηριώνεται σύμφωνα με τα πιο κάτω γεγονότα:

- Στο έτος εξαγοράς/Y0 ποσοστό της τάξης του 47% καταγράφηκε ως πιθανότητα αποτυχίας (πιθανή, υψηλή, πολύ υψηλή).
- Στο πέμπτο έτος/Y5 μετά την εξαγορά το ποσοστό αποτυχίας αυξήθηκε στο 61% (πιθανή, υψηλή, πολύ υψηλή).

- ο Πέραν του ότι εξαγοράστηκαν εταιρείες με υψηλό ποσοστό αποτυχίας, το ποσοστό αποτυχίας αυξήθηκε κατά 14%, γεγονός το οποίο καταδεικνύει την αποτυχία των εξαγορών.

10.2.1.7 Ερευνητική Υπόθεση 5

Ερευνητική Υπόθεση 5 (EY5): Οι δείκτες CR, DR, OPA,NPA, και REA έχουν την ίδια επίδραση στον δείκτη Z Score.

Με βάση την ολιστική εφαρμογή ανάλυσης ο βαθμός επηρεασμού του δείκτη Altman Z score από τον δείκτη CR είναι στο 85% και από τον δείκτη DR στο 70%. Συνεπώς, αυτοί οι δύο δείκτες οδηγούν/επηρεάζουν τον δείκτη Altman Z score. Στους δείκτες κερδοφορίας ο βαθμός επηρεασμού είναι πολύ χαμηλότερος ως ακολούθως OP/44%, NPA/(L)/50% και REA/52%.

10.2.1.8 Ερευνητική Υπόθεση 6

Ερευνητική Υπόθεση 6 (EY6): Στην ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score είναι πάνω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία μη-πτώχευσης και κάτω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία πτώχευσης.

Η ανάλυση ευαισθησίας κατέδειξε ότι ο υψηλός κίνδυνος πτώχευσης και επιπλέον ο κίνδυνος αποτυχίας συνδέονται με τη μείωση του δείκτη CR κάτω από το 1,05 και αφετέρου όταν ο δείκτης DR αρχίζει να υπερβαίνει το ποσοστό του 48%. Για τον δείκτη NP(L) καταγράφηκαν αντιφατικά αποτελέσματα με θετικά (κέρδη) και αρνητικά (ζημιές) ως παράδειγμα στο έτος/Y3 στην κατηγορία πτώχευσης ο δείκτης Z score είναι στο 0,67 και ο δείκτης NP(L) καταγράφει κέρδη €896.102-.

10.2.1.9 Ερευνητική Υπόθεση 7

Ερευνητική Υπόθεση 7: Η επιτυχία των εξαγορών εξαρτάται από την πορεία ΑΕΠ και ΧΑΚ.

Στο Κεφάλαιο 8 διενεργήθηκαν πολλαπλές αναλύσεις για να εντοπιστεί η συσχέτιση της καταστροφικής πορείας των εξαγορών σε συνάρτηση με πορεία των δεικτών ΧΑΚ και ΑΕΠ σε πρώτο χρόνο και κατ' επέκταση και σε άλλους τομείς όπως πτωχεύσεις. Πιο κάτω παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα:

- ο Συγκεκριμένα το ΑΕΠ παρουσιάζει αυξητική τάση, οι πτωχεύσεις είναι σε σταθερή ευθεία γραμμή σε αντίθεση με τους δείκτες FTSE20 και GEN_Δ_K όπου παρουσιάζονται σκαμπανεβάσματα στην πορεία τους.
- ο Διαμέσου της στατιστικής ανάλυσης τόσο σε γράφημα όσο και σε ανάλυση συσχέτισης Pearson Correlation καταγράφεται η μη συσχέτιση της πορείας των πτωχεύσεων και ΑΕΠ σε συνάρτηση με την πορεία των βασικών κατηγοριών του

ΧΑΚ. Κατά συνέπεια καταδεικνύεται ότι τα αρνητικά αποτελέσματα των εξαγορών ήταν συνέπεια των αποφάσεων των ανώτερων διευθυντικών στελεχών.

10.3 Συμπερασματική Σύνοψη Εκτίμησης Μεταβλητών

Πιο κάτω παρατίθεται σε πίνακα η συνοπτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων των λογιστικών δεικτών (μεταβλητές) με βάση τα αποτελέσματα των στατιστικών δεικτών μέσου όρου και διάμεσου της παρούσας έρευνας:

Πίνακας 10-1: Συνοπτικά Αποτελέσματα Μεταβλητών παρούσας Έρευνας (Λογιστικοί Δείκτες/Μέσος όρος και Διάμεσος)

Μεταβλητή - Λογιστικός Δείκτης	Βελτίωση Μετά την Εξαγορά	Επιδείνωση Μετά την Εξαγορά
Return on Assets (ROA)		X
Return on Equity (ROE)		X
Current Ratio		X
Debt Ratio		X
Net Profit		X
Operating Profit		X
Retained Earnings		X
Altman Z Score		X

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση συμπεραίνεται ότι υπήρξε μείωση της αξίας των μετόχων εξαιτίας της επιδείνωσης σε όλους τους δείκτες (μέσος όρος και διάμεσος δείκτης), γεγονός το οποίο καταδεικνύει μείωσης της αξίας των μετόχων.

10.4 Συμπερασματική Σύνοψη Εκτίμησης Υποθέσεων

Πιο κάτω παρατίθεται συνοπτικός πίνακας ο οποίος καταγράφει την αποδοχή ή απόρριψη εκάστης υπόθεσης με βάση τις αναλύσεις που προηγήθηκαν.

Πίνακας 10-2: Συνοπτικός Πίνακας Ελέγχου Υποθέσεων Παρούσας Έρευνας

Υπόθεση	Αποδοχή	Απόρριψη	Ελέγχθηκε Στο:
Πριν την Εξαγορά			
Ερευνητική Υπόθεση 1: Υπήρξαν σαφείς στρατηγικοί λόγοι που οδήγησαν στις εξαγορές.	X		Κεφάλαιο 9
Ερευνητική Υπόθεση 2: Πριν από την περίοδο εξαγοράς η Ανώτερη Διεύθυνση διενήργησε επιμελή πολλαπλό έλεγχο στις στοχευόμενες υπό εξαγορά εταιρείες.		X	Κεφάλαιο 9
Ερευνητική Υπόθεση 3: Η στόχευση των εξαγορών είχε κατά πλειοψηφία τους συγγενικούς τομείς.	X		Κεφάλαιο 8
Μετά την Εξαγορά			

Ερευνητική Υπόθεση 4.1: Οι εξαγορές είχαν θετικές επιπτώσεις στην αξία των μετόχων μεταξύ 1 ^{ου} και 5 ^{ου} χρόνου από το σημείο εξαγοράς με βάση την ανάλυση χρηματοοικονομικών ποσοτικών δεικτών ROA και ROE.		X	Κεφάλαιο 5
Ερευνητική Υπόθεση 4.2: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Ρευστότητας (CR).		X	Κεφάλαιο 4
Ερευνητική Υπόθεση 4.3: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Χρέους (DR).		X	Κεφάλαιο 4
Ερευνητική Υπόθεση 4.4: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση στους τομείς της Κερδοφορίας σε επίπεδο Καθαρής, Λειτουργικής και Συσσωρευμένων Κερδών (NP, OP, REA).		X	Κεφάλαιο 4
ΕΥ4.5: Οι μεταβλητές απόδοσης ROA, ROE, αλληλεξαρτώνται από τις αυξομειώσεις των μεταβλητών ελέγχου CR, DR, NP, OP, REA όπου η αλληλεξάρτηση επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την απόδοση των Ε&Σ.	X		Κεφάλαιο 5
Ερευνητική Υπόθεση 4.6: Οι εξαγορές πέτυχαν βελτίωση του δείκτη Altman Z Score.		X	Κεφάλαιο 6
Ερευνητική Υπόθεση 5: Οι δείκτες CR, DR, OPA, NPA, και REA έχουν την ίδια επίδραση στον δείκτη Z Score.		X	Κεφάλαιο 7
Ερευνητική Υπόθεση 6: Στην ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας οι διακυμάνσεις των δεικτών CR, DR και NP/L σε σχέση με τον δείκτη Z score είναι πάνω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία μη-πτώχευσης και κάτω από τα όρια ασφαλείας στην κατηγορία πτώχευσης.		X	Κεφάλαιο 7
Ερευνητική Υπόθεση 7: Η επιτυχία των εξαγορών εξαρτάται από την πορεία ΑΕΠ και ΧΑΚ.		X	Κεφάλαιο 8

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

Εν κατακλείδι με βάση την πιο πάνω σύνοψη ενώ υπήρξαν σαφείς λόγοι που οδήγησαν στις εξαγορές, και περαιτέρω υπήρξε στόχευση στη μεγάλη πλειοψηφία ο συγγενικός τομέας, διαφάνηκε ότι δεν υπήρξε επιτυχής επιμελής πολλαπλός έλεγχος γεγονότος το οποίο ίσως να οδήγησε στη λανθασμένη χαρτογράφηση και εκτέλεση πλάνου ενσωμάτωσης των εξαγορών, εξού και τα αρνητικά αποτελέσματα. Περαιτέρω διαφάνηκε ότι το μετρήσιμο κριτήριο για την επιτυχία/αποτυχία των εξαγορών είναι οι λογιστικοί δείκτες οι οποίοι μπορούν να δώσουν με την επεξεργασία τους πολλαπλές αναλύσεις οι οποίες δεν αμφισβητούνται και στην παρούσα μελέτη κατέγραψαν την αποτυχία των εξαγορών στην πλειοψηφία τους. Όσον αφορά τις απαντήσεις των διοικητικών στελεχών, στην παρούσα έρευνα είναι πιο κοντά στην πραγματική εικόνα με βάση τη χρηματοοικονομική ανάλυση σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες έρευνες των KPMG

1999 κα 2001 όπου η απόκλιση ήταν τεράστια, γεγονός το οποίο καταγράφει και κάποιες αιτίες κατάρρευσης των εξαγορών.

10.5 Απάντηση στο Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα

Όπως έχει διατυπωθεί κατά τους Λαγουμιντζή κ.α. (2015) «Ποιο είναι το βασικό ερώτημα της έρευνάς μου;» και «Ποιες είναι οι πληροφορίες θα πρέπει να έχω στο τέλος της έρευνας;» όπου αναπτύχθηκε το βασικό ερώτημα: **Ποιο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ θα μπορούσε να αναπτυχθεί προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένιση της αξίας των μετόχων τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα; Πιο κάτω καταγράφεται η απάντηση.**

10.5.1. Ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Ενσωμάτωσης των Ε&Σ

Οι υποδείξεις των ερευνητών στα ερευνητικά κενά και τα θεωρητικά ζητήματα τα οποία αναδείχθηκαν στην παρούσα μελέτη ως προς τις μεθοδολογίες και μεθόδους (Clayton, 2010; Meglio and Risberg, 2010; Rajeev and Jyoti, 2011; Christofi et al., 2017; Wei and Cregg, 2020; Gomes et al., 2020), διαχρονική αποτίμηση των εξαγορών (Peng and Beamish, 2014; Song, 2014; Gomes et al., 2020) και πλαίσιο επίβλεψης των εξαγορών (Newmeyer et al., 2016; Martynov and Shafti, 2016; Yaghoubi et al, 2016; Bhagwan et al., 2018; Gogia, 2018; Boloupremo and Ogege, 2019), υιοθετήθηκαν στην παρούσα μελέτη με την εφαρμογή πολλαπλών ποσοτικών αναλύσεων όπως: (1) δειγματοληψίας, (2) ανάλυσης μεταβλητών, (3) ανάλυσης μοντέλου Altman, (4) υιοθέτησης ολιστικής μεθόδου ανάλυσης μοντέλου Z Score, (5) εφαρμογή Pearson Correlation, και (6) καταλήγοντας σε ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας. Όλες οι πιο πάνω εφαρμογές έχουν ενσωματωθεί στο πιο κάτω χρηματοοικονομικό μοντέλο ελέγχου ενσωμάτωσης των Ε&Σ με στόχο να αποτελέσει τον οδικό χάρτη μείωσης του ρίσκου αποτυχίας των Ε&Σ το οποίο και αποτελούσε την πρόκληση ως **Βασικό Ερευνητικό Ερώτημα: Ποιο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου ενσωμάτωσης των Ε&Σ θα μπορούσε να αναπτυχθεί προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα;**

10.5.2 Ε&Σ Οδικός Χάρτης Μείωσης Ρίσκου Αποτυχίας

10.5.2.1 Πριν την Εξαγορά

Σημαντική ενέργεια είναι η εκτίμηση της εξαγορασθείσας εταιρείας στον χρόνο εξαγοράς (Y0) για να διαπιστωθεί αν φέρει ρίσκο αποτυχίας όπου ποιο κάτω καταγράφονται οι ενέργειες στον χρόνο εξαγοράς:

- ο Εφαρμογή Μοντέλου Altman Z Score όπου ο δείκτης Z Score πρέπει να είναι >3,0.

Επιτυγχάνεται ο εντοπισμός ρίσκου με βάση τις τρεις ζώνες ως εξής: $>3,0$ Non Bankrupt (Μη Πτώχευση), $1,81 > \dots < 2,99$ Gray Area-Medium Risk (γκρίζα περιοχή-μέσο ρίσκο) και $<1,80$ Bankrupt-High Risk (μεγάλο ρίσκο αποτυχίας).

- ο **Ανάλυση Ευαισθησίας με βάση το Μοντέλο Altman Z Score**

- ο Εξαγωγή δείκτη CR όπου πρέπει να είναι $>1,05$.
- ο Εξαγωγή δείκτη DR όπου πρέπει να είναι $<48\%$.

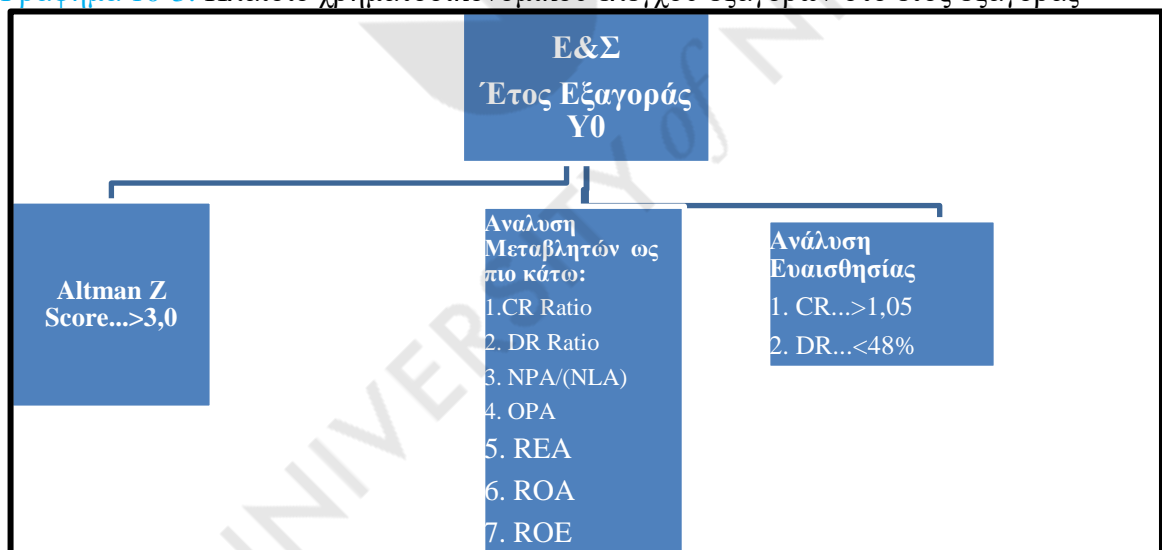
Επιτυγχάνεται ο εντοπισμός ρίσκου διαμέσου της ανάλυσης ευαισθησίας των δεικτών CR και DR.

- ο **Χρηματοοικονομική ανάλυση διαμέσου μεταβλητών (εξαρτημένης και ελέγχου)**

- ο Εξαγωγή των μεταβλητών ελέγχου: CR, DR, OPA, NPA/NLA, REA και εξαρτημένης Μεταβλητής: ROA και ROE, όπου διαμέσου περιγραφικής στατιστικής ανάλυσης θα εξαχθούν οι ακόλουθοι δείκτες: μέσος όρος/mean, διάμεσος/median, τυπική απόκλιση/st. deviation, μίνιμουμ/minimum, και μέγιστο/maximum για να υπάρχουν συνεχείς μετρήσιμοι δείκτες.

Με βάση τα πιο πάνω σημεία ελέγχου ο χρηματοοικονομικός έλεγχος στο έτος εξαγοράς αποτυπώνεται στο πιο κάτω γράφημα.

Γράφημα 10-3: Πλαίσιο χρηματοοικονομικού ελέγχου εξαγορών στο έτος εξαγοράς



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

10.5.2.2 Μετά την Εξαγορά σε Πραγματικό Χρόνο

Σημαντική ενέργεια είναι η εκτίμηση της εξαγορασθείσας εταιρείας σε διαχρονική πορεία πέντε ετών (Y1-Y5) για να διαπιστωθεί η πιθανή απόκλιση από την επιτυχία της Ε&Σ σε πραγματικό χρόνο προς λήψη έγκαιρα αποφάσεων:

- ο **Εφαρμογή Χρήσης Μεταβλητών (Εξαρτημένης και Ελέγχου) και δείκτη Μοντέλου Altman Z Score**

- ο Περιγραφική Στατιστική: μέσος όρος/mean, διάμεσος/median, τυπική απόκλιση/st. deviation, μίνιμουμ/minimum, και μάξιμουμ/maximum.

Επιτυγχάνεται η διαχρονική αποτίμηση των εξαγορών με βάση τον δείκτη Altman Z Score και των δεικτών ROA, ROE, CR, DR, OPA, NPA, REA στην μετά εξαγορά εποχή.

- ο **Στατιστική Σημαντικότητα vs. Οικονομική σημαντικότητα (Economic Significance)/Forecast**

- ο Επιτυγχάνεται ο εντοπισμός αποκλίσεων με βάση την εφαρμογή της στατιστικής συσχέτισης vs οικονομικής συσχέτισης/ προβλεψιμότητας στους βασικούς δείκτες ROA/ROE vs CR, DR.

- ο **Στατιστική Συσχέτιση σε εφαρμογή Pearson Correlation/Regression των Μεταβλητών (Εξαρτημένης και Ελέγχου) σε σχέση με τον δείκτη του Μοντέλου Altman Z Score**

Επιτυγχάνεται ο εντοπισμός συσχέτισης των μεταβλητών σε σχέση με τον δείκτη του Μοντέλου Altman Z Score.

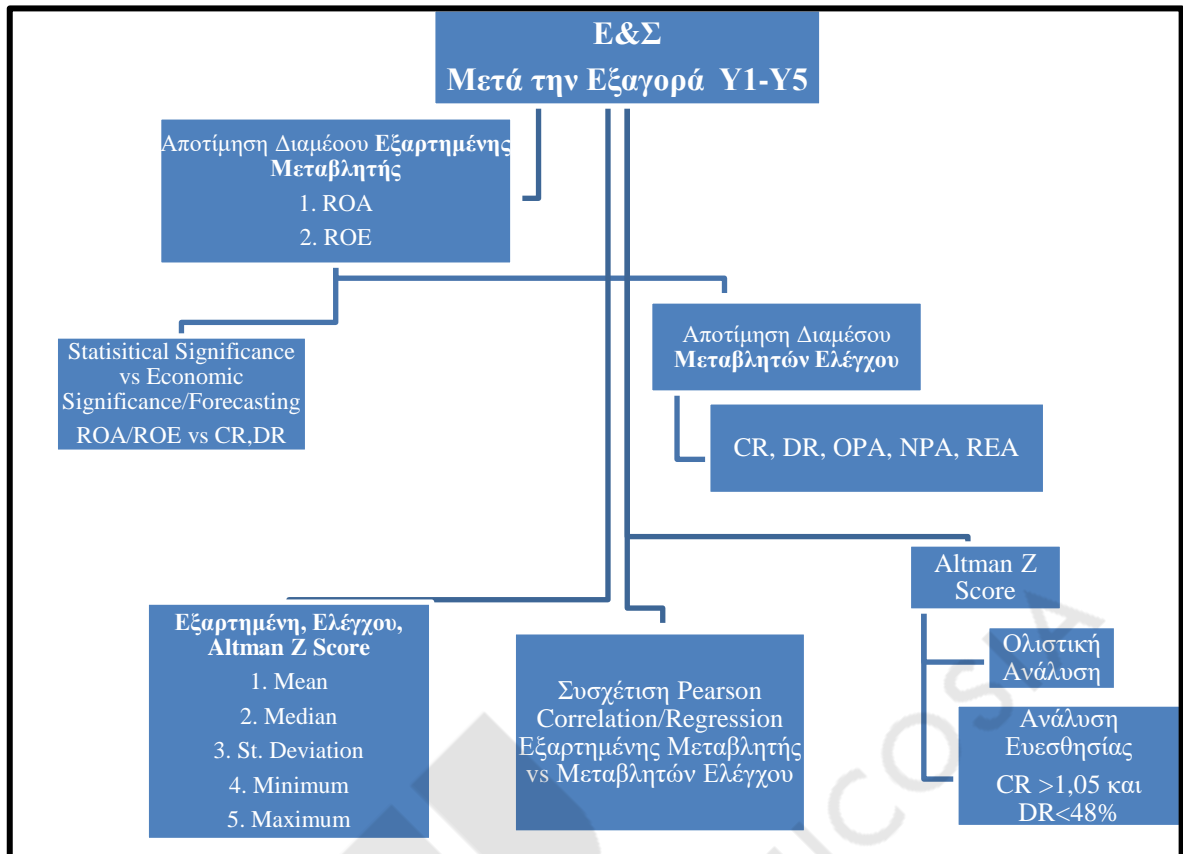
- ο **Ανάλυση Ευαισθησίας με βάση το Μοντέλο Altman Z Score με βάση ανάλυσης την ολιστική εφαρμογή**

- ο Ολιστική Εφαρμογή Ανάλυσης Altman Z Score.
 - Ανάλυση Ευαισθησίας Δείκτη Ρευστότητας (CR).
 - Ανάλυση Ευαισθησίας Δείκτη Χρέους (DR).

Επιτυγχάνεται η αποτίμηση των κρίσιμων δεικτών σε βαθμό ρίσκου $CR < 1,05$ και $DR > 48\%$ οι οποίοι επηρεάζουν και οδηγούν το δείκτη του μοντέλου Altman Z Score.

Με βάση τα πιο πάνω σημεία ελέγχου ο χρηματοοικονομικός έλεγχος στα έτη μετά την Ε&Σ αποτυπώνεται στο πιο κάτω γράφημα.

Γράφημα 10-4: Πλαίσιο χρηματοοικονομικού ελέγχου εξαγορών μετά την εξαγορά



Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

10.6 Επαλήθευση του χρηματοοικονομικού μοντέλου σε τοπικό και διεθνές περιβάλλον

Οι πιο κάτω περιπτώσεις όπου εφαρμόστηκε το χρηματοοικονομικό μοντέλου αποτίμησης ρίσκου αποτυχίας σε συσχέτιση με τους κρίσιμους δείκτες CR και DR, επαληθεύουν την εφαρμογή λειτουργία στην πράξη.

10.6.1 Μελέτη Περίπτωσης - Εμπειρικό παράδειγμα σε εταιρεία Ομίλου στην Κύπρο

Η Εταιρεία RIME ιδρύθηκε το 1986 ως περιφερειακός πάροχος επιχειρηματικής ευφυΐας στη Μέση Ανατολή, τη Βόρεια Αφρική και την περιοχή της Μεσογείου, παράγοντας αναφορές επιχειρηματικών πληροφοριών και έρευνες δέουσας επιμέλειας (πηγή: ιστοσελίδα RIME). Η RIME στην αναφορά (Business Information & Credit Report) Επιχειρηματικές πληροφορίες & πιστωτική έκθεση για το έτος 2012, βαθμολόγησε την εταιρεία με A ως (Good Credit Quality) Καλή πιστωτική ποιότητα, με καλύτερο το AA. Το A αποτελεί την δεύτερη καλύτερη βαθμολογία από επτά κατηγοριοποιήσεις. Αυτή η αναφορά δίνεται σε προμηθευτές εξωτερικού για να εκτιμήσουν την πιστοληπτική ικανότητα των συνεργατών τους. Το ίδιο συμβαίνει και με την διεθνούς εμβέλεια

ασφαλιστική εταιρεία Atradius η οποία με βάση τις οικονομικές καταστάσεις ασφαλίζει ποσά προς όφελος πιστωτών ως ασφάλιση πιστώσεων (πηγή: ιστοσελίδα Atradius).

Η RIME στην βαθμολόγηση της εταιρείας το 2012 έλαβε υπόψη τέσσερις κατηγορίες λογιστικών δεικτών ως ακολούθως: 1) δείκτες ρευστότητας, επτά σε αριθμό, (2) δείκτες κερδοφορίας, τέσσερις σε αριθμό, (3) δείκτες απόδοσης, έξι σε αριθμό και (4) δείκτες μόχλευσης, δύο σε αριθμό. Η RIME ως προς την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρείας χρησιμοποίησε 19 λογιστικούς δείκτες και απέτυχε να προβλέψει το ρίσκο αποτυχίας της εταιρείας και την βαθμολόγησε με Α.

Η εταιρεία είχε δείκτη Άλτμαν Z score 2,67 ο οποίος ανήκει στην κατηγορία υψηλού κινδύνου αποτυχίας ως καταγράφεται πιο κάτω.

	2012			
	(Κφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού) *6,5			
CA	3.457.422			
CL	2.173.045			
CA-CL	1.284.377			
TA	7.494.770	0,17	6,5	1,11
	(Κέρδη εις Νέο / Σύνολο ενεργητικού) *3,26			
RE	2.769.467			
TA	7.494.770	0,37	3,26	1,20
	(Κέρδη προ τόκων & φόρων / Total Assets)*6,72			
EBIT	387.211			
TA	7.494.770	0,05	6,72	0,35
	Κεφαλαιοποίηση / Σύνολο Υποχρεώσεων) *0,6			
CAPITAL	8.550			
TL	3.307.532	0,00	0,6	0,00
ALTMAN Z SCORE				2,67
Επίδοση	Πιθανότητα Αποτυχίας			
.....<1,80	Πολύ υψηλή			
1,81>...<2,67	Υψηλή			
2,68>...<2,99	Πιθανή			
3,00>...	Χαμηλή			

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα – οικονομικές καταστάσεις 2012 (παράρτημα 24 – Rime Business Intelligence Report)

Συμπερασματικά σχόλια

Η RIME κατέγραψε στην αναφορά τον βασικό δείκτη ρευστότητας CR στο 1,59 όμως δεν συμπεριέλαβε τον δείκτη χρέους DR ο οποίος ήταν στο 47%. Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας, εταιρείες που αποτύχαν έφεραν δείκτη CR κάτω του 1,05 και δείκτη χρέους πάνω από 48%. Ο δείκτης χρέους ήταν στο όριο της αποτυχίας και ο δείκτης ρευστότητας κάτω από το 2 που τίθεται από την διεθνή βιβλιογραφία ως δείκτης ασφαλείας, όπου σε συσχέτιση με τον δείκτη Altman Z Score η εταιρεία έφερε υψηλό ρίσκο αποτυχίας.

Η εταιρεία το 2013 μέχρι το 2016 είχε στάση πληρωμών και καταχωρήθηκε στο σύστημα ΑΡΤΕΜΗΣ. Το 2017 έγινε αναθεωρημένη χρηματοδότηση αλλά το 2018 απέτυχε στην αποπληρωμή των δανείων και υπεισήλθε σε δικαστική διαμάχη με τραπεζικό ίδρυμα λόγω στάσης πληρωμών (αριθμός αγωγής 236/2020).

Με βάση το πιο πάνω εμπειρικό παράδειγμα καταγράφεται το κενό στην ανάπτυξη θεωρητικού πλαισίου επίβλεψης της αποτυχίας των εταιρειών το οποίο έχει πρακτικές προεκτάσεις. Εάν οι σύμβουλοι της RIME είχαν την επιστημοσύνη θα αντιλαμβάνονταν το ρίσκο αποτυχίας και δεν θα έδιναν βαθμολόγηση Α.

10.6.2 Μελέτη Περίπτωσης – Δημόσιες εξαγορές εταιρειών που απέτυχαν

Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται οι τιμές των βασικών δεικτών CR, DR και Altman Z score εταιρειών οι οποίες αποτύχανε, δείκτες οι οποίοι αποτέλεσαν σημαντικό μέρος της παρούσας έρευνας στο πεδίο της εξερεύνησης του ρίσκου αποτυχίας.

Κρίσιμοι δείκτες εταιρειών που απέτυχαν: Altman Z score, CR, και DR

A/A	Εταιρεία	Altman Z score	CR	DR
1	Droushia Heights Hotel Co Ltd	0,23	0,96	57%
2	Ceifloor Public Company Ltd	0,02	0,96	83%
3	Confine Investment Public Ltd	-1,03	0,60	64%
4	Multichoice (Cyprus) Public Co Ltd	-22,18	0,51	196%
5	Spidernet Services Public Ltd	-12,02	0,47	123%
6	Laser Investments Public Ltd	-34,72	0,13	426%
7	Cyprus Pipes Industry Ltd	1,04	0,06	32%
8	Athos Diamond Center Public Ltd	-0,42	0,86	71%
9	Empire Capital Investment Public Ltd	-0,73	0,97	103%

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα - Σημείωση: οι δείκτες αφορούν το τελευταίο έτος με βάση την εκτίμηση 5 χρόνια μετά την εξαγορά ή το τελευταίο έτος εξαγωγής των δεικτών

Τα αποτελέσματα των πιο πάνω εταιρειών επαληθεύουν πλήρως τους κρίσιμους δείκτες CR, DR σε σχέση με τον δείκτη Altman Z score οι οποίοι καταγράφουν το ρίσκο της αποτυχίας και κατ' επέκταση επαληθεύουν τα ευρήματα της παρούσας έρευνας.

10.6.3 Μελέτη περίπτωσης της εταιρείας κολοσσού Thomas Cook – Διεθνές Περιβάλλον

Η Thomas Cook ιδρύθηκε το 1845 και είναι το πρώτο ταξιδιωτικό γραφείο στον κόσμο. Πριν από μερικά χρόνια, η εταιρεία ήταν ένας από τους κορυφαίους παρόχους ταξιδιών αναψυχής στον κόσμο που δραστηριοποιούνταν σε 17 χώρες, κατείχε στόλο αεροσκαφών και λειτουργούσε χιλιάδες ξενοδοχεία σε όλο τον κόσμο. Το 2019, ο κόσμος είδε το μακροβιότερο ταξιδιωτικό γραφείο του να παραδέχεται την αποτυχία του (Uta, 2020). Οι λόγοι αποτυχίας που καταγράφηκαν συνοπτικά από την Uta (2020) παρατίθενται ως ακολούθως: (1) αργοπορία στην αλλαγή επιχειρηματικού μοντέλου, (2) αποτυχία στην μείωση στα κόστη, (3) αποτυχία στην συμπερίληψη των Millennials μεταξύ των πελατών της, (4) αποτυχία στον μετριασμό των συνεπειών λόγω Brexit, και (5) αύξηση χρέους \$2δισ λόγω E&Σ.

Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται οι τιμές των βασικών δεικτών CR, DR και Altman Z score σε επίπεδο ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, δείκτες οι οποίοι αποτέλεσαν σημαντικό μέρος της παρούσα έρευνα στο πεδίο της εξερεύνησης του ρίσκου αποτυχίας.

Δείκτες CR, DR και Altman Z score με βάση τις Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις

ΕΤΟΣ	CR	DR	Altman Z score
2018	0,50	96%	-2,89
2017	0,51	96%	-2,74
2016	0,57	94%	-2,48
2015	0,55	101%	-2,49

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα – Ετήσια Έκθεση, οικονομικές καταστάσεις 2018, 2016

Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία του ομίλου Thomas Cook για να καταγραφεί το τεράστιο μέγεθος του οργανισμού.

Θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία σε €εκ. με βάση τις Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις

Οικονομικά Στοιχεία	2018	2017	2016	2015
Τρεχούμενο Ενεργητικό	2.113	2.331	2.656	2.035
Συνολικό Ενεργητικό	6.605	6.569	6.955	5.958
Τρεχούμενο Παθητικό	4.222	4.339	4.630	3.702
Συνολικό Παθητικό	6.349	6.278	6.564	5.990
Συσσωρευμένα Κέρδη/(Ζημιές)	(1.865)	(1.891)	(1.889)	(1.778)
Κεφάλαιο	593	593	593	593

Κέρδος από εργασίες	97	227	205	211
Κύκλος εργασιών	9.584	9.006	7.812	7.834

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα – Ετήσια Έκθεση, Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 2018, 2016

Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθενται οι τιμές των βασικών δεικτών CR, DR και Altman Z score σε επίπεδο εταιρείας και όχι ομίλου, δείκτες οι οποίοι αποτέλεσαν σημαντικό μέρος της παρούσα έρευνα στο πεδίο της εξερεύνησης του ρίσκου αποτυχίας.

Δείκτες CR, DR και Altman Z score με βάση τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας

ΕΤΟΣ	CR	DR	Altman Z score
2018	5,04	26%	3,15

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα – Ετήσια Έκθεση, Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 2018

Συμπερασματικά σχόλια

Με βάση την πιο πάνω ανάλυση η οποία είχε πηγή τις ετήσιες εκθέσεις 2018 και 2016 και περεταίρω την διεθνή αρθρογραφία για τους λόγους πτώχευσης της εταιρεία κολοσσού Thomas Cook η οποία είχε κύκλο εργασιών το 2018 9,6δισ στερλίνες, καταγράφετε ως μία αιτία η στρατηγική στον τομέα των εξαγορών. Με βάση την πιο πάνω εξαγωγή των βασικών δεικτών CR, DR και Altman Z score, παρατίθενται τα πιο κάτω συμπεράσματα:

1. Με βάση τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2015 μέχρι 2018 οι δείκτες CR, DR σε σχέση με την επίδραση στον δείκτη Altman Z score είχαν αρνητικό ορίζοντα όπου είχαν μεγάλη απόκλιση από τα όρια των βιώσιμων δεικτών με βάση την διεθνή βιβλιογραφία.
2. Η εταιρεία από μόνη της κατέγραφε πολύ καλούς δείκτες CR, DR και Altman Z score το 2018, λαμβάνοντας υπόψη ότι την επόμενη χρονιά οδηγήθηκε σε πτώχευση.
3. Άρα οι εξαγορές αποτύχαν να προσδώσουν αξία στους μετόχους με αποτέλεσμα την παύση εργασιών και απώλεια της επένδυσης των μετόχων τόσο της μητρικής εταιρείας όσο και των θυγατρικών σε επίπεδο ομίλου εταιρειών.

Επαλήθευση με βάση την εφαρμογή του χρηματοοικονομικού μοντέλου

Στην παρούσα έρευνα αναπτύχθηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο αποτίμησης των εξαγορών και κατ' επέκταση με εφαρμογή σε οποιαδήποτε εταιρεία σε πραγματικό χρόνο καθορίζοντάς τους κρίσιμους δείκτες η οποίοι καταγράφουν το ρίσκο αποτυχίας ως πιο κάτω:

1. Με βάση την παρούσα έρευνα οι εταιρείες που έφεραν ρίσκο αποτυχίας είχαν δείκτη CR κάτω από το 1,05-, όπου και στην παρούσα περίπτωση της Thomas Cook ο

- δείκτης ήταν για τα έτη 2015 μέχρι 2018 κυμαινόταν από 0,55 έως 0,50-, δηλαδή η εταιρεία έφερε μεγάλο ρίσκο αποτυχίας.
2. Με βάση την παρούσα έρευνα οι εταιρείες που έφεραν ρίσκο αποτυχίας είχαν δείκτη DR πάνω από το 48%, όπου και στην παρούσα περίπτωση της Thomas Cook ο δείκτης ήταν για τα έτη 2015 μέχρι 2018 κυμαινόταν από 101% έως 96%, δηλαδή η εταιρεία έφερε μεγάλο ρίσκο αποτυχίας.
 3. Με βάση την παρούσα έρευνα οι εταιρείες που έφεραν ρίσκο αποτυχίας είχαν δείκτη Altman Z score κάτω το 3,0-, όπου και στην παρούσα περίπτωση της Thomas Cook ο δείκτης ήταν για τα έτη 2015 μέχρι 2018 κυμαινόταν από -2,49 έως -2,89-, δηλαδή η εταιρεία έφερε μεγάλο ρίσκο αποτυχίας.
 4. Η εταιρεία Thomas Cook επαληθεύει πλήρως τους κρίσιμους δείκτες CR, DR σε σχέση με τον δείκτη Altman Z score οι οποίοι καταγράφουν το ρίσκο της αποτυχίας και η περίπτωση της Thomas Cook επαληθεύει τα ευρήματα της παρούσας έρευνας.
 5. Η εφαρμογή στην πράξη του χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο το οποίο μπορεί να δώσει ανατροφοδότηση ως προς την εκτίμηση του ρίσκου αποτυχίας σε πραγματικό χρόνο και όχι εκ των υστέρων με αποτέλεσμα να υπάρχει η ευχέρεια από τις εκάστοτε διοικήσεις των οργανισμών προς λήψη διορθωτικών δράσεων έγκαιρα.

10.6.4 Μελέτη περίπτωσης εξαγοράς της εταιρείας κολοσσού Nokia – Διεθνές Περιβάλλον

Τον Σεπτέμβριο του 2013, η Nokia ανακοίνωσε την πώληση ουσιαστικά όλων των δραστηριοτήτων συσκευών και υπηρεσιών της στη Microsoft. Μετά την έγκριση για την πώληση που έλαβε στην Έκτακτη Γενική Συνέλευση τον Νοέμβριο του 2013, ο όμιλος Nokia παρουσίασε τις Συσκευές & Υπηρεσίες ως διακοπείσες δραστηριότητες. Το 2012, οι διακοπείσες δραστηριότητες περιλαμβάνουν επίσης την πολυτελή τηλεφωνική επιχείρηση Vertu που διατέθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2012 (NOKIA, 2014). Ο Patel (2022) στην αρθρογραφία του καταγράφει την εξαγορά της Nokia από την Microsoft και δηλώνει επί λέξει ‘...η Nokia απέτυχε να συμβαδίσει με τις εξελίξεις. Μέχρι τη στιγμή που έκλεισε το 2015, η Microsoft είχε διαγράψει 7,6 δισεκατομμύρια δολάρια και είχε απολύσει περισσότερους από 15.000 υπαλλήλους της Nokia’.

Ο πιο κάτω πίνακας παρουσιάζει την εξαγωγή του δείκτη Altman Z score στον χρόνο εξαγοράς της Nokia από την Microsoft το 2013.

	<u>NOKIA 2013</u>			
	(Κφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού)*6,5			
CA	13.796.000.000			
CL	9.450.000.000	CA-CL 4.346.000.000		
TA	25.191.999.999	0,17	6,5	1,12
	(Κέρδη εις Νέο / Σύνολο ενεργητικού)*3,26			
RE	2.581.000.000			
TA	25.191.999.999	0,10	3,26	0,33
	(Κέρδη προ τόκων & φόρων / Total Assets)*6,72			
EBIT	-590.000.000			
TA	25.191.999.999	-0,02	6,72	-0,16
	Κεφαλαιοποίηση / Σύνολο Υποχρεώσεων)*0,6			
CAPITAL	246.000.000			
TL	13.803.000.000	0,02	0,6	0,01
ALTMAN Z SCORE				1,31
Επίδοση (score)	Πιθανότητα Αποτυχίας (likelihood of failure)			
.....<1,80	Πολύ υψηλή (very high)			
1,81>...<2,67	Υψηλή (high)			
2,68>...<2,99	Πιθανή (possible)			
3,00>...	Χαμηλή (low)			

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα – Οικονομικές καταστάσεις Nokia 2013.

Συμπερασματικά Σχόλια

Με βάση τις οικονομικές καταστάσεις του 2013 εξάχθηκε ο δείκτης Altman Z score κατέγραψε τιμή 1,31-, επίδοση η οποία ανήκει στην κατηγορία του πολύ υψηλού ρίσκου αποτυχίας, γεγονός το οποίο καταδεικνύει την ικανότητα του μοντέλου Altman Z score στην πρόβλεψη πτώχευσης εταιρειών κατηγορίας υψηλού κινδύνου. Οι δείκτες CR και DR ήταν 1,46 και 55% όπου σε συνάρτηση με τον πολύ χαμηλό δείκτη Altman Z score κατέγραφαν το υψηλό ρίσκο αποτυχίας.

10.6.5 Μελέτη περίπτωσης εξαγοράς της εταιρείας Autonomy – Διεθνές Περιβάλλον

Η χρηματοοικονομική εταιρία CAPEX (2021) κατέγραψε την αποτυχημένη εξαγορά το 2011, της εταιρείας Autonomy μίας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρείας στην ευρωπαϊκή ανάλυση δεδομένων σε μια συμφωνία αξίας 11,1 δισεκατομμυρίων δολαρίων από τον αμερικανικό τεχνολογικό γίγαντα HP. Η εξαγορά δεν ταίριαζε στη στρατηγική της εταιρείας και η απώλεια ήταν της τάξης των 9 δισεκατομμυρίων δολαρίων (Capex.com). Στο πιο κάτω πίνακα καταγράφεται η εξαγωγή των δεικτών Altman Z score, CR και DR:

	2011			
	(Κφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού)*6,5			
CA	515.158			
CL	415.373	(CA-CL) 99.785		
TA	1.932.363	0,05	6,5	0,34
	CR Ratio 1,24			
	(Κέρδη εις Νέο / Σύνολο ενεργητικού)*3,26			
RE	316.984			
TA	1.932.363	0,16	3,26	0,53
	(Κέρδη προ τόκων & φόρων / Total Assets)*6,72			
EBIT	150.605			
TA	1.932.363	0,08	6,72	0,52
	Κεφαλαιοποίηση / Σύνολο Υποχρεώσεων)*0,6			
CAPITAL	614.279			
TL	892.918	0,69	0,6	0,41
	DR Ratio 46%			
ALTMAN Z SCORE				1,81
Επόδοση (score)	Πιθανότητα Αποτυχίας (likelihood of failure)			
.....<1,80	Πολύ υψηλή (very high)			
1,81>...<2,67	Υψηλή (high)			
2,68>...<2,99	Πιθανή (possible)			
3,00<...	Χαμηλή (low)			

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα – Πηγή Ετήσια Έκθεση της εταιρείας Autonomy 2011

Η εταιρεία Autonomy έφερε υψηλό ρίσκο αποτυχίας με βάση τον δείκτη Altman Z score 1,81 και δείκτη CR στο 1,24 που είναι πολύ χαμηλότερος από τον δείκτη ασφαλείας στο 2, και κατ' επέκταση έφερε δείκτη χρέους DR στο 46% που είναι κοντά στο όριο αποτυχίας του 48%.

10.7 Τελικό Συμπέρασμα

Εν κατακλείδι η εφαρμογή του πιο πάνω μηχανισμού αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο το οποίο μπορεί να δώσει ανατροφοδότηση ως προς την εκτίμηση του ρίσκο αποτυχίας σε πραγματικό χρόνο σε διεθνές περιβάλλον και όχι εκ των υστέρων με αποτέλεσμα να υπάρχει η ευχέρεια από τις εκάστοτε διοικήσεις των οργανισμών προς λήψη διορθωτικών δράσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΔΕΚΑΤΟ

Συμπεράσματα, Εισηγήσεις, Περιορισμοί και Προτάσεις Μελλοντικής Έρευνας

11.0 Συμπεράσματα

Ολοκληρώνοντας τη διδακτορική διατριβή διαμέσου της μελέτης του θεωρητικού πλαισίου των Ε&Σ, της δειγματοληψίας, της χρήσης μοντέλων αποτίμησης της απόδοσης των εξαγορών και ρίσκου αποτυχίας, καταγράφηκαν τα χαρακτηριστικά των εξαγορών, τα αποτελέσματα επιτυχίας και αποτυχίας καθώς και οι αιτίες αποτυχίας. Πιο κάτω παρατίθενται τα ουσιώδη συμπεράσματα κατά ενότητα.

11.1 Εξαγορές με εμπλοκή Οικογενειακών Εταιρειών / Τοπικό vs Διεθνές Περιβάλλον

Τα αποτελέσματα των κυπριακών εταιρειών ως αγοραστές συνάδουν πλήρως με το αποτελέσματα της έρευνας των Bouzgarou and Navate (2014) στην Γαλλία σε πλήρως ταυτόσημα σημεία ως ακολούθως: (1) δημόσιες εταιρείες εμπλεκόμενες σε εξαγορές όπου τον έλεγχο ασκούσαν οικογένειες, στην παρούσα έρευνα 70 από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών έγιναν από οικογενειακές εταιρείες (2) η πλειοψηφία των εξαγορών διενεργήθηκε με τη χρήση μετρητών, γεγονός το οποίο καταγράφηκε στην έρευνα ερωτηματολογίου όπου το 50% των εξαγορών έγινε μόνο από την χρήση μετρητών και επιπλέον ποσοστό 29% έγινε με χρήση μετρητών και μετοχών (3) ποσοστό χρηματοδότησης ήταν απόρροια δανεισμού, γεγονός το οποίο καταγράφηκε από την αύξηση της αξίας των παγίων με ταυτόχρονη αύξηση του δείκτη χρέους και (4) ο υπερδανεισμός οδήγησε στην απώλεια της οικονομικής ευελιξίας, γεγονός το οποίο καταγράφηκε με την εξαγωγή των αποτελεσμάτων του δείκτη Altman Z score όπου ο δείκτης αυξήθηκε στην πορεία των πέντε ετών μετά την εξαγορά.

Τα πιο πάνω αποτελέσματα στα οποία εμπλέκονται οικογενειακές εταιρείες στις εξαγορές δεν είναι τυχαία. Έχουν ερευνηθεί από πληθώρα ερευνητών εξαγορές με εμπλοκή οικογενειακών επιχειρήσεων σε διεθνές περιβάλλον όπου διαπιστώθηκαν κοινά σημεία με την παρούσα έρευνα στην Κύπρο όπως των Lafser (2006) σε Καναδά (υψηλότερες αποδόσεις μη οικογενειακών επιχειρήσεων), των Granata and Chirito (2010) Δυτική Ευρώπη (οικογενειακές εταιρείες ως στόχοι είναι αναποτελεσματικές), των Miller et al. (2010) σε Αμερική (οι εξαγορές επηρεάζονται ως προς την επίδραση του οικογενειακού ιδιοκτησιακού καθεστώτος), των Andre et al. (2014) σε Καναδά, των Gleason et al. (2014) σε Αμερική (εξαγορές που ο ιδρυτής ήταν ο εκτελεστικός σύμβουλος (CEO) είχαν καλύτερες αποδόσεις από τις εξαγορές όταν ο εκτελεστικός σύμβουλος ήταν άτομο εκτός οικογένειας), των Aktas et al. (2016) σε 40 χώρες της Ευρώπης (οι μη οικογενειακές εταιρείες διενεργούν περισσότερες εξαγορές από τις οικογενειακές), των Feldman et al. (2018) σε Αμερική (οικογενειακή εταιρεία έχει οικονομικά πλεονεκτήματα μόνο σε εξαγορές και εκποιήσεις όταν η άλλη εταιρεία δεν είναι επίσης οικογενειακή εταιρεία) και

των Nogueira and Castro (2020) σε Βραζιλία (θεσμικοί επενδυτές αποφεύγουν την Ε&Σ όταν δεν μπορούν να συμμετέχουν αποτελεσματικά στην εταιρική διακυβέρνηση της εξαγορασθείσας εταιρείας). Όλοι οι πιο πάνω ερευνητές κατέγραψαν τα αρνητικά αποτελέσματα στην διενέργεια εξαγορών από οικογενειακές επιχειρήσεις.

Συνεπώς με βάση τα πιο πάνω δεδομένα εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα των εξαγορών σε τοπικό περιβάλλον έχουν αρκετές ομοιότητες με το διεθνές περιβάλλον.

11.2. Αιτίες Αποτυχίας των Εξαγορών

Η βασική αιτία αποτυχίας των εξαγορών ήταν η έλλειψη διενέργειας δέουσας επιμέλειας σε πολλαπλούς τομείς ταυτόχρονα, γεγονός το οποίο είχε ως αποτέλεσμα την λήψη αποφάσεων εξαγορών χωρίς να υπάρχει πλήρης εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας όπως καταγράφηκε με βάση τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών ως ακολούθως: (1) ποσοστό της τάξης του 82% διενήργησε χρηματοοικονομικό έλεγχο, (2) ποσοστό της τάξης του 76% διενήργησε νομικό έλεγχο, (3) ποσοστό της τάξης του 41% διενήργησε εσωτερικό έλεγχο, ποσοστό της τάξης του 35% διενήργησε εμπορικό έλεγχο, και (4) ποσοστό της τάξης του 29% διενήργησε διοικητικό, κουλτούρας και ηθικό έλεγχο. Οι έλεγχοι επιβαλλόταν να διενεργηθούν στο έπακρο και συνεπώς το στατιστικό ποσοστό έπρεπε να είναι στο 100% σε όλες τις κατηγορίες. Θέμα το οποίο καταγράφηκε και στην έρευνα των Granata and Chirito (2010) με υπόδειξη ότι διεξάγεται τυπικά μόνο χρηματοοικονομική δέουσα επιμέλεια με αποτέλεσμα να μην υπάρχει ορθή εικόνα για την εταιρεία στόχο.

Η τεράστια σημασία της δέουσας επιμέλειας καταγράφηκε από πληθώρα ερευνητών όπως οι Bruner (2004), Granata and Chirito (2010), Baghwan et al. (2018), Lin et al. (2018), και Wangerin (2019) οι οποίοι καταγράφουν την τεράστια σημασία σε πολύ σημαντικά σημεία όπως τον καθορισμό της τιμής, καλύτερη διαπραγματευτική θέση, αποφυγή ρίσκου, και καθορισμός μεθόδου πληρωμής. Τρανό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της εξαγοράς της Countrywide το 2012 όπου οι απώλειες και οι νομικές υποχρεώσεις της ήταν τόσο μεγάλες που απείλησαν τη βιωσιμότητα της Bank of America. Παρόλο που οι στατιστικές παγκόσμια καταδεικνύουν πιο ελκυστικές τις εξαγορές σε συγγενικούς τομείς, αυτές εμπερικλείουν τεράστιους κινδύνους αν δεν διενεργηθεί ορθολογιστική έρευνα σε βάθος από έμπειρη ομάδα τεχνοκρατών (Ferguson, 2012).

Απόρροια του πιο πάνω γεγονότος όπου δεν υπήρξε σαφής εικόνα της εξαγορασθείσας εταιρείας, μεγάλο ποσοστό εξαγορών διενεργήθηκε με τιμές εξαγοράς υπέρ-το-άρτιο στο 35% και σε δίκαιη αξία στο 53% όπου η αποτίμηση της δίκαιης αξίας

είναι υπό αίρεση την στιγμή που δεν υπήρξε σαφής εικόνα, άρα λανθασμένη βάση αποτίμησης της εξαγορασθείσας εταιρείας. Εξού και το αποτέλεσμα του υπερδανεισμού και αποτυχίας στην πλειοψηφία των εξαγορών και η εξαγορά εταιρειών οι οποίες είχαν δείκτη οικονομικής ευρωστίας Altman Z score κάτω του ορίου ασφαλείας.

11.3 Χρηματοοικονομική Αποτίμηση των Εξαγορών

Διαμέσου της χρηματοοικονομικής αποτίμησης των εξαγορών καταγράφεται ότι η πλειοψηφία των εξαγορών απότυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους. Εφαρμόστηκε το μοντέλο των μεταβλητών και τον μοντέλο Altman Z Score. Τα αποτελέσματα καταγράφονται πιο κάτω:

11.3.1 Μοντέλο Μεταβλητών (Απόδοση, Ρευστότητα, Χρέος, Κερδοφορία)

Με βάση τους τέσσερις τομείς αποτίμησης των εξαγορών, απόδοσης, ρευστότητας, χρέους και κερδοφορίας καταγράφηκε επιδείνωση των δεικτών μετά την εξαγορά εποχή ως ακολούθως: (1) στο πεδίο της απόδοσης σε δείκτες ROA και ROE η πλειοψηφία των εξαγορών κατέγραψε σε όλα τα έτη μετά την εξαγορά (Y1-Y5) αρνητικούς δείκτες τόσο σε μέσο όρο όσο και διάμεσο δείκτη, (2) στο πεδίο της ρευστότητας ο διάμεσος δείκτης CR καταγράφει ότι από το έτος εξαγοράς (Y0) ήταν κάτω του δείκτη ασφαλείας 2:1 με δείκτη 1,9:1 όπου στην πορεία κατέγραψε σημαντική επιδείνωση και στο πέμπτο έτος (Y5) καταγράφεται στατιστικός δείκτης 1,3:1-, (3) στο πεδίο της μόχλευσης/χρέους το 62% από το δείγμα των εταιρειών στον δείκτη χρέους καταγράφει στο πέμπτο έτος μετά την εξαγορά δείκτη πέραν του δείκτη ασφαλείας φέροντας υψηλό ρίσκο αποτυχίας σε αντίθεση με μόνο 38% όπου είναι στα επίπεδα του δείκτη ασφαλείας, (4) στο πεδίο της κερδοφορίας, ο διάμεσος όρος των λειτουργικών κερδών στην πεντάχρονη μετά εξαγορά εποχή παρουσίασε δραματική μείωση μεταξύ του 53%-99%, ο διάμεσος δείκτης των καθαρών κερδών/(ζημιών) ήταν και για τα πέντε έτη αρνητικός και ο διάμεσος δείκτης καταγράφει την πτωτική πορεία των διαμέσων κρατηθέντων κερδών/(ζημιών) γεγονός που καταγράφει ζημιά στο πέμπτο/Y5 έτος και μεγάλη μείωση στο τέταρτο/Y4 έτος.

Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας συνάδουν με προηγούμενες έρευνες όπου πληθώρα ερευνητών εφάρμοσε το μοντέλο των μεταβλητών προς αποτίμηση θετικής ή αρνητικής αύξησης στην αξία των μετόχων, με αποτέλεσμα οι ερευνητές να καταγράφουν πέραν των αποτελεσμάτων και τις δικές τους εισηγήσεις όπως οι ακόλουθοι πρόσφατοι ερευνητές: (1) Sultan (2014): οι ιδιοκτήτες, διευθυντές και οι χρήστες της χρηματοοικονομικής λογιστικής μπορούν να χρησιμοποιούν το μοντέλο των μεταβλητών προς εκτίμηση της κατάστασης διά την περαιτέρω βελτίωση, (2) Lemonakis et al. (2016):

πέραν των μεταβλητών χρηματοοικονομικής αποτίμησης εφαρμόσαν και μακροοικονομικές μεταβλητές όπως αξία εξαγωγών, αξία ξένων επενδύσεων και επένδυση στην έρευνα & ανάπτυξη προς εξαγωγή συμπεράσματος ανταγωνιστικότητας των εταιρειών, (3) Yanan et al. (2016): το μοντέλο των μεταβλητών για την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής απόδοσης είναι σημείο αναφοράς εταιρείες οι οποίες στο μέλλον θα στοχεύσουν σε E&Σ, (4) Jallow et al. (2017): πέραν του μοντέλου των μεταβλητών για την αποτίμηση της επιτυχίας των E&Σ εισηγούνται και την χρήση άλλων αριθμοδεικτών πέραν των ROA, ROE, NPM, και EPS, (5) Putra et al. (2018): οι επιπτώσεις των E&Σ επιβάλλεται να εκτιμώνται σε πραγματικό χρόνο πριν και μετά την εξαγορά, (6) Sujud and Hachem (2018): εισηγούνται περαιτέρω έρευνα με επέκταση της χρηματοοικονομικής αποτίμησης, και (7) Phukon et al. (2019): η επιτυχία των E&Σ εξαρτάται από την εταιρεία αγοραστή ως προς πλάνο ενσωμάτωσης το οποίο θα εφαρμοστεί στην πράξη και περαιτέρω η αποτίμηση των E&Σ πρέπει να αποτιμάται σε διαχρονική βάση.

Σημαντικό γεγονός στην παρούσα έρευνα είναι η διενέργεια αποτίμησης των εξαγορών κατά τομέα. Έτσι μέσα από τη χρηματοοικονομική αποτίμηση φάνηκε ότι δύο τομείς κατέγραψαν θετικό πρόσημο σε σχέση με την αξία των μετόχων, ο κατασκευαστικός τομέας και ο τομέας εμπορίου. Γεγονός το οποίο δίνει περαιτέρω ανάλυση στην εικόνα των εξαγορών κατά τομέα. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν εντοπιστεί έρευνες σε συγκεκριμένους τομείς από τους ακόλουθους ερευνητές: Granata and Chirito (2010): βιομηχανία Ποτών & Φαγητού, Andre et al. (2014): εξαγορές από οικογενειακές εταιρείες στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας, Gomez-Meja et al. (2018): βιομηχανικός τομέας και Nogueira and Castro (2020): μη χρηματοοικονομικές εταιρείες.

Όλοι οι πιο πάνω ερευνητές καταγράφουν την αποτίμηση των εξαγορών διαμέσου του μοντέλου των μεταβλητών. Καταγράφονται οι εισηγήσεις αποτίμησης των εξαγορών με τη χρήση και άλλων αριθμοδεικτών σε διαχρονική βάση και σε πραγματικό χρόνο. Μέσα από τις μελέτες των πιο πάνω ερευνητών δεν καταγράφεται η μελέτη του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων σε πραγματικό χρόνο. Η παρούσα μελέτη είναι επέκταση των πιο πάνω ερευνών γιατί εκτός από την χρήση του μοντέλου των μεταβλητών έχει ενσωματωθεί στο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των E&Σ και η μέθοδος αποτίμησης του ρίσκου αποτυχίας διαμέσου της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z score (υποενότητα 10.5.2).

11.3.2 Μοντέλο Altman Z Score – Εκτίμηση Οικονομικής Ευρωστίας (Έρευνα ρίσκου αποτυχίας)

Με βάση την αποτίμηση των εξαγορών στο πεδίο της οικονομικής ευρωστίας και εκτίμησης του ρίσκου αποτυχίας εφαρμόστηκε το μοντέλο Altman Z Score όπου καταγράφηκε επιδείνωση του δείκτη στη μετά εξαγορά εποχή. Συγκεκριμένα (1) ο διάμεσος δείκτης από τον δεύτερο χρόνο/Y2 μέχρι και τον πέμπτο/Y5 χρόνο κατατάσσεται στην κατηγορία φέρουν υψηλού ρίσκου αποτυχίας, (2) το ποσοστό των εξαγορασθεισών εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη στο έτος εξαγοράς (Y0) ήταν στο 47% ενώ στο πέμπτο έτος (Y5) αυξήθηκε στο 61%, και (3) είκοσι τρεις εταιρείες (23) από τις ογδόντα δύο τέθηκαν υπό καθεστώς διαχείρισης, ή διάλυσης, ή εκκαθάρισης, ή διαγραφής, ή ήταν ανενεργές για μεγάλο χρονικό διάστημα παραβαίνοντας τους κανονισμούς του Εφόρου Εταιρειών με ορίζοντα την άμεση διαγραφή. Δηλαδή ποσοστό 28% απότυχε πλήρως με συνέπεια οι μέτοχοι να απωλέσουν την επένδυση των όπου από τις είκοσι επτά εταιρείες που αποτύχαν οι δεκατέσσερις έφεραν χαμηλό δείκτη Alltman Z score, δηλαδή ποσοστό 52% και επί συνόλου ογδόντα δύο εξαγορών σε ποσοστό 17%-.

Η εφαρμογή και αξιοπιστία του μοντέλου Altman καταγράφεται από πληθώρα ερευνητών οι οποίοι καταγράφουν και τις εισηγήσεις ως αποτέλεσμα της έρευνας των: (1) Altman (2000): εφαρμογή του μοντέλου Z score από διαχειριστές και διευθυντές σε συνεχές βάση προς διασφάλιση της συνεχιζόμενης οικονομικής δραστηριότητας των οργανισμών, (2) Muthukumar and Sekar (2011): χρειάζεται η συνεχής επίβλεψη της οικονομικής ευρωστίας των οργανισμών προς εντοπισμό έγκαιρα των αποκλίσεων, (3) Anjum (2012): θέτουν το κριτικό ερώτημα ως προς το ποιες μεταβλητές είναι πιο αποτελεσματικές στην πρόβλεψη της χρεοκοπίας και της χρονικής περιόδου πριν από την αποτυχία, (4) Chouhan et al. (2014): η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου είναι ένα θέμα απεριορίστο το οποίο μπορεί να εξελιχτεί με νέα εργαλεία εκτίμησης πιστωτικού κινδύνου, (5) Meeampol et al. (2014): πέραν της αξιοπιστίας του μοντέλου Altman Z score όλοι οι ενδιαφερόμενοι (stakeholders) πρέπει να εκτιμούν το ρίσκο αποτυχίας λαμβάνοντας υπόψη και άλλες μεταβλητές όπως αριθμοδείκτες ταμειακών ροών, (6) Altman et al. (2017): πέραν της αξιοπιστίας του μοντέλου συστήνεται και σε διευθυντικά στελέχη προς διαχείριση των θυγατρικών τμημάτων. Περαιτέρω συστήνεται στους ερευνητές η εισαγωγή νέων μεταβλητών προς διεύρυνση της ανάλυσης δεδομένων, (7) Altman (2018): εισήγηση προς νέες εφαρμογές πέραν του μοντέλου Z Score, (8) Radwan and Al-Oshaibat (2018): εισηγούνται προς επενδυτές την εφαρμογή του μοντέλου προς εξαγωγή της πραγματικής εικόνας της εταιρείας και προς εντοπισμό πιθανής αποτυχίας, και (9) Range et al. (2018):

εισηγούνται προς τις διοικήσεις των οργανισμών την εκτίμηση την εφαρμογή του μοντέλου προς εκτίμηση της βιωσιμότητας των οργανισμών προς όφελος όλων των εμπλεκομένων μερών και περαιτέρω εισηγούνται και την μελέτη βιωσιμότητας με την χρήση μη οικονομικών αριθμοδεικτών προς σύγκριση των αποτελεσμάτων.

Όλοι οι πιο πάνω ερευνητές καταγράφουν την ανάγκη μελέτης του ρίσκου αποτυχίας σε συνδυασμό μοντέλου Altman Z score και άλλων μεταβλητών προς εξαγωγή διευρυμένων αναλύσεων για τη λήψη έγκαιρων αποφάσεων από τα διευθυντικά στελέχη. Στην παρούσα έρευνα αναπτύχθηκε μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ όπου διαμέσου πολλαπλών μεθόδων πέραν του μοντέλου Altman Z score μπορεί να εκτιμηθεί το ρίσκο αποτυχίας σε πραγματικό χρόνο (υποενότητα 10.5.2). Η παρούσα έρευνα είναι επέκταση των προηγούμενων ερευνών για τους ακόλουθους λόγους: (1) εφαρμόστηκε το μοντέλο Altman Z Score για την εκτίμηση οικονομικής ευρωστίας και εξερεύνησης ρίσκου αποτυχίας σε διαχρονική βάση στον τομέα των εξαγορών όπου ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε, (2) εφαρμόστηκε για πρώτη φορά η ολιστική εφαρμογή ανάλυσης του δείκτη Altman Z score όπου κατέδειξε ότι οι δείκτες που επηρεάζουν και οδηγούν το μοντέλο Altman είναι κατά προτεραιότητα ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85%, κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους με ποσοστό 70%, και μετά έρχεται ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας κατά 50%, και (3) αναπτύχθηκε ίσως για πρώτη φορά ανάλυση ευαισθησίας με βάση τον δείκτη Altman Z score σε σχέση με τους δείκτες CR και DR και κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών που ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 και 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% και 71%.

11.3.3 Η σημαντικότητα του δείκτη CR

Διαμέσου των πολλαπλών αναλύσεων εξάγεται το συμπέρασμα ότι ο πιο σημαντικός δείκτης που επηρεάζει την επιτυχία των εξαγορών, δηλαδή οδηγεί και επηρεάζει του δείκτες ROA/ROE και Z Score από καθαρά χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι ο δείκτης CR έναντι του δεύτερου σημαντικού δείκτη DR, και πιο κάτω παρατίθενται τα στατιστικά δεδομένα τα οποία εξάχθηκαν μέσα από τις αναλύσεις των εμπειρικών κεφαλαίων και καταγράφονται συνοπτικά στον πιο κάτω πίνακα:

Πίνακας 11-1: Σημαντικότητα του δείκτη CR έναντι των δεικτών DR, FA, TA, OP, NP, REA

Regression Linear/R square	Pearson Correlation	Descriptive Statistics	Altman Z Score	Altman Z Score

Predictors Control Variables	ROA/ Ποσοστό Διακύμ.	ROE/ Ποσοστό Διακύμ.	Βαθμός Συσχέτισης ROA	Συσχέτιση ROA και Μεταβλητών Ελέγχου σε Επίπεδο Διάμεσου Δείκτη	Συσχέτιση ROE και Μεταβλητών Ελέγχου σε Επίπεδο Διάμεσου Δείκτη	Βαθμός Επηρεασμ.	Pearson Correlation
CR	51,2%	46,7%	Μικρή σχέση	Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.	Η επαλήθευση στα πέντε έτη από τα έξι καταγράφει ποσοστό της τάξης του 83%.	85%	Συσχέτιση στα 3 από τα 6 έτη
DR	9,6%	21,8%	δυνατή αρνητική σχέση Y5/-,773	Η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33%.	Η επαλήθευση της συσχέτισης περιορίζεται στο 33%.	70%	Συσχέτιση στα 3 από τα 6 έτη
FA	28,2%	20,8%	εξαιρετική δυνατή σχέση/.974	N/A	N/A	N/A	N/A
TA	9,2%	5,6%	αρνητική μέτρια σχέση	N/A	N/A	N/A	N/A
OP	51,3%	48,9%	δυνατή αρνητική σχέση Y4/.712	Στα επόμενα έτη (Y1-Y5) καταγράφονται αρνητικοί δείκτες ROA σε αντίθεση με OP (λειτουργικά κέρδη) τα οποία κατέγραψαν καθοδική πορεία (μειώθηκαν).	Στα επόμενα έτη (Y1-Y5) καταγράφονται αρνητικοί δείκτες ROE σε αντίθεση με OP (λειτουργικά κέρδη) τα οποία κατέγραψαν καθοδική πορεία (μειώθηκαν).	44%	N/A
NP	78,1%	66,3%	μέτρια αρνητική σχέση Y0/-,426	Στο έτος εξαγοράς (Y0) οι πλείστες εταιρείες παρουσίασαν διάμεσο δείκτη ROA και NP/(NL) θετικό, αντιθέτως στα πέντε έτη (Y1-Y5) μετά την εξαγορά παρουσίασαν και στους δύο δείκτες αρνητικά πρόσημα	Εταιρείες που πραγματοποιούν καθαρές ζημιές οδηγούνται σε αρνητικό δείκτη ROE.	50%	Ουδεμία συσχέτιση
REA	13,5%	22,2%	Μικρή σχέση	Στο πέμπτο έτος μετά την εξαγορά κατέγραψαν RE -€181.436 και ROA -1.52%.	Αυτό το γεγονός υποδηλοί τη συνεχή συσσώρευση ζημιών που στην πορεία των πέντε ετών κατέληξε σε αρνητικό πρόσημο.	52%	N/A

Πηγή: Ανάλυση συγγραφέα

11.3.3.1 Συνοπτικό Συμπέρασμα

Από τις πιο πάνω αναλύσεις στις έξι από τις επτά εφαρμογές μεθόδων καταγράφεται η σημαντικότητα του δείκτη CR σε σχέση επηρεασμού και συσχέτισης στους δείκτες ROA/ROE και Z Score και πιο κάτω παρατίθενται τα γεγονότα.

- ο Στην εφαρμογή παλινδρόμησης (regression) ο δείκτης CR επηρεάζει τον δείκτη ROA σε ποσοστό 51,2%.
- ο Στην ανάλυση των αποτελεσμάτων των διάμεσων δεικτών (περιγραφική στατιστική) η πορεία του δείκτη CR επηρεάζει την πορεία του δείκτη ROA/ROE κατά 83%.
- ο Στην εφαρμογή παλινδρόμησης (regression) ο δείκτης CR επηρεάζει τον δείκτη ROE σε ποσοστό 46,7%.
- ο Διαμέσου της ολιστικής ανάλυσης καταγράφεται συσχέτιση τάσης μεταξύ Z Score και CR στο 85%.
- ο Στις εφαρμογές προβλεψιμότητας ο δείκτης CR καταγράφει πιο ψηλά ποσοστά σε θετική επίδραση στους δείκτες ROA/ROE και Z score.

Στην παρούσα έρευνα έγινε πολλαπλή ανάλυση συσχέτισης του δείκτη CR έναντι των δεικτών DR, FA, TA, OP, NP, και REA σε σχέση με την επιρροή στους δείκτες απόδοσης ROA & ROE και δείκτη οικονομικής ευρωστίας Z Score, όπου καταδεικνύεται ότι ο δείκτης CR είναι ο πιο σημαντικός. Παρόλο που υπάρχει συμφωνία και με προηγούμενες μελέτες αναφορικά με την σημαντικότητα του δείκτη CR, οι προηγούμενες έρευνες δεν κάλυψαν ευρείας κλίμακας δείκτες αλλά μεμονωμένα πεδία συσχέτισης όπως έχουν καταγραφεί ως ακολούθως: (1) οι Acharya and Pedersen (2005) ερεύνουν την επίδραση της ρευστότητας ως προς τον επηρεασμό της τιμής μετοχής, (2) οι Massa and Hu (2013), οι Gorbenko and Malenko (2018) και Yang et al. (2019) ερεύνουν τη ρευστότητα σε σχέση με τις πολιτικές εξαγορών, και (3) οι Erel et al. (2021) ερεύνουν τη ρευστότητα σε σχέση με τις επενδύσεις και τη μείωση κόστους χρηματοδότησης.

11.4 Διοικητική Αποτίμηση των Εξαγορών

Με βάση τις απαντήσεις των ανώτερων διευθυντικών στελεχών καταδεικνύεται ότι ποσοστό κοντά στο 50% απότυχε να προσδώσει αξία στους μετόχους. Γεγονός το οποίο επαληθεύεται και διαμέσου της ανάλυσης του μοντέλου Altman που κατέδειξε ποσοστό με ρίσκο αποτυχίας στο 5^ο έτος της τάξης του 61% και περαιτέρω με την αρνητική επιδείνωση των διάμεσων δεικτών με βάση το μοντέλο των μεταβλητών. Τα ευρήματα των απαντήσεων του ερωτηματολογίου είναι πολύ κοντά στα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και έρχονται σε αντίθεση με τα εκ διαμέτρου αντιφατικά αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών των KPMG 1999 και 2001, όπου η έρευνα του 2001 κατέδειξε αύξηση της αξίας των μετόχων στο 30% σε σύγκριση με τις απαντήσεις των στελεχών που κατέδειξαν αύξηση στο 75% και στη μελέτη του 1999 όπου κατέδειξε αύξηση της αξίας των

μετόχων στο 17% σε σύγκριση με τις απαντήσεις των στελεχών τα οποία κατέγραψαν αύξηση στο 82%.

11.5 Θεωρητικά Ζητήματα σε Σχέση με την Παρούσα Έρευνα

Διαμέσου της μελέτης της Διεθνούς Βιβλιογραφίας και Εφαρμογής Μεθοδολογιών και Μεθόδων αποτίμησης των Ε&Σ, την πολυπλοκότητα του θέματος λόγω εμπλοκής πολλαπλών κριτηρίων και μεταβλητών, και την αναζήτηση έγκυρων συμπερασμάτων, εξάγονται τα πιο κάτω σημαντικά θεωρητικά ζητήματα:

11.5.1 Πρώτο Θεωρητικό Ζήτημα: Μεθοδολογία και Μέθοδοι Αποτίμησης των Ε&Σ

Οι ακόλουθοι ερευνητές έθεσαν ζήτημα ως προς τη μεθοδολογία και τις μεθόδους που επιβάλλεται να υιοθετούνται στην αποτίμηση των Ε&Σ, με στόχο την βελτίωση της θεωρίας Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010), Rajeev and Jyoti (2011), Christofi et al. (2017), Wei and Cregg (2020), και Gomes et al. (2020), γεγονός το οποίο αποτελεί ένα πολυετές θεωρητικό πρόβλημα.

Παρούσα έρευνα: στην παρούσα έρευνα υιοθετήθηκε η χρήση διπλής μεθοδολογίας και πολλαπλών μεθόδων όπου καλύπτονται οι εισηγήσεις των πιο πάνω ερευνητών με απώτερο στόχο την αποτίμηση των Ε&Σ με αξιόπιστα αποτελέσματα τα οποία να προσδίδουν γνώση τόσο στην ακαδημαϊκή και πρακτική κοινότητα. Επιπλέον στην παρούσα έρευνα είναι σημαντικό να καταγραφεί ότι ίσως για πρώτη φορά (δεν έχει εντοπιστεί στην διεθνή βιβλιογραφία) γίνεται χρήση του μοντέλου Altman Z score σε βάθος πενταετίας για να αποτιμηθεί το επίπεδο της οικονομικής ευρωστίας των εξαγορών.

11.5.2 Δεύτερο Θεωρητικό Ζήτημα: Χρονικός Ορίζοντας Αποτίμησης των Ε&Σ

Οι πιο κάτω ερευνητές κατέδειξαν την αποτελεσματική αποτίμηση των Ε&Σ σε βάθος χρόνου και όχι περιστασιακά:

Οι Peng and Beamish (2014), Song (2014), και Gomes et al. (2020) κατέδειξαν ότι η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου και όχι περιστασιακά με την αποτίμηση της επιτυχίας ή αποτυχίας των Ε&Σ να διενεργείται με βάση μελέτη γεγονότος περιορισμένου χρόνου, γεγονός το οποίο τέθηκε από τους πιο πάνω ερευνητές υπό αμφισβήτηση.

Παρούσα έρευνα: Στην παρούσα έρευνα ο χρονικός ορίζοντας επεκτάθηκε στα 5 έτη μετά την εξαγορά για να εξαχθεί αξιόπιστο αποτέλεσμα.

11.5.3 Τρίτο Θεωρητικό Ζήτημα: Έρευνα Ρίσκου Αποτυχίας ή Χρεοκοπίας

Οι ακόλουθοι ερευνητές κατέδειξαν την έλλειψη έρευνας ως προς τα ακόλουθα: (1) τα αίτια καταστροφής της αξίας των μετόχων (Yaghoub et al., 2016), (2) αποτελεσματική διαδικασία ελέγχου (Hsu et al., 2019; Kyriazompoulos et al., 2020) και (3) δεν υπάρχει σαφής ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας (Wei and Gregg, 2020).

Με βάση τις διαχρονικές μελέτες και έρευνες των Ε&Σ η διεθνής βιβλιογραφία καταγράφει πληθώρα τέτοιων ερευνών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων, ελάχιστη έρευνα ή μελέτη έχει εντοπιστεί όπου να ερευνάται το ρίσκο αποτυχίας και αν υπήρξε πλήρης απώλεια της αξίας των μετόχων, δηλαδή η εξαγορασθείσα εταιρεία να πτωχεύσει μετά την εξαγορά με αποτέλεσμα να υπάρξει ολιστική απώλεια της επένδυσης με συνεπακόλουθο την ολική απώλεια της αξίας των μετόχων.

Παρούσα έρευνα: Μία εκ των μεθόδων αποτίμησης του ρίσκου αποτυχίας ήταν η χρήση του μοντέλου Altman Z Score στο πεδίο των εξαγορών όπου ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε, και ίσως για πρώτη φορά εφαρμόστηκε για την αποτίμηση των Ε&Σ σε βάθος χρόνου φέρνοντας στο φως σημαντικά αποτελέσματα όπως (1) ο δείκτης ρευστότητας οδηγεί κατά πρώτο λόγο τον δείκτη Z Score, (2) ο δείκτης χρέους οδηγεί κατά δεύτερο λόγο τον δείκτη Z Score, και (3) ο δείκτης κερδοφορίας δεν επηρεάζει άμεσα τον δείκτη Z Score. Σημαντικό γεγονός είναι το ποσοστό προβλεψιμότητας του δείκτη Z Score το οποίο είναι στο 82% σε θέμα πρόβλεψης αποτυχίας.

Περαιτέρω στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε έρευνα σε μακροχρόνια βάση και εντοπίστηκαν εξαγορασθείσες εταιρείες οι οποίες απέτυχαν πλήρως με συνεπακόλουθο την πλήρη απώλεια της αξίας των μετόχων. Συγκεκριμένα συλλέχτηκαν δεδομένα προς εντοπισμό εξαγορών εταιρειών οι οποίες χρεοκόπησαν υπό το καθεστώς διάλυσης ή εκκαθάρισης ή διαγραφής από το Μητρώο του Εφόρου Εταιρειών με τα στατιστικά δεδομένα να καταδεικνύουν ποσοστό 16% (13 εταιρείας αποτύχαν πλήρως από το σύνολο των 82 εξαγορών).

Όπως έχει καταγραφεί στη διεθνή βιβλιογραφία κεφάλαιο 2.12.1-, έχουν εντοπιστεί τρεις παρόμοιες μελέτες, όμως η παρούσα έρευνα αποτελεί επέκταση και υιοθετεί σε μεγάλο βαθμό τις εισηγήσεις των πιο κάτω ερευνητών ως ακολούθως: (1) οι Gao et al. (2019) για την αποτίμηση της οικονομικής ευρωστίας των Ε&Σ υιοθέτησαν τον μέσο όρο του δείκτη Altman Z Score μόνο τον πρώτο χρόνο. Στην έρευνα τους διαπιστώνουν ότι η απόδοση των Ε&Σ μπορεί να επηρεαστεί από την κακή σύνθεση δανεισμού χωρίς να διενεργήσουν έρευνα

σε βάθος χρόνου των επιπέδων δανεισμού. Στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε σε βάθος πενταετίας αποτίμησης των εξαγορών με υιοθέτηση πολλαπλών κατηγοριών και δεικτών μεταξύ αυτών και της σύνθεσης δανεισμού διαμέσου του δείκτη DR, όπου και καταγράφηκε ή αύξηση του δανεισμού πέραν του δείκτη ασφαλείας, (2) οι Bruyland and Maeseneire (2016) εφάρμοσαν τον δείκτη Altman Z Score για την αποτίμηση του ρίσκου των Ε&Σ μόνο για ένα έτος και έκαναν εισήγηση της μελέτης του δείκτη μόχλευσης (DR) πέραν του ενός έτους, γεγονός το οποίο υιοθετήθηκε στην παρούσα έρευνα όπου και καταγράφηκε ή αύξηση του δανεισμού πέραν του δείκτη ασφαλείας, και (3) οι Bessler et al. (2020) εφάρμοσαν για την αποτίμηση του ρίσκου αποτυχίας των Ε&Σ σε περιορισμένο χρονικό σημείο (event study) με παράθυρο εκτίμησης 130/+130 μέρες και καταγράφουν ότι το ρίσκο αυξήθηκε, όμως εισηγούνται ότι για να είναι πιο αξιόπιστα τα αποτελέσματα οι έρευνες πρέπει να καλύπτουν μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα, γεγονός το οποίο υιοθετήθηκε στην παρούσα έρευνα.

11.5.4 Τέταρτο Θεωρητικό Ζήτημα: Ανάπτυξη Θεωρητικού Πλαισίου Επίβλεψης Απόδοσης Εξαγορασθείσας Εταιρείας

Οι ακόλουθοι ερευνητές έθεσαν ένα πολύ σημαντικό ζήτημα, την ανάγκη ανάπτυξης πλαισίου επίβλεψης των Ε&Σ (Newmeyer et al., 2016; Martynov and Shafiti, 2016; Yaghoubi et al, 2016; Bhagwan et al., 2018; Gogia, 2018; Boloupremo and Ogege, 2019).

Παρούσα έρευνα: Με βάση τις πιο πάνω υποδείξεις των ερευνητών, στην παρούσα έρευνα έγινε χρήση συνδυασμού μεθοδολογιών χρηματοοικονομική ανάλυσης και η χρήση ερωτηματολογίου και πολλαπλών ποσοτικών ερευνητικών μεθόδων βασιζόμενη σε πέντε πυλώνες με πεδίο την αποτίμηση των εξαγορών. Εφαρμόστηκε πολλαπλή ποσοτική ανάλυση με τη χρήση του μοντέλου των μεταβλητών, η εφαρμογή του μοντέλου Altman, η ολιστική μέθοδος ανάλυσης του Μοντέλου Altman, η στατιστική συσχέτιση διαμέσου Pearson Correlation, Regression Analysis και Forecasting των βασικών δεικτών του Μοντέλου Altman και η κατάληξη σε αναφορά ευαισθησίας (sensitivity report) με στόχο να προσδίδεται μετρήσιμο αποτέλεσμα όσον αφορά την αποτυχία σε πραγματικό χρόνο, γεγονός που αποτελεί ένα ισχυρό εργαλείο τόσο για την πρακτική κοινότητα όσο και την ακαδημαϊκή προς υιοθέτηση σε μελλοντικές έρευνες. Κατά συνέπεια με βάση τις πιο πάνω υποδείξεις των ερευνητών ενσωματώθηκε η χρήση πολλαπλών μεταβλητών σε ένα Μοντέλο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων το οποίο να είναι σε λειτουργία μεσοπρόθεσμα, μακροπρόθεσμα και σε πραγματικό χρόνο, έχει υλοποιηθεί στην παρούσα έρευνα.

11.6 Ερευνητικά Κενά Συνδεδεμένα με την Παρούσα Έρευνα

Στον πιο κάτω πίνακα καταγράφονται οι διαπιστώσεις των ερευνητών σε θέματα ερευνητικών κενών με βάση την διεθνή βιβλιογραφία και η αντίστοιχη υιοθέτηση στην παρούσα έρευνα.

Πίνακας 11-2: Πλαίσιο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου Εξαγορών στο Έτος Εξαγοράς

Ερευνητές	Ερευνητικό Κενό: Διαπιστώσεις με βάση τη Διεθνή Βιβλιογραφία	Παρούσα έρευνα
Clayton (2010), Meglio and Risberg (2010), Christofi et al. (2017)	Οι ερευνητές επιβάλλεται να ερευνήσουν τις μεθοδολογίες για να βρουν απαντήσεις προς βελτίωση της θεωρίας των Ε&Σ και περαιτέρω να βελτιώσουν το τεράστιο κενό με την εισαγωγή συγκεκριμένου πλαισίου και δημιουργίας ισχυρότερης θεωρητικής βάσης και ανάπτυξης και περαιτέρω αναπροσαρμογή των μεθοδολογιών οι οποίες είναι διερευνητικής φύσης.	Εφαρμόστηκε διπλή μεθοδολογία σε συνδυασμό πολλαπλών ποσοτικών μεθόδων ανάλυσης δεδομένων με στόχο την δημιουργία αξιόπιστου πλαισίου αποτίμησης των εξαγορών, γεγονός το οποίο επιτεύχθηκε στην παρούσα έρευνα.
Peng and Beamish (2014)	Η ερευνητική μέθοδος αποτίμησης της απόδοσης επιβάλλεται να επιβλέπει την αλλαγή της αξίας των μετόχων σε βάθος χρόνου.	Η έρευνα κάλυψε περίοδο έξι ετών Y0-Y5 ώστε το αποτέλεσμα να αποτιμηθεί σε μακροχρόνια βάση.
Martynov and Shafti (2016)	Στο ερευνητικό πεδίο των Ε&Σ σε σχέση με τη μακροχρόνια απόδοση καταγράφουν ως μια θεωρία τη χρήση πολλαπλών παραγόντων σε ένα μόνο μοντέλο.	Ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων, έχουν εισαχθεί δύο μοντέλα (μοντέλο μεταβλητών και μοντέλο Altman Z score) σε συνδυασμό πολλαπλών ποσοτικών εφαρμογών αποτίμησης των εξαγορών δια να υπάρχει ξεκάθαρη διασταύρωση των πληροφοριών προς εξάλειψη του ρίσκου αλλοίωσης των αποτελεσμάτων.
Gogia (2018)	Οι ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες απέτυχαν στον σχεδιασμό πλάνου το οποίο να έχει ενσωματώσει τις ορθές μεταβλητές διά την αποτελεσματική επίβλεψη των Ε&Σ	
Wei and Gregg (2020)	Ερευνητές καταγράφουν το θεωρητικό κενό όπου δεν υπάρχει σαφής ικανοποιητική επεξήγηση στο πεδίο ενσωμάτωσης και κατ' επέκταση της απόδοσης της εξαγορασθείσας εταιρείας.	

11.6.1 Ευρήματα Συνδεδεμένα με τα Ερευνητικά Κενά

Με βάση την παρούσα έρευνα και την υιοθέτηση των υποδείξεων των πιο πάνω ερευνητών έχουν εξαχθεί τα πιο κάτω συμπεράσματα:

- Με βάση τα αποτελέσματα η παρούσα μελέτη διαμέσου ολιστικής εφαρμογής καταδεικνύει ότι οι δείκτες που επηρεάζουν και οδηγούν το μοντέλο Altman είναι κατά προτεραιότητα ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85%, κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους με ποσοστό 70%, και μετά ακολουθεί ο δείκτης καθαρής

κερδοφορίας κατά 50%. Συνεπώς, το ρίσκο αποτυχίας απορρέει από τον δείκτη ρευστότητας κατά πρώτον λόγο και από τον δείκτη χρέους κατά δεύτερο λόγο. Στην διεθνή βιβλιογραφία εντοπίστηκαν έρευνες με βάση μεμονωμένη προσέγγιση όπως των Mohamed and Kim-Soon (2012), Thai et al. (2014), και Meeampol et al. (2014) όπου εξέτασαν τον δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη CR, οι Pratar et al. (2017) όπου εξέτασαν τον δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη κεφαλαίου κίνησης, οι Madhushani and Kawssala (2018) εξέτασαν το δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη χρέους.

- ο Πέραν των πιο πάνω η παρούσα μελέτη με την εφαρμογή της ανάλυσης ευαισθησίας καταγράφει και τα κρίσιμα πεδία των δύο πιο πάνω σημαντικών δεικτών όπου αρχίζει να εκτιμάται το ρίσκο της αποτυχίας ώστε σε πραγματικό χρόνο να μπορούν να ληφθούν αποφάσεις έγκαιρα. Συγκεκριμένα η ανάλυση κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών που ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 ως 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% ως 71%. Δηλαδή εταιρείες όπου ο δείκτης ρευστότητας έπεφτε κάτω από το 1,05 σε συνδυασμό με το δείκτη χρέους να ξεπερνά το 48%, έφεραν το ρίσκο της αποτυχίας. Συνεπώς καταγράφεται το σημείο συνδυασμού των δύο δεικτών, γεγονός το οποίο ίσως να καταγράφεται για πρώτη φορά σε μελέτη.

11.6.2 Ανάλυση των αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας σε σύγκριση με αποτελέσματα προηγούμενων ερευνητών ως προς την συνεισφορά στην θεωρία και πρακτική

Στην ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφία στο υποκεφάλαιο 2.1, καταγράφηκαν προηγούμενα ευρήματα θεωρητικής συνεισφοράς σε σχέση με τη βασική θεωρία της δημιουργίας αξίας (value creation) των Ε&Σ. Ο Seth (1990) κατέγραψε συνεισφορά μεθοδολογίας που να αντιμετωπίζει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές, ο Srikanth (2005) κατέγραψε ότι η συνεισφορά προέρχεται από την εμπειρία στις Ε&Σ ως μέτρο εκτίμησης της απόδοσης, οι Devers et. al. (2013) καταγράφουν τη συνεισφορά της δημιουργίας αξίας σε σχέση με την αντίληψη και κατανόηση των CEO να διαχειρίζονται τα ίδια κεφάλαια στην δημιουργία αξίας, και οι Ibrahim and Meghouar (2019) καταγράφουν τις τρεις πηγές δημιουργίας αξίας, (1) συνέργεια πωλήσεων, (2) συνέργειες κόστους και (3) υβριδικές συνέργειες που πρέπει να προέρχονται από λογιστική ανάλυση των αποδόσεων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και όχι από ερευνητικό πεδίο των μη φυσιολογικών αποδόσεων (abnormal returns). Πέραν των πιο πάνω θεωρητικών συνεισφορών καταγράφονται στον πιο

κάτω πίνακα σημαντικά κρίσιμα πεδία του τομέα των Ε&Σ σε σχέση με τη θεωρία δημιουργίας αξίας στους μετόχους, και αντιπαραβάλλονται προηγούμενες μελέτες και σχόλια σε σχέση με την παρούσα μελέτη.

Πίνακας 11-3: Θεωρία δημιουργία αξίας: Πεδία παρούσας έρευνας vs Προηγούμενες έρευνες

Βασική Θεωρία Ε&Σ η Δημιουργία Αξίας στους Μετόχους/Value Creation σε σχέση με τα πεδία έρευνας της παρούσας έρευνας σε σύγκριση με τα ευρήματα προηγούμενων ερευνών		
Πεδίο παρούσας έρευνας	Προηγούμενες έρευνες	Σχόλια
Ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου (MXE) των Ε&Σ	<p>1.Χρήση μοντέλου μεταβλητών με βάση την εκτίμηση απόδοσης του δείκτη ROA/ROE, (Pandya and Rao,1998; Ghallacher et al., 2000; Libby et al., 2001; Gunther, 2007; Xiaorong, 2007; Khuram, 2014; Naba and Chen, 2014; Masud, 2015; Jallow et al., 2017; Sujud and Hachem, 2018; Putra et al., 2018).</p> <p>2.Αποτυχία αύξησης αξίας μετόχων με ποσοστά της τάξης πέραν του υπερβαίνουν το 50% με βάση μελέτης της διεθνούς βιβλιογραφίας (Akrofi, 2016).</p>	<p><i>Η παρούσα μελέτη είναι επέκταση των προηγούμενων ερευνών</i> με την ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου (MXE) των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων, το οποίο να είναι σε λειτουργία σε πραγματικό χρόνο, μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Μοντέλο στο οποίο έχουν εισαχθεί πολλαπλές ποσοτικές μέθοδοι ώστε το αποτέλεσμα να εκτιμάται από διαφορετικές οπτικές γωνίες. Η χρήση του μοντέλου των μεταβλητών είναι ένα μέρος εφαρμογής αποτίμησης της απόδοσης των εξαγορών. Στην βιβλιογραφική επισκόπηση έχει καταγραφεί από πληθώρα ερευνητών η αποτυχία. Συνεπώς το πιο σημαντικό σημείο είναι η ανάπτυξη μηχανισμού πρόληψης αποτυχίας όπου είναι το MXE των εξαγορών.</p>
Εξέταση Ρίσκου Αποτυχίας ή και Χρεοκοπίας Ε&Σ	<p>1. Οι Santos et al. (2012), και Wang (2017) μέσα από την έρευνα καταλήγουν στο συμπέρασμα και δηλώνουν με έμφαση ότι η στρατηγική των εξαγορών και γενικά των επεκτάσεων εμπεριέχει μεγάλα ρίσκα.</p> <p>2. Ο Wang (2017) στην έρευνα του με θέμα τη μελέτη του οικονομικού ρίσκου Ε&Σ στην Κίνα καταγράφει σημαντικά γεγονότα τα οποία χρειάζεται να ερευνηθούν σε μελλοντικές έρευνες όπως τα ακόλουθα: α) το οικονομικό ρίσκο σε πραγματικό χρόνο, β) βαρύτητα σε</p>	<p>Με βάση τις διαχρονικές μελέτες και έρευνες των Ε&Σ όπου η διεθνής βιβλιογραφία καταγράφει πληθώρα τέτοιων ερευνών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων, έχει εντοπιστεί ελάχιστη έρευνα ή μελέτη όπου να ερευνάται σε διαχρονική βάση το ρίσκο αποτυχίας και αν υπήρξε πλήρης απώλεια της αξίας των μετόχων, δηλαδή η εξαγορασθείσα εταιρεία να πτωχεύσει μετά την εξαγορά με αποτέλεσμα να υπάρξει ολιστική απώλεια της επένδυσης με συνεπακόλουθο την ολική απώλεια της αξίας των μετόχων. Η παρούσα έρευνα αποτελεί επέκταση των προηγούμενων ερευνών και</p>

	αποτελεσματικές αναλύσεις οι οποίες θα προσδώσουν δεδομένα μέτρησης μείωσης του οικονομικού ρίσκου και κατ' επέκταση κατάρρευσης της Ε&Σ.	εισηγήσεων με την εξέταση του ρίσκου αποτυχίας ή χρεοκοπίας όπου θα τίθεται σε πραγματικό χρόνο με την εφαρμογή του MXE των εξαγορών.
Η σημαντικότητα του δείκτη CR	<p>1.Οι Acharya and Pedersen (2005) κατέδειξαν τη μεγάλη σημασία του ρίσκου ρευστότητας το οποίο μπορεί να επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής.</p> <p>2.Οι Gorbenko and Malenko (2018) καταγράφουν την τεράστια σημασία των αποθεμάτων ρευστότητας σημειώνοντας ότι οι πλειοδότες δίνουν τεράστια σημασία στα υφιστάμενα ταμειακά αποθέματα και την ικανότητα να αντλούν ρευστό όταν αποφασίσουν πολιτικές εξαγορών.</p> <p>3.Οι Erel et al. (2021) κατέληξαν ότι οι εταιρείες με δυνατή ρευστότητα και καλό ισολογισμό έχουν την δυνατότητα να προχωρήσουν σε επενδύσεις και το πλεονέκτημα να αποφύγουν το κόστος χρηματοδότησης όταν είναι υψηλό.</p>	<p>Στην παρούσα έρευνα έγινε πολλαπλή ανάλυση συσχέτισης του δείκτη CR έναντι των δεικτών DR, FA, TA, OP, NP, και REA σε σχέση με την επιρροή στους δείκτες ROA/ROE όπου καταδεικνύεται ότι ο δείκτης CR είναι ο πιο σημαντικός.</p> <p>Οι προηγούμενες έρευνες δεν κάλυψαν ευρείας κλίμακας δείκτες αλλά μεμονωμένα πεδία συσχέτισης ως έχουν καταγραφεί από τους Acharya and Pedersen (2005, Gorbenko and Malenko (2018), και Erel et al. (2021).</p>

<p>Μοντέλο Altman Z Score – Εκτίμηση Οικονομικής Ευρωστίας και εξερεύνησης ρίσκου αποτυχίας</p>	<p>1.Πληθώρα ερευνητών έχουν κάνει χρήση του μοντέλου Altman Z score για την αποτίμηση της οικονομικής ευρωστίας των εταιρειών μεταξύ των οι Altman (2000), Kasilingam and Jaybal (2012), Mohamed and Kim-Soon (2012), Muminović (2013), Thai et al (2014), Awais et al. (2015), Range and Njeru (2018) και άλλοι ως έχουν δηλωθεί στον πίνακα 2:9-. Οι πιο πάνω ερευνητές ερεύνησαν μεμονωμένα ποιος δείκτης οδηγεί ή επηρεάζει τον δείκτη Z score, όπου καταγράφηκαν οι ακόλουθοι συνδυασμοί: α) κερδοφορία και μόχλευση, (β) κερδοφορία και ρευστότητα,(γ) ρευστότητα και (δ) μόχλευση.</p> <p>2.Περαιτέρω πληθώρα ερευνητών ως έχουν καταγραφεί στον πίνακα 3:9 έχουν καταγράψει την αξιοπιστία του μοντέλου Altman Z score σε σχέση με την προβλεψιμότητα αποτυχίας καταγράφοντας αξιόπιστα ποσοστά πρόβλεψης.</p>	<p>1.<i>Η παρούσα έρευνα είναι επέκταση των προηγούμενων ερευνών γιατί εφαρμόστηκε το Μοντέλο Altman Z Score για την εκτίμηση οικονομικής ευρωστίας και εξερεύνησης ρίσκου αποτυχίας σε διαχρονική βάση στον τομέα των εξαγορών όπου ελάχιστη έρευνα εντοπίστηκε.</i></p> <p>2.<i>Εφαρμόστηκε για πρώτη φορά η ολιστική εφαρμογή ανάλυσης του δείκτη Altman Z score η οποία κατέδειξε ότι οι δείκτες που επηρεάζουν και οδηγούν το μοντέλο Altman είναι κατά προτεραιότητα ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85%, κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους με ποσοστό 70%, και μετά έρχεται ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας κατά 50%.</i></p> <p>3.<i>Αναπτύχθηκε ίσως για πρώτη φορά ανάλυση ευαισθησίας με βάση τον δείκτη Altman Z score σε σχέση με τους δείκτες CR και DR και κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών όπου ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 και 1,05 και δείκτη χρέους μεταξύ 48% και 71%.</i></p>
---	---	---

Συνεπώς με βάση την πιο πάνω ανάλυση και σύγκριση των αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας σε σχέση με τις προηγούμενες έρευνες καταγράφεται πιο κάτω στην υπό ενότητα 11.7 η συμβολή της παρούσας έρευνας στην θεωρία και πρακτική.

11.7 Συμβολή στη Θεωρία και Πρακτική

Αυτή η έρευνα διαφέρει από την πληθώρα άλλων ερευνών και αποτελεί επέκταση όπως έχει τεκμηριωθεί στον πιο πάνω πίνακα 11-3 γιατί πέραν της αποτίμησης των Ε&Σ εξέτασε τα ακόλουθα σημαντικά σημεία: (1) εξερεύνησε το ρίσκο αποτυχίας των εξαγορών σε διαχρονική βάση πέντε ετών μετά την εξαγορά, (2) εξερεύνησε ποιος ή ποιοι δείκτες οδηγούν τον δείκτη Altman Z score, (3) εφαρμόστηκε η ολιστική μέθοδος αποτίμησης του δείκτη Altman Z score, (4) αναπτύχθηκε ανάλυση ευαισθησίας με οριοθέτηση των βασικών δεικτών CR και DR και (5) εξήχθησαν πολλαπλές αναλύσεις συσχετίσεων λογιστικών δεικτών διαμέσου των εφαρμογών όπως Pearson correlation, Παλινδρόμησης/Regression, Στατιστικής σημαντικότητας/Statistical significance, και προβλεψιμότητας/forecasting. Βασικός στόχος της παρούσας έρευνας όπως και κάθε επιστημονικής ή και άλλης έρευνας,

είναι να προσδώσει στην ακαδημαϊκή και πρακτική κοινωνία νέα γνώση. Αυτή η νέα γνώση καταγράφεται με την συμπερίληψη των πιο πάνω σημείων στο μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων. Το μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου είναι έναν ενιαίο στρατηγικό εργαλείο πολλαπλής ανάλυσης και πληροφόρησης από διαφορετικές οπτικές γωνίες. Συνεπώς λόγω του ότι οι Ε&Σ είναι ένα πρακτικό ζήτημα με θεωρητικές προεκτάσεις, η συμβολή στη θεωρία και πρακτική της παρούσας έρευνας καταγράφεται πιο κάτω.

11.7.1 Συμβολή στη Θεωρία

Η παρούσα έρευνα συμβάλλει στην θεωρία πρόσθετης αξίας (value creation) στο πεδίο των Ε&Σ στα πιο κάτω σημαντικά σημεία:

- **Πρώτος σημείο συνεισφοράς η ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ:** βασικός στόχος της παρούσας έρευνας αποτέλεσε η ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ (γράφημα 10:4) όπου αποτελεί το θεωρητικό πλαίσιο ελέγχου των εξαγορών προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμηδένισης της αξίας των μετόχων. Το μοντέλο αποτελεί ένα στρατηγικό εργαλείο το οποίο θα λειτουργεί ως μηχανισμός πρόληψης και συνεχούς ανατροφοδότησης προς στρατηγική λήψη αποφάσεων με στόχο την επίτευξη αύξησης της αξίας των μετόχων. Εξού και οι ακόλουθοι ερευνητές έθεσαν ένα πολύ σημαντικό ζήτημα, την ανάγκη ανάπτυξης πλαισίου επίβλεψης των Ε&Σ (Newmeyer et al., 2016; Martynov and Shafiti, 2016; Yaghoubi et al, 2016; Bhagwan et al., 2018; Gogia, 2018; Boloupremo and Ogege, 2019).
- **Δεύτερο σημείο συνεισφοράς στο πεδίο εξερεύνησης ρίσκου αποτυχίας με βάση το μοντέλο Altman Z score σε συνδυασμό με τους κρίσιμους δείκτες CR και DR:** με βάση τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτη καταδεικνύεται ότι οι δείκτες που επηρεάζουν και οδηγούν το μοντέλο Altman Z score είναι κατά προτεραιότητα ο δείκτης ρευστότητας με ποσοστό 85% και κατά δεύτερο λόγο ο δείκτης χρέους με ποσοστό 70%. Συγκεκριμένα η ανάλυση κατέδειξε ότι οι εξαγορές εταιρειών όπου ανήκαν στην κατηγορία με υψηλό ρίσκο αποτυχίας έφεραν δείκτη ρευστότητας μεταξύ 0,59 ως 1,05 και δείκτης χρέους μεταξύ 48% ως 71%. Δηλαδή εταιρείες όπου ο δείκτης ρευστότητας έπεφτε κάτω από το <1,05 σε συνδυασμό με το δείκτη χρέους να ξεπερνά το >48%, έφεραν το ρίσκο της αποτυχίας. Συνεπώς καταγράφεται το σημείο συνδυασμού μεταξύ των δύο δεικτών, γεγονός το οποίο ίσως να καταγράφεται για πρώτη φορά σε μελέτη σε διεθνές επίπεδο. Στην διεθνή βιβλιογραφία εντοπίστηκαν

έρευνες με βάση μεμονωμένη προσέγγιση όπως των Mohamed and Kim-Soon (2012), Thai et al. (2014), και Meeampol et al. (2014) όπου εξέτασαν τον δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη CR, οι Pratap et al. (2017) όπου εξέτασαν τον δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη κεφαλαίου κίνησης, οι Madhushani and Kawssala (2018) εξέτασαν το δείκτη Altman Z score σε συσχέτιση με δείκτη χρέους.

11.7.2 Συμβολή στην Πρακτική

Η παρούσα έρευνα πέραν της συνεισφοράς στην θεωρία, συμβάλλει στην πρακτική στο πεδίο των Ε&Σ στο πιο κάτω σημαντικό σημείο:

Σημείο συνεισφοράς η χρησιμότητα προς όλους τους ενδιαφερόμενους (stakeholders): Η μελέτη αυτή αναμένεται να είναι χρήσιμη για τους ενδιαφερόμενους σε μία εταιρεία η οποία είτε εξαγοράστηκε ή λειτουργεί αυτόνομα όπως διευθυντές, μέτοχοι, δανειστές, επενδυτές και άλλοι οι οποίοι ασκούν επιρροή και έχουν άμεσα ή έμμεσα συμφέρον στον οργανισμό (Matuleviciene and Stravinskiene, 2015). Αυτό το γεγονός απορρέει από την εφαρμογή στην πράξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου όπου θα παρέχει τα σήματα οικονομικής δυσχέρειας πριν από το περιστατικό. Συνεπώς οι διευθυντές θα μπορούν να δώσουν μεγαλύτερη προσοχή στη διαχείριση και τον έλεγχο της χρηματοοικονομική σταθερότητας και ρευστότητας των επιχειρήσεων τους. Θα μπορούν επίσης να εντοπίσουν σε ποια ζώνη υπάγονται με βάση το μοντέλο Altman Z score και κατά συνέπεια θα μπορούν να λαμβάνουν αποφάσεις προς βελτίωση έγκαιρα (Meeampol et al., 2014).

Η εφαρμογή στην πράξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου μπορεί να τεθεί σε τριμηνιαία βάση, ή εξαμηνιαία βάση ή χρονιαία βάση ανάλογα με την φύση των λειτουργικών δραστηριοτήτων εκάστης εταιρείας. Οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΚ υποβάλλουν εξαμηνιαία αποτελέσματα. Συνεπώς με την ανάλυση των αποτελεσμάτων δια της χρήσης του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου και των κρίσιμων τιμών στους δείκτες CR και DR θα μπορούν έγκαιρα να λαμβάνουν στρατηγικές αποφάσεις προς βελτίωση των αποτελεσμάτων όταν υπάρχουν αποκλίσεις με κίνδυνο την αποτυχία. Επί της ουσίας θα μπορούν να επιτυγχάνουν σε πραγματικό χρόνο τα ακόλουθα: (1) διαχρονική αποτίμηση των εξαγορών με βάση τον δείκτη Altman Z Score και των δεικτών ROA, ROE, CR, DR, OPA, NPA, REA στην μετά εξαγορά εποχή, (2) εντοπισμός αποκλίσεων με βάση την εφαρμογή της στατιστικής συσχέτισης vs οικονομικής συσχέτισης/ προβλεψιμότητας στους βασικούς δείκτες ROA/ROE vs CR, DR, (3) εντοπισμός συσχέτισης των μεταβλητών σε σχέση με τον δείκτη του Μοντέλου Altman Z Score, (4) αποτίμηση των κρίσιμων δεικτών

σε βαθμό ρίσκου $CR < 1,05$ και $DR > 48\%$ οι οποίοι επηρεάζουν και οδηγούν το δείκτη του μοντέλου Altman Z Score.

Γι' αυτό και αρκετοί ερευνητές κατέδειξαν ότι οι επαγγελματίες πρέπει να συνεργαστούν με ερευνητές στον πραγματικό χρόνο των Ε&Σ ώστε οι δύο κοινότητες να εμπλουτίσουν τις γνώσεις τους και σε συνδυασμό γνώσης και πρακτικής εφαρμογής να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα, όπου καταγράφονται μεγάλα ποσοστά αποτυχίας. Γεγονός το οποίο καταγράφεται και από τους ερευνητές Antoniou et al. (2008), Wang (2017), Boloupremo and Ogege (2019) και Renneboog and Vansteenkiste (2019).

11.8 Περιορισμοί της Παρούσας Έρευνας

Όπως και με άλλες έρευνες, η παρούσα έρευνα έχει επίσης ορισμένους περιορισμούς που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία των ευρημάτων της παρούσας διατριβής. Ωστόσο, οι περιορισμοί αυτοί παρέχουν τις ευκαιρίες για περαιτέρω έρευνα (Chen and Werle, 2014). Οι κύριοι περιορισμοί περιγράφονται ως πιο κάτω:

Ο πρώτος περιορισμός της παρούσας έρευνας είναι ότι περιορίζεται και επικεντρώνεται στη χρηματοοικονομική πτυχή και συγκεκριμένα στις επιπτώσεις της αξίας των μετόχων μετά τη διενεργηθείσα εξαγορά, είτε θετική είτε αρνητική. Σημαντικό σημείο αναφοράς είναι ότι οι εξαγορές διενεργήθηκαν σε ένα σταθερό και συνεχές οικονομικό αναπτυσσόμενο περιβάλλον με βάση τον δείκτη του ΑΕΠ ως έχει αποτυπωθεί στον γράφημα 8:1-.

Ο δεύτερος περιορισμός αφορά την απόσυρση και αναστολή διαπραγμάτευσης τίτλων από το ΧΑΚ ορισμένων εξαγορών της τάξης του 29% σε σύντομο χρονικό διάστημα όταν επιτεύχθηκε η εξαγορά με συνεπακόλουθο να μην καταστεί δυνατόν η συλλογή πληροφοριών προς αποτίμηση των συγκεκριμένων εξαγορών με βάση την χρηματοοικονομική ανάλυση. Όμως στον αντίποδα έχει παρθεί πληροφόρηση από την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών για την κατάσταση και των 82 εξαγορασθείσων εταιρειών, γεγονός που καταδεικνύει την αποτυχία των εξαγορών.

Ο τρίτος περιορισμός απορρέει από το γεγονός ότι η Κύπρος είναι χώρα μικρής εμβέλειας και ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στον ΧΑΚ είναι πιο μικρός σε σύγκριση με άλλες χώρες. Τέλος σημαντικός αριθμός εισηγμένων αφορά οικογενειακές επιχειρήσεις όπου στην παρούσα έρευνα 70 από τις 111 δημόσιες προτάσεις εξαγορών έγιναν από οικογενειακές εταιρείες. Συνεπώς, το πεδίο έρευνας αφορούσε αποτίμηση των εξαγορών με εμπλοκή οικογενειακών εταιρειών. Οι Νόμοι του ΧΑΚ «Οι Περί Αξιών και

Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου Νόμοι» επέτρεπαν στην διασπορά κεφαλαίου μέχρι το 25%, συνεπώς μπορούσε ο βασικός μέτοχος να κατέχει το 75% του μετοχικού κεφαλαίου.

Ο τέταρτος περιορισμός αφορά στο περιορισμένο δείγμα απαντήσεων από τα διοικητικά στελέχη στο ερωτηματολόγιο στο οποίο ανταποκρίθηκε θετικά στη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου το 38% ή 19 από τα 50 ερωτηματολόγια. Το μικρό δείγμα ήταν απόρροια του γεγονότος ότι στόχευε μόνο στην ανώτερη διεύθυνση όπως διευθύνοντες συμβούλους και οικονομικούς διευθυντές. Ωστόσο παρά το ίσως μικρό δείγμα τα αποτελέσματα των απαντήσεων ήταν κοντά στα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Ο πέμπτος περιορισμός αφορά τη μη επίτευξη εφαρμογής περαιτέρω αναλύσεων προς εντοπισμό και άλλων αιτιών αποτυχίας πέραν των δύο αιτιών οι οποίες εντοπίστηκαν μέσα από τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών στο δομημένο ερωτηματολόγιο. Αυτό το γεγονός καλύπτεται γιατί υπήρχε μείωση της απόδοσης στην πλειονότητα των περιπτώσεων και περαιτέρω η έρευνα του ρίσκου χρεοκοπίας και ανάπτυξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας, καλύπτει τον εν λόγω περιορισμό.

Στον πιο κάτω πίνακα καταγράφονται σε σύνοψη οι περιορισμοί της παρούσας έρευνας σε σχέση: (1) αιτιολόγηση του μη επηρεασμού των αποτελεσμάτων, και (2) η συσχέτιση με σημαντικά ζητήματα.

Πίνακας 11-4: Περιορισμοί παρούσας έρευνας σε σχέση με επηρεασμό αποτελεσμάτων και σημαντικών ζητημάτων.

Περιορισμοί Παρούσας Έρευνας	Επηρεασμός Αποτελεσμάτων	Σημαντικά Ζητήματα
Ο πρώτος περιορισμός: περιορίζεται και επικεντρώνεται στη χρηματοοικονομική πτυχή και συγκεκριμένα στις επιπτώσεις της αξίας των μετόχων μετά τη διενεργηθείσα εξαγορά, είτε θετική είτε αρνητική. μελέτη χρηματοοικονομικής πτυχής	Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν επηρεάζονται ως προς την αληθινή και δίκαιη εικόνα της χρηματοοικονομικής πτυχής γιατί δεν βασίζονται σε προσωπικές και υποκειμενικές εκτιμήσεις των ΔΣ. Περαιτέρω οι εξαγορές διενεργήθηκαν σε ένα σταθερό και συνεχές οικονομικό αναπτυσσόμενο περιβάλλον με βάση τον δείκτη του ΑΕΠ.	Να διενεργηθούν μελλοντικές έρευνες χρηματοοικονομικής ανάλυσης Ε&Σ εισάγοντας και ποιοτικές μεταβλητές πέραν των χρηματοοικονομικών ποσοτικών μεταβλητών (Polemias and Gounopoulos, 2012; Bryan et al., 2013).

<p>Ο δεύτερος περιορισμός απόσυρση και αναστολή διαπραγμάτευσης τίτλων από το ΧΑΚ ορισμένων εξαγορών της τάξης του 29% σε σύντομο χρονικό διάστημα.</p>		<p>Να διενεργηθεί και σε διεθνές επίπεδο αν οι Ε&Σ οδηγούνται σε αναστολή τίτλων από τα χρηματιστήρια ώστε να διερευνηθούν οι λόγοι που οδηγούν σε τέτοιες αποφάσεις.</p>
<p>Ο τρίτος περιορισμός η Κύπρος είναι χώρα μικρής εμβέλειας και ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στον ΧΑΚ είναι πιο μικρός σε σύγκριση με άλλες χώρες και σημαντικός αριθμός εισηγμένων αφορά οικογενειακές επιχειρήσεις.</p>	<p>Παρόλο που μειώνεται το εξεταστικό δείγμα, τα αποτελέσματα της έρευνας δεν επηρεάζονται γιατί η εφαρμογή πολλαπλών μεθόδων ανάλυσης σε πεδία ρευστότητας, χρέους, και κερδοφορίας κατέδειξε ομοιογένεια στο αποτέλεσμα. Πέραν αυτού η επιλογή ολιστικού δείγματος περιορίζει τον επηρεασμό σε λανθασμένο αποτέλεσμα.</p>	<p>Παρόλο που η έρευνα διενεργήθηκε στην Κύπρο ως μία μικρής εμβέλειας χώρα, το αποτέλεσμα συνάδει και σε έρευνες μεγάλων χωρών όπως (1) η έρευνα των Bouzgarou and Navate (2014) στην Γαλλία, (2) των Lafser (2006) σε Καναδά, (3) Granata and Chirito (2010) Δυτική Ευρώπη, (4) Miller et al. (2010) σε Αμερική, (5) των Andre et al. (2014) σε Καναδά, (6) των Gleason et al. (2014) σε Αμερική, (7) των Aktas et al. (2016) σε 40 χώρες της Ευρώπης (8) των Feldman et al. (2018) σε Αμερική, και (9) των Nogueira and Castro (2020) σε Βραζιλία.</p>
<p>Ο τέταρτος περιορισμός αφορά στο περιορισμένο δείγμα απαντήσεων από τα διοικητικά στελέχη στο ερωτηματολόγιο στο οποίο ανταποκρίθηκε θετικά στη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου το 38%.</p>		<p>Παρά το ίσως μικρό δείγμα τα αποτελέσματα των απαντήσεων ήταν κοντά στα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.</p>
<p>Ο πέμπτος περιορισμός αφορά τη μη επίτευξη εφαρμογής περαιτέρω αναλύσεων προς εντοπισμό και άλλων αιτιών αποτυχίας πέραν των δύο αιτιών οι οποίες εντοπίστηκαν μέσα από τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών.</p>		<p>Αυτό το γεγονός καλύπτεται γιατί υπήρχε μείωση της απόδοσης στην πλειονότητα των περιπτώσεων και περαιτέρω η έρευνα του ρίσκου χρεοκοπίας και η ανάπτυξη του μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας, καλύπτει αυτόν τον περιορισμό.</p>

11.9 Γενίκευση Αποτελεσμάτων Παρούσας Έρευνας σε Τοπικό Επίπεδο και Διεθνές Επίπεδο

Όπως έχει αναλυθεί στο κεφάλαιο 3 η γενίκευση των αποτελεσμάτων οποιασδήποτε έρευνας περνά διαμέσου του τετράπτυχου: αξιοπιστία, ισχύς, γενικοποίηση και αντικειμενικότητα γεγονός το οποίο επιτεύχθηκε διαμέσου της εφαρμογής πολλαπλής ποσοτικής ερευνητικής μεθόδου. Στον πιο κάτω πίνακα παρατίθεται η προδιαγραφή εκάστης πτυχής και η αντίστοιχη εφαρμογή στην παρούσα έρευνα.

Πίνακας 11-5: Αξιοπιστία, Ισχύς, Γενικοποίηση και Αντικειμενικότητα Παρούσας Έρευνας

Θεωρητικό Πλαίσιο	Πρακτική Εφαρμογή
Αξιοπιστία	
Μια μέτρηση επαναλαμβανόμενη παραμένει στο ίδιο αποτέλεσμα	Επαναλαμβανόμενη μέτρηση απόδοσης ROA, ROE, Altman Z Score και βασικών μεταβλητών ελέγχου CR και DR όπου το

	αποτέλεσμα είναι ομοιογενές με αρνητικό ορίζοντα
Διαχρονική σταθερότητα της μέτρησης	Σταθερή μέτρηση απόδοσης στα έτη Y0-Y5
Ομοιότητα στις μετρήσεις εντός της ίδιας χρονικής περιόδου	Τα αποτελέσματα παρουσίασαν ομοιογένεια στη χρονική περίοδο Y0-Y5 όπως καταγράφεται πιο κάτω
Περνά μέσα από διασταυρωμένο έλεγχο πληροφοριών	Τα αποτελέσματα παρουσίασαν ομοιογένεια μέσα από διασταυρωμένο έλεγχο ποσοτικών εφαρμογών όπως το μοντέλο μεταβλητών (αρνητική απόδοση ROA, ROE και δείκτες κάτω του ορίου ασφαλείας CR και DR), Pearson Correlation (μηδενική συσχέτιση απόδοσης NPA vs Altman Z Score) και Altman Z Score όπου η πλειονότητα των εξαγορών στο Y5 έφερε ρίσκο αποτυχίας της τάξης του 61%
Ισχύς	
Το πείραμα πρέπει να διεξάγεται στην παρούσα ιστορική φάση ώστε να μην είναι αναχρονιστικό.	Η παρούσα έρευνα διεξάγεται στο πολύ πρόσφατο παρελθόν μεταξύ των ετών 1999 – 2020.
Η επιλογή των συμμετεχόντων πρέπει να βασίζεται σε επιστημονική βάση όπως το τυχαίο δείγμα ώστε να μην παραβιάζεται η ισχύς του πειράματος.	Η επιλογή της παρούσας έρευνας βασίζεται σε ολιστικό δείγμα συνεπώς δεν παραβιάζεται η ισχύς, αντιθέτως ενισχύεται στο μέγιστο βαθμό.
Η επιτυχία ενός αξιόπιστου αποτελέσματος περνά διαμέσου δύο διασταυρωμένων εφαρμογών οι οποίες συνδέονται με το μοντέλο των μεταβλητών.	Γεγονός το οποίο υιοθετείται και στην παρούσα έρευνα σε μεγαλύτερη έκταση με τετραπλή εφαρμογή ποσοτικής ανάλυσης (μοντέλο μεταβλητών, εφαρμογή Pearson Correlation, Altman Z Score και Ανάλυση Ευαισθησίας)
Γενίκευση	
Η γενίκευση των αποτελεσμάτων μιας έρευνας είναι συνδεδεμένη με την εξωτερική ισχύ της έρευνας όπου το αποτέλεσμα είναι εφαρμόσιμο εξίσου με άλλες ερευνητικές ρυθμίσεις όπως και σε άλλους οργανισμούς.	Στην παρούσα έρευνα το αποτέλεσμα είναι συνδεδεμένο με την ισχύ και αξιοπιστία και μπορεί να γενικευθεί ως ακολούθως: (1) η πλειονότητα των εξαγορών απότυχε γεγονός το οποίο καταγράφεται και στη διεθνή βιβλιογραφία, (2) η πλειονότητα των εξαγορών διενεργήθηκε στους συγγενικούς τομείς ως καταγράφεται και στη διεθνή βιβλιογραφία, (3) το αποτέλεσμα μπορεί να γενικευθεί σε μικρές αγορές, (4) το αποτέλεσμα μπορεί να γενικευθεί και σε μεγάλες αγορές όπου εμπλέκονται οικογενειακές επιχειρήσεις, (5) καταγράφεται η αξιοπιστία του Μοντέλου Altman Z Score γεγονός το οποίο συνάδει με τη διεθνή βιβλιογραφία, (6) καταγράφεται ότι οι δείκτες που

	<p>επηρεάζουν και οδηγούν τον δείκτη Altman Z score είναι οι δείκτες CR και DR οι οποίοι αυξάνουν το ρίσκο χρεοκοπίας, (7) η αξιοπιστία του Μοντέλου Altman Z score διαπιστώνεται και με την εξέταση της κατάστασης των εξαγορασθείσων εταιρειών με πηγή πληροφόρησης την ιστοσελίδα του Εφόρου Εταιρειών όπου από τις είκοσι επτά εταιρείες που αποτύχαν οι δεκατέσσερις έφεραν χαμηλό δείκτη Altman Z score, δηλαδή ποσοστό 52% και επί συνόλου ογδόντα δύο εξαγορών σε ποσοστό 17%-, (8) η εφαρμογή του χρηματοοικονομικού μοντέλου σε διεθνής εξαγορές που αποτύχαν συνάδει πλήρως με τα ευρήματα της παρούσας έρευνας ως προς το ρίσκο αποτυχίας με βάση τον δείκτη Altman Z Score και κατ' επέκταση τους δείκτες CR και DR όπου κατέγραφαν τιμές ρίσκου.</p> <p>Συνεπώς η χρήση ποσοτικών εφαρμογών για την αποτίμηση των εξαγορών για πρώτη φορά όπως η ολιστική εφαρμογή, η χρήση του Μοντέλου Altman Z Score σε διαχρονική βάση για την αποτίμηση του ρίσκου εξαγορών και η ανάπτυξη ανάλυσης ευαισθησίας μπορούν να εφαρμοστούν και σε διεθνής οργανισμούς.</p>
Αντικειμενικότητα	
<p>Η αντικειμενικότητα της έρευνας είναι συνδεδεμένη με την ισχύ και αξιοπιστία της έρευνας. Η συλλογή των δεδομένων τα οποία θα επεξεργαστούν επιβάλλεται να είναι πλήρως ορθά χωρίς οποιαδήποτε υποκειμενική επεξεργασία και αλλοίωση του αποτελέσματος, γεγονός το οποίο θεωρείται ανήθικο και μη αποδεκτό.</p>	<p>Στην παρούσα έρευνα διασφαλίζεται η πλήρης αντικειμενικότητα στη συλλογή των πληροφοριών τα οποία επεξεργάστηκαν για την εξαγωγή αποτελεσμάτων και αναφορών. Συγκεκριμένα, εξήχθησαν μέσα από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις και άλλες αξιόπιστες πηγές, όπου η εξαγωγή αποτελεσμάτων επιτεύχθηκε διαμέσου λογιστικών δεικτών οι οποίοι δεν επιδέχονται αλλοίωση γιατί αποτελούν συγκεκριμένες φόρμουλες της Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής Επιστήμης όπως οι δείκτες ROA, ROE, CR, DR, OPA, NPA, REA και Altman Z Score.</p>

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

11.9.1 Γενίκευση Αποτελεσμάτων Παρούσας Έρευνας σε Τοπικό Επίπεδο

Με βάση την πιο πάνω τεκμηρίωση στον πίνακα 11-5, το αποτέλεσμα της παρούσας έρευνας μπορεί να γενικοποιηθεί σε τοπικό επίπεδο και περαιτέρω ο συνδυασμός των

ποσοτικών εφαρμογών που υλοποιήθηκαν για πρώτη φορά να υιοθετηθούν και σε επόμενες έρευνες με στόχο να υπάρξουν συγκρίσεις στον τομέα των εξαγορών.

11.9.2 Γενίκευση Αποτελεσμάτων Παρούσας Έρευνας σε Διεθνές Επίπεδο

Παρόλο που η Κύπρος είναι μία μικρή αγορά με περιορισμένο αριθμό εξαγορών, τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας συνάδουν με τα αποτελέσματα άλλων ερευνών σε πολύ μεγαλύτερες αγορές στο πεδίο των οικογενειακών εταιρειών όπου εμπλέκονταν σε Ε&Σ ως έχει καταγραφή στην πιο πάνω υποπαράγραφο 11.1-. Συνεπώς με βάση τα πιο πάνω δεδομένα εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα των εξαγορών σε τοπικό περιβάλλον έχουν αρκετές ομοιότητες με το διεθνές περιβάλλον, άρα η συμπεριφορά των διοικητικών συμβουλίων στις οικογενειακές επιχειρήσεις όταν αποφασίζουν Ε&Σ έχει μεγάλες ομοιότητες ανεξαρτήτως αγοράς/χώρας αν είναι μικρή ή μεγάλη. Εξού και η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτίμησης των εξαγορών όπου η εφαρμογή του δεν συνδέεται αν η Ε&Σ αφορά μικρή ή μεγάλη οικονομία, γι' αυτό και η εφαρμογή του αφορά την κάθε Ε&Σ ανεξαρτήτως μεγέθους.

11.10 Εισηγήσεις προς Μελλοντική Έρευνα

Οι Ε&Σ λόγω της πολυπλοκότητας δεν είναι εύκολο να οριοθετηθούν, εξού και η πληθώρα ερευνών στον τομέα των Ε&Σ. όμως από την άλλη πλευρά τα συμπεράσματα και οι περιορισμοί σε κάθε έρευνα μπορούν να μετατραπούν και σε πεδία μελλοντικής έρευνας. Συνεπώς, πιο κάτω παρατίθενται οι εισηγήσεις προς μελλοντικές έρευνες.

11.10.1 Διεθνές Επίπεδο

Πρώτη Εισήγηση: Να διενεργηθούν έρευνες εξαγορών σε διεθνές επίπεδο εφαρμόζοντας ως πλαίσιο τις μεθοδολογίες και μεθόδους της παρούσας έρευνας ως έχει αποτυπωθεί στο γράφημα 3:7 στο Κεφάλαιο 3. Περαιτέρω να διενεργηθεί ανάλυση των Ε&Σ διά της εφαρμογής του Μοντέλου Altman με στόχο να καταδειχθεί σε ολιστική βάση ποιοι δείκτες οδηγούν τον δείκτη Altman Z Score και περαιτέρω να καταγραφούν τα ρίσκα αποτυχίας των Ε&Σ. Να εφαρμοστεί στην πράξη το μοντέλο χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας σε πραγματικό χρόνο.

Δεύτερη εισήγηση: Να διενεργηθούν μελλοντικές έρευνες χρηματοοικονομικής ανάλυσης Ε&Σ εισάγοντας και ποιοτικές μεταβλητές πέραν των χρηματοοικονομικών ποσοτικών μεταβλητών (Polemis and Gounopoulos, 2012; Bryan et al., 2013).

Τρίτη Εισήγηση: Να διενεργηθεί και σε διεθνές επίπεδο αν οι Ε&Σ οδηγούνται σε αναστολή τίτλων από τα χρηματιστήρια ώστε να διερευνηθούν οι λόγοι που οδηγούν σε τέτοιες αποφάσεις.

Τέταρτη Εισήγηση: Να διενεργηθούν έρευνες Ε&Σ σε εκτίμηση απόδοσης σε μακροχρόνιο ορίζοντα μεταξύ περιόδου 5 ως 10 ετών.

Πέμπτη Εισήγηση: Επιστήμονες και επαγγελματίες μπορούν να εκτιμούν το ρίσκο της αποτυχίας σε πραγματικό χρόνο και όχι εκ των υστέρων. Γι' αυτό τα ευρήματα της παρούσας έρευνας μπορούν να αποτελέσουν αφετηρία και σε μελλοντικές έρευνες ώστε με την εφαρμογή των μεθόδων που αναφέρθηκαν στην παρούσα έρευνα να μειωθεί το ποσοστό της αποτυχίας των εξαγορών το οποίο παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Εν κατακλείδι η παρούσα έρευνα καλύπτει το κενό στην εφαρμογή των μεθόδων ανίχνευσης της πιθανής αποτυχίας πριν από την κατάρρευση των εξαγορών σε πραγματικό χρόνο.

11.10.2 Τοπικό Επίπεδο

Έκτη Εισήγηση: Να διενεργηθεί έρευνα αν οι διευθυντές οι οποίοι εμπλέκονταν στις Ε&Σ ενεργούσαν προς όφελος των ιδίων και εναντίον των εταιρειών τους (Principal and Agent Theory).

Έβδομη Εισήγηση: Να διερευνηθούν οι εταιρείες οι οποίες ενεργούσαν ως αγοραστές ως προς τις επιπτώσεις σε βάθος πενταετίας στο πεδίο της ρευστότητας εφόσον σύμφωνα με τις απαντήσεις των διευθυντικών στελεχών η πλειονότητα των εξαγορών διενεργήθηκε στην πλειονότητα με τη χρήση των μετρητών. Παρόμοια έρευνα διενεργήθηκε από τους Alexandrou et al. (2013) στην εξέταση των επιπτώσεων των εταιρειών αγοραστών αλλά σε κοντινό ορίζοντα με βάση εκτίμησης τα ανώμαλα κέρδη (abnormal gains).

11.11 Επίτευξη Σκοπού και Στόχων Παρούσας Έρευνας

Ο σκοπός και οι στόχοι οι οποίοι τέθηκαν ως αναπόσπαστο μέρος της παρούσας έρευνας επιτεύχθηκαν στο ακέραιο όπως καταγράφονται συνοπτικά παρακάτω:

Πίνακας 11-6: Επίτευξη Σκοπού και Στόχων Παρούσας Έρευνας

Σκοπός	
Σκοπός της παρούσας, έρευνας είναι να ερευνηθεί αν οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Κύπρο την περίοδο 1999 – 2015 (επέκταση ανάλυσης δεδομένων μέχρι 2020) διαμέσου της δημόσιας πρότασης εξαγοράς αύξησαν ή μείωσαν την αξία των μετόχων. Να ρίξει φως στον τομέα «δεδομένα και γνώση» των εξαγορών στην Κύπρο όπου το ένα συμβαλλόμενο μέρος στον ουσιώδη χρόνο της εξαγοράς ήταν δημόσια εταιρεία. Αποτέλεσμα το οποίο θα καταδείξει τα αίτια της αποτυχίας των εξαγορών και θα οδηγήσει στην ανάπτυξη μοντέλου χρηματοοικονομικού ελέγχου των Ε&Σ	<p>1.Ο σκοπός επιτεύχθηκε διά της επιτυχούς έρευνας των εξαγορών, εξήχθησαν στατιστικά δεδομένα τα οποία κατέδειξαν μείωσης της αξίας των μετόχων και αναπτύχθηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο μείωσης ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους απώλειας της αξίας των μετόχων.</p> <p>2.Η αποτυχία των εξαγορών πηγάζει από δύο βασικούς λόγους: (1) δεν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος, και (2) κατά συνέπεια ελλείπει εικόνας οικονομικής θέσης των εξαγορασθεισών εταιρειών, εξαγοράστηκαν εταιρείες οι οποίες έφεραν υψηλό ρίσκο αποτυχίας γεγονός το οποίο</p>

προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνημόνευσης της αξίας των μετόχων.	επιβεβαιώθηκε με τον δείκτη ρευστότητας (κεφάλαιο 4), όπου σε τελικό συμπέρασμα από την έρευνα καταδεικνύεται ως ο πιο σημαντικός δείκτης (κεφάλαιο 11).
Στόχοι	
1(α). Να καταδείξει τα ποσοστά εξαγορών ανά τομέα, συγγενικό ή μη συγγενικό.	Διενεργήθηκαν προτάσεις εξαγορών σε συγγενικό τομέα 77% και σε μη-συγγενικό τομέα κατά 23% (κεφάλαιο 8)
1(β). Να καταδείξει τα ποσοστά επιτυχίας και αποτυχίας των εξαγορών ως προς την αύξηση ή μείωση της αξίας των μετόχων διά της χρήσης πολλαπλών ποσοτικών αριθμοδεικτών.	1. Το ποσοστό αποτυχίας υπερβαίνει το 50% λόγω του ότι οι διάμεσοι δείκτες (ROA, ROE είναι αρνητικοί από Y1-Y5 σε συγγενικό τομέα και αρνητικοί από Y0-Y5 σε μη συγγενικό τομέα (κεφάλαιο 5). 2. Οι δείκτες CR, DR, REA, Z Score καταγράφουν αρνητική πορεία και συγκλίνουν όλοι σε αρνητικό πρόσημο στο Y5 (κεφάλαια, 4,6).
1(γ). Να προσδιορίσει το χρονικό σημείο επιτυχίας ή αποτυχίας των εξαγορών.	Οι πλείστες εξαγορές απέτυχαν από τον πρώτο χρόνο εξαγοράς (Y1) ως καταγράφεται πιο κάτω (κεφάλαιο 4, 5, 6): 1.ROA: διάμεσος δείκτης αρνητικός Y1-Y5 2.ROE: διάμεσος δείκτης αρνητικός Y1-Y5 3.NP: διάμεσος δείκτης αρνητικός Y1-Y5 4.CR: διάμεσος δείκτης κάτω από το όριο ασφαλείας 2:1 σε όλα τα έτη Y0-Y5 5.DR: διάμεσος δείκτης πάνω από το όριο ασφαλείας το 40% στα έτη Y4,Y5 6. REA: διάμεσος δείκτης πολύ χαμηλός Y4 και αρνητικός Y5 7.Altman Z Score: διάμεσος δείκτης κάτω του ορίου ασφαλείας στα έτη Y2-Y5 8. Με βάση το Μοντέλο Altman Z Score (κεφάλαιο 5) η αποτυχία των εξαγορών καταγράφεται σε ποσοστό της τάξης του 61% (3% πιθανή, 6% υψηλή και 52% πολύ υψηλή)
2. Να αναλύσει τους λόγους διενέργειας των εξαγορών στην Κύπρο και αν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος πριν από την εξαγορά.	1.Ποσοστό της τάξης του 30% ανέμενε την επιτυχία σύμφωνα με τις οικονομίες κλίμακας και συνεργειών (Κεφάλαιο 9) 2.Ποσοστό της τάξης του 22% ανέμενε την επιτυχία σύμφωνα με τις προοπτικές ανάπτυξης (Κεφάλαιο 9) 3.Δεν διενεργήθηκε επιμελής πολλαπλός έλεγχος (Κεφάλαιο 9)
4. Να Αναπτυχθεί Μοντέλο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνημόνευσης της αξίας των	Αναπτύχθηκε Μοντέλο Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνημόνευσης της αξίας των

μετόχων το οποίο θα οδηγεί σε ασφάλεια ή θα μειώσει το ρίσκο αποτυχίας των εξαγορών.	μετόχων ως καταγράφεται στο κεφάλαιο 10.
5.Να διενεργηθούν εισηγήσεις για μελλοντικές στρατηγικές εξαγορών.	Διαμέσου της συστηματικής βιβλιογραφικής επισκόπησης έγιναν εισηγήσεις προς μελλοντική έρευνα όπως καταγράφονται στο παρόν κεφάλαιο 11.

Πηγή: Έρευνα και ανάλυση συγγραφέα

11.12 Πρωτοτυπία της παρούσας έρευνας

Οι Gill and Dolan (2015) έχουν καταγράψει τα πιο κάτω κριτήρια πρωτοτυπίας στην έρευνα, γεγονός όπου γίνεται αντιπαράθεση με την παρούσα έρευνα στον πιο κάτω πίνακα:

Κριτήρια πρωτοτυπίας στην έρευνα	Πρωτοτυπία στην παρούσα έρευνα
Παρουσιάζοντας μια σημαντική νέα πληροφορία γραπτώς για πρώτη φορά.	Η εξέταση του ρίσκου αποτυχίας των εξαγορών διά της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z score σε βάθος πέντε ετών μετά την εξαγορά και η καταγραφή των ποσοστών επηρεασμού των δύο βασικών δεικτών CR στο 85% και DR στο 70%, που επηρεάζουν τον δείκτη Altman Z score.
Δείχνοντας πρωτοτυπία στη δοκιμή της ιδέας/θεωρίας κάποιου άλλου.	Η εξέταση του ρίσκου αποτυχίας των εξαγορών διά της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z score σε βάθος πέντε ετών μετά την εξαγορά για πρώτη φορά.
Εκτέλεση εμπειρικής εργασίας που δεν έχει ξαναγίνει.	Η εξέταση του ρίσκου αποτυχίας διά της εφαρμογής του μοντέλου Altman Z score σε βάθος πέντε ετών μετά την εξαγορά και έρευνα στο ποιοι δείκτες επηρεάζουν τον δείκτη Altman Z score οι οποίοι είναι ο δείκτης ρευστότητας CR κατά πρώτον λόγο, και ο δείκτης DR κατά δεύτερον λόγο.
Κάνοντας μια σύνθεση πραγμάτων που δεν έχουν δημιουργηθεί πριν.	Η σύνθεση αποτελεί την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτίμησης των εξαγορών και κατ' επέκταση η εφαρμογή του σε οποιασδήποτε εταιρεία σε πραγματικό χρόνο.
Δοκιμάζοντας κάτι σε αυτή τη χώρα που έχει γίνει στο παρελθόν μόνο αλλού.	Η πρώτη έρευνα Ε&Σ στην Κύπρο σε αυτή την έκταση και εξαγωγή ξεκάθαρων και τεκμηριωμένων αποτελεσμάτων.
Φέρνοντας νέα στοιχεία για ένα παλιό ζήτημα.	Αποτυχία Ε&Σ 1.Η καταγραφή του βαθμού επηρεασμού των δεικτών CR στο 85% και DR στο 70% στην εφαρμογή του μοντέλου Altman Z score. 2.Η καταγραφή των εταιρειών που έφεραν ρίσκο αποτυχίας και πτώχευσαν ή

	διαγράφηκαν ή εκκαθαρίστηκαν όπου ο δείκτης ρευστότητας CR ήταν κάτω από 1,05 και ο δείκτης χρέους DR ήταν μεγαλύτερος του 48%-.
Προσθέτοντας στη γνώση με τρόπο που δεν έχει ξαναγίνει.	Νέα γνώση 1. Η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτίμησης των εξαγορών και κατ' επέκταση σε οποιασδήποτε εταιρεία σε πραγματικό χρόνο. 2. Η καταγραφή του βαθμού επηρεασμού των δεικτών CR στο 85% και DR στο 70% στην εφαρμογή του μοντέλου Altman Z score. 3. Η καταγραφή των κρίσιμων δεικτών CR και DR των εταιρειών που έφεραν ρίσκο αποτυχίας και πτώχευσαν ή διαγράφηκαν ή εκκαθαρίστηκαν όπου ο δείκτης ρευστότητας CR ήταν κάτω από το 1,05 και ο δείκτης χρέους DR ήταν μεγαλύτερος του 48%-.

11.13 Επίλογος

Ο Li (2015) καταγράφει ότι οι ερευνητικές διατριβές στον τομέα των Ε&Σ μπορούν να βοηθήσουν και να υποστηρίξουν τις επιχειρήσεις και περαιτέρω να συμβάλουν στη βιβλιογραφία σχετικά με τις μελέτες συγχώνευσης και εξαγοράς με απώτερο σκοπό να αναπτυχθεί νέα κατανόηση σχετικά με τη στρατηγική εξαγοράς σε σχέση με την απόδοση της επιχείρησης.

Έτσι και η παρούσα διατριβή συμβάλλει στην κατανόηση των Ε&Σ, καταγράφει τα ρίσκα ως προς την αξία των μετόχων, καταγράφει το ρίσκο αποτυχίας αύξησης της αξίας των μετόχων, καταγράφει τις ιδιαιτερότητες των εξαγορών και συμβάλλει στην ακαδημαϊκή και πρακτική κοινότητα με την ανάπτυξη Μοντέλου Χρηματοοικονομικού Ελέγχου των Ε&Σ προς μείωση του ρίσκου αποτυχίας και απώλειας της αξίας των μετόχων ή χρεοκοπίας και πλήρους εκμνηδένισης της αξίας των μετόχων το οποίο διαμέσου της υιοθέτησης διπλής μεθοδολογίας και συνδυασμού πολλαπλών ποσοτικών μεθόδων για πρώτη φορά που θα αποτιμάται το ρίσκο των εξαγορών σε πραγματικό χρόνο καλύπτοντας έτσι ένα μεγάλο ερευνητικό κενό στην αποτίμηση των εξαγορών όσον αφορά την εφαρμογή στο πεδίο μεθοδολογίας και μεθόδους αποτίμησης σε πραγματικό χρόνο.

Βιβλιογραφία & Αναφορές

- Abdulwahab, B.A. and Ganguli, S., 2017. The impact of mergers and acquisitions on financial performance of banks in the Kingdom of Bahrain during 2004-15. *Information Management and Business Review*, 9(4), pp.34-45.
- Ambrose, B.W., Fuerst, F., Mansley, N. and Wang, Z., 2019. Size effects and economies of scale in European real estate companies. *Global Finance Journal*, 42, p.100470.
- Acharya, V.V. and Pedersen, L.H., 2005. Asset pricing with liquidity risk. *Journal of financial Economics*, 77(2), pp.375-410.
- Ackert, L.F. and Athanassakos, G., 2003. A simultaneous equations analysis of analysts' forecast bias, analyst following, and institutional ownership. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7-8), pp.1017-1042.
- Adams, P., Fontana, R. and Malerba, F., 2019. Linking vertically related industries: entry by employee spinouts across industry boundaries. *Industrial and Corporate Change*, 28(3), pp.529-550.
- Agarwal, A. and Patni, I., 2019. Applicability of Altman Z-score in bankruptcy prediction of BSE PSUs. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 8(2), p.93.
- Aggarwal, R.K. and Samwick, A.A., 1999. Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence. *The journal of finance*, 54(6), pp.1999-2043.
- Aiyabei J., 2002. Financial Distress: Theory, Measurement and consequence, *The Eastern Africa Journal of Humanities and Sciences*, 1(1).
- Ajay, B., Joseph, L., and Edouard, L., 2012. The case study: Cegedim's signals to clients and staff, *Financial Times*; London (UK).
- Akrofi, G.Y., 2016. Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1), p.150.
- Aktas, N., Centineo, S. and Croci, E., 2016. Value of control in family firms: Evidence from mergers and acquisitions. *Multinational Finance Journal*, 20(2), pp.85-126.
- Alaranta, ME & Martela, E 2012, Overcoming Knowledge Gaps in Postmerger Integration: A Case Study . in FG Joey (ed.), *Proceedings of the International Conference on Information Systems*, ICIS 2012. vol. 5, pp 4339-4350.
- Alexandrou, G., Gounopoulos, D. and Thomas, H.M., 2013. Mergers and acquisitions in maritime industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 61(2014), pp.212-234.
- Altman E., 1968. Financial; Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance* 23(4), pp.589-609.
- Altman, E., 2000. Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-Score and Zeta ® Models.

- Alam, A., Khan, S. and Zafar, F., 2014. Strategic management: Managing mergers and acquisitions. *International Journal of BRIC Business Research (IJBBR)*, 3(1), pp.1-10.
- Altman, E.I., Iwanicz-Drozdzowska, M., Laitinen, E.K. and Suvas, A., 2017. Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), pp.131-171.
- Altman, E.I., 2018. Applications of distress prediction models: what have we learned after 50 years from the Z-score models?. *International Journal of Financial Studies*, 6(3), p.70.
- Amiot, C.E., Terry, D.J., Jimmieson, N.L. and Callan, V.J., 2006. A longitudinal investigation of coping processes during a merger: Implications for job satisfaction and organizational identification. *Journal of Management*, 32(4), pp.552-574.
- Andersén, J., 2007. A holistic approach to acquisition of strategic resources. *Journal of European Industrial Training*.
- André, P., Ben-Amar, W. and Saadi, S., 2014. Family firms and high technology mergers & acquisitions. *Journal of Management & Governance*, 18(1), pp.129-158.
- Anil, I., Yigit, I., & Canel, C., 2013. The Relation between Diversification Strategy and Organizational Performance: A Research on Companies registered to the Istanbul Stock Exchange Market, *Advances in Management*, 6 (3).
- Anjum, S., 2012. Business bankruptcy prediction models: A significant study of the Altman's Z-score model. Available at SSRN 2128475.
- Antoniou, A., Arbour, P. and Zhao, H., 2008. How much is too much: are merger premiums too high?. *European Financial Management*, 14(2), pp.268-287.
- Apan, M., Öztel, A. and İslamoğlu, M., 2018. Comparative empirical analysis of financial failures of enterprises with altman Z-score and VIKOR methods: BIST food sector application. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 12(1), pp.77-101.
- Ashfaq, K., Usman, M., Hanif, Z. and Yousaf, T., 2014. Investigating the impact of merger & acquisition on post merger financial performance (Relative & absolute) of companies (Evidence from non-financial sector of Pakistan). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(11), pp.2222-6990.
- ATKEARNEY, (2008), *The Rise of Emerging Markets in Mergers and Acquisitions*, Developing countries are gaining strength influence.
- Awais, M., Hayat, F., Mehar, N. and Ul-Hassan, W., 2015. Do Z-Score and Current Ratio have Ability to Predict Bankruptcy. *Developing Country Studies*, 5(13), pp.30-36.
- Awan, T., Shah, S.Z.A., Khan, M.Y. and Javeed, A., 2020. Impact of corporate governance, financial and regulatory factors on firms' acquisition ability. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Ayoush, M., 2011. Are Cross-Border Mergers and Acquisitions better or worse than Domestic Mergers and Acquisitions? The UK evidence, University of Birmingham.

Ayub, S., Byaruhanga, J. and Okhaso, O.G., 2016. EFFECT OF BANK CREDIT FACILITIES ON THE GROWTH OF SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES IN KAKAMEGA COUNTY, KENYA. *International Journal of Management Research and Reviews*, 6(5), p.597.

Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J.T. and Nikolaev, V., 2020. Earnings, retained earnings, and book-to-market in the cross section of expected returns. *Journal of Financial Economics*, 135(1), pp.231-254.

Balls, A., 2003. Big Firms Lose Value in Acquisitions, National Bureau of Economic Research, Issue No.8, <https://www.nber.org/digest/aug03/big-firms-lose-value-acquisitions>, (accessed: 19/11/2020).

Balogh, S., 2006. Analysis of Factors Determining Success of Cross-Border Mergers & Acquisitions.

Bansal, A. and Almalki, M.A.I., 2020. The perception of the impacts of mergers and acquisitions on shareholders' value in the banking sector. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 9(4), pp.2829-2839.

Bhalla, P., 2014. Mergers & Acquisitions in India: A sectoral analysis. *International Journal of Business and Economic Development (IJBED)*, 2(2).

Bansal, A., 2017. A revelation of employee feelings of alienation during post-mergers and acquisition: An outcome of perceived organizational justice. *Journal of Organizational Change Management*.

Barai, P. and Mohanty, P., 2014. Role of industry relatedness in performance of Indian acquirers—Long and short run effects. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(4), pp.1045-1073.

Bari, M.W., Fanchen, M. and Baloch, M.A., 2016. Management practices and performance of mergers and acquisitions in Pakistan: mediating role of psychological contract. *SpringerPlus*, 5(1), pp.1-16.

Barick, G. and Kapil, S., 2018. Pre-Acquisition Performance Analysis of Indian Target Firms. *IUP Journal of Applied Economics*, 17(1).

Barsoux, J., and Anand, N., 2013. An insular company looks outward, *Financial Times*; London (UK).

Bartov, E., Cheng, C.S. and Wu, H., 2021. Overbidding in mergers and acquisitions: An accounting perspective. *The Accounting Review*, 96(2), pp.55-79.

Bearden, W., Ingram, T., & LaForge, R., 2001. *Marketing Principles and Perspectives*, Third Edition, Published by McGraw-Hill Higher Education.

Beaver W. H., 1966. Financial ratios as predictors of failure, *Journal of Accounting Research Studies*, pp.71-111

Begley, J. and Donnelly, T., 2011. The DaimlerChrysler Mitsubishi merger: a study in failure. *International journal of automotive technology and management*, 11(1), pp.36-48.

Beitel, Patrick & Schiereck, Dirk & Wahrenburg, Mark, 2002. Explaining the M&A-success in European Bank Mergers and Acquisitions., *European Financial Management*, 10, pp. 109-139.

Berzkalne, I., and Zelgalve, E., 2014. Return on Equity and Company Characteristics: An Empirical Study of Industries in Latvia, *The 8th International Days of Statistics and Economics*, Prague, September 11-13.

Bemmann, M., 2005. Improving the Comparability of Insolvency Predictions, *Dresden Economics Discussion Paper*.

Ben-Amar, W. and André, P., 2006. Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), pp.517-543.

Bessler, W., Steenbeek, H., and Westerman, W., 2020. Do mergers and acquisitions increase default risk? Evidence from the European market, *The Central European Review of Economics and Management*, 3(4), pp. 7-51.

Bhagwan, V., Grobbelaar, S.S. and Bam, W.G., 2018. A systematic review of the due diligence stage of mergers and acquisitions: Towards a conceptual framework. *South african journal of industrial engineering*, 29(3), pp.217-234.

Bhattacharjee, A., Higson, C., Holly, S. and Kattuman, P., 2009. Macroeconomic instability and business exit: Determinants of failures and acquisitions of UK firms. *Economica*, 76(301), pp.108-131.

Bhimani, A., Ncube, M. and Sivabalan, P., 2015. Managing risk in mergers and acquisitions activity: Beyond 'good' and 'bad' management. *Managerial Auditing Journal*, 30(2), pp.160-175.

Bisman, J., 2010. Postpositivism and accounting research: A (personal) primer on critical realism. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 4(4), pp.3-25.

Bitekhtine, A., 2005. Prospective Case Study Design for Deductive Theory Testing, *Academy of Management, Best Conference Paper 2005 RM: D1*.

Black, E.L., Carnes, T.A., Jandik, T. and Henderson, B.C., 2007. The relevance of target accounting quality to the long-term success of cross-border mergers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1-2), pp.139-168.

Bloomberg, 2012. Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings 2012.

Bloomberg, 2012. Mergers & Acquisitions Financial Advisory Rankings, Annual 2012, (Πρόσβαση 05/7/2013) στη διεύθυνση <http://www.bloomberg.com/professional/files/2013/01/MA-Financial-Ranking-League-Tables-2012.pdf>.

Boapeah, H., 2013. Mergers and Acquisitions and Corporate Financial Leverage – An Empirical Analysis of UK Firms, *Loughborough University*.

- Boateng, A., Bi, X. and Brahma, S., 2017. The impact of firm ownership, board monitoring on operating performance of Chinese mergers and acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(4), pp.925-948.
- Boloupremo, T. and Ogege, S., 2019. Mergers, Acquisitions and Financial Performance: A Study of Selected Financial Institutions. *EMAJ: Emerging Markets Journal*, 9(1), pp.36-44.
- Borodin, A., Sayabek, Z.S., Islyam, G. and Panaedova, G., 2020. Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2).
- Bouzgarrou, H. and Navatte, P., 2014. Family firms and the choice of payment method in domestic and international acquisitions. *Management international/International Management/Gestiòn Internacional*, 18(4), pp.107-124.
- Bowman, E.H. and Helfat, C.E., 2001. Does corporate strategy matter?. *Strategic management journal*, 22(1), pp.1-23.
- Brown, H., 2002. Division of Retained Earnings to Reflect Business Needs, Publishing by EBSCO, pp. 258–265.
- Brock, D., Rosenfeld, A., and Dvir, D., 2017. Acquired, transferred and integrated knowledge: a study of M&A knowledge performance, *Journal of Strategy and Management*, 11(3), pp. 282-305.
- Bruche, G., 2000. Corporate strategy, relatedness and diversification (No. 13). Working Paper.
- Bruner, R., (2004), *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley Finance.
- Brush, T.H., Bromiley, P. and Hendrickx, M., 1999. The relative influence of industry and corporation on business segment performance: an alternative estimate. *strategic management journal*, 20(6), pp.519-547.
- Bruyland, E. and De Maeseneire, W., 2016. The risk effects of acquiring distressed firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), pp.1297-1324.
- Bryan, D., Fernando, G.D. and Tripathy, A., 2013. Bankruptcy risk, productivity and firm strategy. *Review of Accounting and Finance*.
- Busha & Harter, 1991. Research Methods in Librarianship: techniques and interpretations, (Πρόσβαση 21/6/2013) στη διεύθυνση <http://rnc.ncr.vt.edu/wp-content/uploads/2008/05/q7-historicalmethodsinforesources.pdf>.
- Busha, E., O'Neill, H., & Zeithaml, P., 1997. Research Notes and Communications, Diversification Strategy, Entry Mode, and Performance: Evidence of Choice and Constraints, *Strategic Management Journal*, 18(4), pp. 321-327.
- Buelens, L., 2008. A sectoral perspective on recent trends in mergers and Acquisitions, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Commission*.
- Business, 2002. *The Ultimate Resources*, Bloomsbury Publishing Plc.

Calaman, A., 2016. Return on Equity: A Compelling Case for Investors, Jensen Investment Management, The Jensen Quality Universe is a trademark of Jensen Investment Management Source: Thomson-Reuters.

Campa, J.M. and Hernando, I., 2004. Shareholder value creation in European M&As. *European financial management*, 10(1), pp.47-81.

Candra, A., Priyarsono, D., Zulfainarni, N. and Sembel, R., 2021. Literature Review On Merger and Acquisition (Theories and Previous Studies). *Studies of Applied Economics*, 39(4).

Cao, J., Ellis, K.M. and Li, M., 2019. Inside the board room: the influence of nationality and cultural diversity on cross-border merger and acquisition outcomes. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53(4), pp.1031-1068.

Cameron, S., 2001. *MBA Handbook, Study Skills for Postgraduate Management Study*, Edition Fourth.

CAPEX (2021). The top 5 mergers & acquisitions failures of all-time. (πρόσβαση 25/10/2022 - <https://capex.com/en/featured-articles/the-top-5-mergers-acquisitions-failures-of-all-time>).

Carleton, JR., & Lineberry, C., 2004. *Achieving Post-Merger Success, A Stakeholder's Guide to Cultural Due Diligence, Assessment, and Integration*, Published by Pfeiffer.

Carr, R. and Elton, G., 2005. Merging on the miraculous. *Business Strategy Review*, 16(2), pp.25-29.

Cartwright, S. and Schoenberg, R., 2006. Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), pp.S1-S5.

Chamberlain, S.L. and Tennyson, S., 1998. Capital shocks and merger activity in the property-liability insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*, pp.563-595.

Chandera, Y. and Widjojo, H., 2012. Value Creation through Acquisitions Strategy: A Study of Volvo's Acquisitions by Geely. *International Research Journal of Business Studeis*, 5(2), pp.129-143.

Chang, H.Y., 2015. An International Merger & Acquisition Case Study-Marvell Acquires RDA Strategy and Valuation. *Journal of Accounting, Finance & Management Strategy*, 10(2), p.55.

Chatterjee, S., Chaudhuri, R., Thrassou, A. and Sakka, G., 2021. Impact of firm's intellectual capital on firm performance: a study of Indian firms and the moderating effects of age and gender. *Journal of Intellectual Capital*.

Chen, Y., Werle, H., 2014. Chinese inward mergers & acquisitions by European companies and Chinese outward mergers & acquisitions in Europe: A comparative study of critical success factors.

Chen, J., Zhao, X., Niu, X., Fan, Y.H. and Taylor, G., 2020. Does M&A Financing Affect Firm Performance under Different Ownership Types?. *Sustainability*, 12(8), p.3078.

- Chiek, A., Taufiq, H., Shamsheer, S., 2015. Do Malaysian Horizontal Mergers and Acquisitions Create Value? *Global Business Review*; 16(5), pp. 15-27.
- Chipp, K., Williams, E.P. and Lindgreen, A., 2019. Value-in-acquisition: an institutional view. *European Journal of Marketing*.
- Chiu, J., Chung, H. and Yang, Y.N., 2016. The impact of a conglomerate merger on its vendors and rivals—a case study of Google's acquisition of Motorola. *Technology Analysis & Strategic Management*, 28(2), pp.176-189.
- Chouhan, V., Chandra, B. and Goswami, S., 2014. Predicting financial stability of select BSE companies revisiting Altman Z score. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 15(2), pp.92-105.
- Christofi, M., Leonidou, E. and Vrontis, D., 2017. Marketing research on mergers and acquisitions: a systematic review and future directions. *International Marketing Review*.
- Christensen, H.K. and Montgomery, C.A., 1981. Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. *Strategic Management Journal*, 2(4), pp.327-343.
- Clayton, B.C., 2010. Understanding the unpredictable: Beyond traditional research on mergers and acquisitions. *Emergence: Complexity and Organization*, 12(3), pp.1-19.
- Coetsee, D., 2010. The role of accounting theory in the development of accounting principles. *Meditari: Research Journal of the School of Accounting Sciences*, 18(1), pp.1-16.
- Connaughton, J., Meikle, J. and Teerikangas, S., 2015. Mergers, acquisitions and the evolution of construction professional services firms. *Construction Management and Economics*, 33(2), pp.146-159.
- CPA Australia, 2017. Growth Strategies: Managing Growth for Succession, Copyright © CPA Australia Ltd ("CPA Australia"), pp. 1-37.
- Crossan, F., 2003. Research philosophy: towards an understanding. *Nurse Researcher* (through 2013), 11(1), p.46.
- Cyprus Government, Statistical Department, 2013. Economy-National Financial Statements, (Πρόσβαση 20/9/2013) στη διεύθυνση http://www.mof.gov.cy/mof/cystat/statistics.nsf/economy_finance_11main_gr/economy_finance_11main_gr?OpenForm&sub=1&sel=2.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Raman, K., 2001. Executive compensation and corporate acquisition decisions. *The Journal of Finance*, 56(6), pp.2299-2336.
- Daniliuc, S., Bilson, C. and Shailer, G., 2014. The interaction of post-acquisition integration and acquisition focus in relation to long-run performance. *International Review of Finance*, 14(4), pp.587-612.
- Daft R., 2000. *Management*, Fifth Edition, pp.108, 235-236.

- Dai, Y., Gryglewicz, S. and Smit, H.T., 2021. Less popular but more effective toeholds in corporate takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(1), pp.283-312.
- Damawan, A.H. and Azizah, S., 2020. Resistance to change: Causes and strategies as an organizational challenge. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 395, pp.49-53.
- Dang, C., Li, Z.F. and Yang, C., 2018. Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of banking & finance*, 86, pp.159-176.
- Deakin, E.B., 1972. A discriminant analysis of predictors of business failure. *Journal of accounting research*, pp.167-179.
- Devers, C.E., McNamara, G., Haleblian, J. and Yoder, M.E., 2013. Do they walk the talk? Gauging acquiring CEO and director confidence in the value creation potential of announced acquisitions. *Academy of Management Journal*, 56(6), pp.1679-1702.
- De Wit, B., & Meyer, R., 1998. *Strategy – Process, Content, Context*, 2nd Edition.
- Dhakal, C.P., 2018. Interpreting the basic outputs (SPSS) of multiple linear regression. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 8(6), pp.1448-1452.
- Doaei, M., Anuar, M., and Hamid, N., 2012. Corporate Diversification and Financial Performance: A Review of Literature, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 2012, 4(2).
- Dong, M., Liu, Y., and Wang, S., 2016. A cultural integration path for cross-border mergers and acquisitions from the perspective of a cultururation: A double case study, *Nankai Business Review International*.
- Dowining D., & Clark J., 1998. Στατιστική των Επιχειρήσεων, Τρίτη Αμερικάνικη Έκδοση, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Τίτλος πρωτότυπου «Business Statistics».
- Doukas, J.A., Holmén, M. and Travlos, N.G., 2002. Diversification, ownership and control of Swedish corporations. *European Financial Management*, 8(3), pp.281-314.
- Drobetz, W., Gounopoulos, D., Merikas, A. and Schröder, H., 2013. Capital structure decisions of globally-listed shipping companies. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 52, pp.49-76
- Durmaz, Y. and İlhan, A., 2015. Growth strategies in busynesses and a theoretical approach. *International Journal of Business and Management*, 10(4), p.210.
- Eaton, G.W., Liu, T. and Officer, M.S., 2021. Rethinking Measures of Mergers & Acquisitions Deal Premiums. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(3), pp.1097-1126.
- Eckbo, B.E. and Thorburn, K.S., 2000. Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 35(1), pp.1-25.
- Economist, 2016. Global Mergers and Acquisitions, (πρόσβαση 5/2/2018), <https://www.economist.com/news/economic-and-financial-indicators/21707922-global-mergers-and-acquisitions>

- Edi, K., and Irayanti, L., 2019. How merger and acquisition affect firm performance and its quality, *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 5(3), pp. 42-53.
- Ellis, K.M., Reus, T.H. and Lamont, B.T., 2009. The effects of procedural and informational justice in the integration of related acquisitions. *Strategic Management Journal*, 30(2), pp.137-161.
- Ellis, K.M., Reus, T.H., Lamont, B.T. and Ranft, A.L., 2011. Transfer effects in large acquisitions: How size-specific experience matters. *Academy of management journal*, 54(6), pp.1261-1276.
- Engsted, T., 2009. Statistical vs. economic significance in economics and econometrics: Further comments on McCloskey and Ziliak. *Journal of Economic Methodology*, 16(4), pp.393-408.
- Erdogan, A.I., 2012. The determinants of mergers and acquisitions: evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), pp.72-77.
- Erel, I., Jang, Y., Minton, B.A. and Weisbach, M.S., 2021. Corporate liquidity, acquisitions, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(2), pp.443-474.
- Etzel, M., Walker, B., Stanton, W., 2001. *Marketing*, 12th Edition, Published by McGraw-Hill Irwin.
- European Central Bank, 2009. Cross border mergers and acquisitions, Financial and Institutional Forces, Working Paper.
- Faccio, Mara & Marchica, Maria-Teresa & Mura, Roberto, 2010. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. Purdue University, Department of Economics, Working Papers.
- Fales, J., Kuetemeyer, V., & Brusic, S., 1997. *Technology Today and Tomorrow*, Third Edition, published by McGraw-Hill.
- Fama, E.F. and French, K.R., 2000. Forecasting profitability and earnings. *The journal of business*, 73(2), pp.161-175.
- Farrugia, P., Petrisor, B., Farrokhyar, F., and Bhandari, M., 2010. Research questions, hypotheses and objectives, Practical tips for surgical research, *Continuing Medical Education, Canadian Journal of Surgery*, 53(4), pp. 278-281.
- Feldman, E. R, Amit, R., and Villalonga, B., 2018. Family firms and the stock market performance of acquisitions and divestitures, *Strategic Management Journal*, 40(5), pp. 757–780.
- Ferguson, C., 2012. *The Predator Nation*, Crown Business, New York 2012.
- Fidanoski, F., Choudhry, M., Davidović, M. and Sergi, B.S., 2018. What does affect profitability of banks in Croatia?. *Competitiveness Review: An International Business Journal*.

- Fisher, F.M. and McGowan, J.J., 1983. On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits. *The American Economic Review*, 73(1), pp.82-97.
- Floreani, A. and Rigamonti, S., 2001. Mergers and shareholders' wealth in the insurance industry. Available at SSRN 267554.
- Fox, N., Hunn, A., and Mathers, N., (2009), Sampling and Sample Size Calculation, National Institute for Health Research.
- Franks, J.R. and Harris, R.S., 1989. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955–1985. *Journal of financial Economics*, 23(2), pp.225-249.
- Fry, F., Stoner, C., & Hattwick, R., 2001. *Business: An Integrative Approach*, Second Edition, Published by McGraw-Hill.
- Galpin, T., & Herndon, M., 2007. *Mergers & Acquisitions, Process Tools to Support M&A Integration at Every Level*, Second Edition, Published by Jossey-Bass.
- Gallagher, T., & Andrew, J., 2000. *Financial Management – Principles and Practice*, Second Edition, Prentice Hall.
- Gao, N., Hua, C. and Khurshed, A., 2021. Loan price in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 67, p.101754.
- Gerald, A. and Elisifa, N., 2013. Analysis of business growth strategies and their contribution to business growth: A Tanzania case study.
- Gilles, F.T.A., Grace, A.E., Patrick, B.M.H., Arlette, K.T. and Léopold, D.W., 2020. Explanatory Factors for the Manipulation of Accounting Records in Cameroon: The Role of the Financial Situation and the Characteristics of the Enterprise. *Journal of Accounting, Finance & Management Strategy*, 15(2), pp.49-88.
- Gill, Paul & Dolan, Gina. (2015). Originality and the PhD: What is it and how can it be demonstrated?. *Nurse researcher*. 22. 11-5. 10.7748/nr.22.6.11.e1335.
- Gleason, K.C., Pennathur, A.K. and Wiggenhorn, J., 2014. Acquisitions of family owned firms: boon or bust?. *Journal of Economics and Finance*, 38(2), pp.269-286.
- Gleibs, I.H., Mummendey, A. and Noack, P., 2008. Predictors of change in postmerger identification during a merger process: A longitudinal study. *Journal of Personality and Social Psychology*, 95(5), p.1095.
- Gogia, N., 2018. A Study Of Indian Private And Public Sector Banks With Special Reference To Impact Of Post Merger And Acquisition Venture On Liquidity And Profitability. *ADHYAYAN: A JOURNAL OF MANAGEMENT SCIENCES*, 8(02), pp.13-18.
- Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D., 2017. The six types of successful acquisitions. McKinsey Global Institute.
- Goergen, M. and Renneboog, L., 2004. Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), pp.9-45.

- Golafshani, N., 2003. Understanding reliability and validity in qualitative research. *The qualitative report*, 8(4), pp.597-607.
- Gomez-Mejia, L.R., Patel, P.C. and Zellweger, T.M., 2018. In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*, 44(4), pp.1369-1397.
- Gomes, E., Alam, S., Tarba, S.Y. and Vendrell-Herrero, F., 2020. A 27-year review of mergers and acquisitions research in 27 leading management journals. *Strategic Change*, 29(2), pp.179-193.
- Gorbenko, A.S. and Malenko, A., 2018. The timing and method of payment in mergers when acquirers are financially constrained. *The Review of Financial Studies*, 31(10), pp.3937-3978.
- Gordon, G., Kahl, M., & Rosen, R., 2009. Eaten or Be Eaten: A Theory of Mergers and Acquisitions and Firm Size, *The Journal of Finance*, LXIV(3).
- Graham, J.R., Harvey, C.R. and Puri, M., 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of financial economics*, 109(1), pp.103-121.
- Graham, J.R., Lemmon, M.L. and Wolf, J.G., 2002. Does corporate diversification destroy value?. *The journal of finance*, 57(2), pp.695-720.
- Granata, D. and Chirico, F., 2010. Measures of value in acquisitions: family versus nonfamily firms. *Family Business Review*, 23(4), pp.341-354.
- Grant, R.M., Jammine, A.P. and Thomas, H., 1988. Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies, 1972–1984. *Academy of management Journal*, 31(4), pp.771-801.
- Grave, K., Vardiabasis, D. and Yavas, B., 2012. The global financial crisis and M&A. *International Journal of Business and Management*, 7(11), p.56.
- Greene, D. and Smith, J., 2021. How does acquisition experience affect managerial career outcomes?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(4), pp.1381-1407.
- Gunther, F., 2007. *Firm Growth, Diversification and Success, An Analysis of the Expansion Path within and across Industries*.
- Gupta, I., Mishra, N. and Tripathy, N., 2021, November. The Impact of Merger and Acquisition on Value Creation: An Empirical Evidence. In *International Conference on Business and Technology* (pp. 1435-1456). Springer, Cham.
- Halteh, K., Kumar, K. and Gepp, A., 2018. Financial distress prediction of Islamic banks using tree-based stochastic techniques. *Managerial Finance*.
- Halteh, K., Kumar, K. and Gepp, A., 2018. Financial distress prediction of Islamic banks using tree-based stochastic techniques. *Managerial Finance*.
- Harbir S., & Maurizio Z., 1998. The impact of knowledge codification, experience trajectories and integration strategies on the performance of corporate acquisitions.

- Hayes, S.K., Hodge, K.A. and Hughes, L.W., 2010. A study of the efficacy of Altman's Z to predict bankruptcy of specialty retail firms doing business in contemporary times. *Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives*, 3(1), pp.122-134.
- Hekanaho, J., Back, B., Sere, K., and Laitinen, T., 1998. *Analysing Bankruptcy Data with Multiple Methods*, American Association for Artificial Intelligence.
- Henningsson, S., Yetton, P.W. and Wynne, P.J., 2018. A review of information system integration in mergers and acquisitions. *Journal of information Technology*, 33(4), pp.255-303.
- Henry, A., 2015. Cross-border acquisitions and financial leverage of UK acquirers, *Accounting Forum*, 39(2), pp. 97-108.
- Hernandez, J., Paniagua, D., and Leon, C., 2018. Mergers and Acquisitions as Corporate Restructuring Resources in Mexico, . *Amity Global Business Review*, 13(1).
- Hitt, M.A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K. and Zhu, H., 2009. Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*.
- Holden, M.T. and Lynch, P., 2004. Choosing the appropriate methodology: Understanding research philosophy. *The marketing review*, 4(4), pp.397-409.
- Homburg, C., Klarmann, M., Reimann, M. and Schilke, O., 2012. What drives key informant accuracy?. *Journal of Marketing Research*, 49(4), pp.594-608.
- Hongjiu, L., Qingyang, L. and Yanrong, H., 2019. Evaluating risks of mergers & acquisitions by grey relational analysis based on interval-valued intuitionistic fuzzy information. *Mathematical Problems in Engineering*, 2019.
- How, J.C., Phung, Y.K. and Verhoeven, P., 2005. Accuracy of analysts' earnings forecasts: Evidence from mergers and acquisitions in Australia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 1, pp.67-80.
- Hsieh, J., Lyandres, E. and Zhdanov, A., 2011. A theory of merger-driven IPOs. *Journal of financial and quantitative analysis*, 46(5), pp.1367-1405.
- Hsu, C.C., Park, J.Y. and Lew, Y.K., 2019. Resilience and risks of cross-border mergers and acquisitions. *Multinational Business Review*.
- Humphery-Jenner, M.L. and Powell, R.G., 2011. Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference?. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), pp.418-437.
- Ibrahimi, M. and Meghouar, H., 2019. Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*.
- Ibrahim, Y. and Raji, J.O., 2018. Cross-border merger and acquisition activities in Asia: the role of macroeconomic factors. *Studies in Economics and Finance*.

- Innocent, E., Ikechukwu, A., and Nnagbogu, E., 2014. The effect of financial leverage on financial performance: Evidence of quoted pharmaceutical companies in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 5(3), pp.17-25.
- Institute of Certified Management Accountants Australia, 2005. *Advance Strategic Management Accounting*.
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2017. M&As Statistics, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics> (πρόσβαση 28/1/2018).
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2017-2020. M&As Statistics. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics> (πρόσβαση 17/5/2020).
- Jallow, M., Masazing, M., Basit, A., 2017. The effects of mergers & acquisitions on financial performance: A case study of UK companies, *International Journal of Accounting & Business Management*, 5(1).
- Jensen., M., 2005. Agency costs of overvalued equity, *Financial Management*, 34(1), pp. 5-19.
- Janssen, M.J. and Frenken, K., 2019. Cross-specialisation policy: rationales and options for linking unrelated industries. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 12(2), pp.195-212.
- JAYESH, C., 2012. Why Do Mergers and Acquisitions Quite often Fail? *Advances in Management*, 5, No. 5.
- Jiang, F., Qian, Y. and Yonker, S.E., 2019. Hometown biased acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), pp.2017-2051.
- Joash, G.O. and Njangiru, M.J., 2015. The effect of mergers and acquisitions on financial performance of banks (a survey of commercial banks in Kenya). *International Journal of Innovative research and development*, 4(8), pp.101-113.
- Jones, S., & Catanach, S., 2002. *Principles of Taxation, Advance Strategies*, Published by McGraw-Hill.
- J.P. Morgan, 2019. *Global M&A Outlook, Unlocking value in a dynamic market*, Published by J.P. Morgan's M&A team in January 2019.
- Junni, P. and Teerikangas, S., 2019. *Mergers and acquisitions*. Oxford Research Encyclopedia of Business and Management.
- Junni, P., 2011. Knowledge transfer in acquisitions: Fear of exploitation and contamination. *Scandinavian Journal of Management*, 27(3), pp.307-321.
- Kalra, R., 2013. *Mergers and Acquisitions: An Empirical Study on the Post-Merger Performance of Selected Corporate Firms in India*. *IUP Journal of Business Strategy*, 10(4).

Kallunki, J.P., Pyykkö, E. and Laamanen, T., 2009. Stock market valuation, profitability and R&D spending of the firm: the effect of technology mergers and acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), pp.838-862.

Kasilingam, R. and Jayabal, G., 2012. Profitability and Solvency Analysis of A Manufacturing Company using Dupont and Altman Model. *BVIMR management edge*, 5(2).

Keats, B.W., 1990. Diversification and business economic performance revisited: Issues of measurement and causality. *Journal of Management*, 16(1), pp.61-72.

Kehr, F. and Kowatsch, T., 2015, May. Quantitative longitudinal research: A review of is literature, and a set of methodological guidelines. *Association for Information Systems*.

Key, J., 1997. *Research Design in Occupational Education*, Oklahoma State University. (Πρόσβαση 21/6/2013) στη διεύθυνση <http://www.okstate.edu/ag/agedcm4h/academic/aged5980a/5980/newpage19.htm>.

Kenny, G., 2009. *Diversification Strategy – How to grow a business by diversifying successfully*, Published by President Press and Kogan Page Limited.

Kida, C.Y., 1998. Financial ratios as predictors of bankruptcy in Japan: An empirical research. *Journal of Finance*, 123, pp.589-609.

Kim, J.Y., Halebian, J. and Finkelstein, S., 2011. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums. *Administrative science quarterly*, 56(1), pp.26-60.

Kode, G.V.M., Ford, J.C. and Sutherland, M.M., 2003. A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature. *South African journal of business management*, 34(1), pp.27-38.

Kotler, P., 2000. *Marketing Management, The Millennium Edition*, Published by Prentice Hall.

Kosonen, M. and Blomqvist, K., 2013. Knowledge Transfer in Service-Business Acquisitions. *Journal of Knowledge Management, Economics & Information Technology*, 3(2).

Kovela, S. and Skok, W., 2015. Mergers and acquisitions in banking: a framework for effective IT integration. *International Journal of Business and Management*, 10(3), pp.279-294.

KPMG, 1998. *Going Public on the Cyprus Stock Exchange, Answers to the 13 basic “What” questions*, p 4.

KPMG, 1999. *Unlocking Shareholders Value: Mergers and Acquisitions- The Key to Success*, A Global Research Report.

KPMG, 2001. *World Class Transactions, Insights into creating Shareholders Value through Mergers and Acquisitions. The Academy of Management Perspectives*, 28(2), pp. 147–163. <http://dx.doi.org/10.5465/amp.2011.0091>.

- Kreitl, G. and Oberndorfer, W.J., 2004. Motives for acquisitions among engineering consulting firms. *Construction management & economics*, 22(7), pp.691-700.
- Krishnakumar, D. and Sethi, M., 2012. Methodologies used to determine mergers and acquisitions' performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 16(3), pp.75-91.
- Krug, J.A., Wright, P. and Kroll, M.J., 2014. Top management turnover following mergers and acquisitions: Solid research to date but still much to be learned. *Academy of Management Perspectives*, 28(2), pp.147-163.
- Kullab, Y. and Yan, C., 2018. The Impact of Institutional Ownership on Income Accounting Strategy: Evidence from Bahrain. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(1), pp.1-17.
- Kumar, K., and Cavita, 2017. An analysis of the financial performance of Indian commercial banks. *IUP Journal of Bank Management*, 16(1), p.7.
- Kuvandikov, A., Pendleton, A. and Higgins, D., 2020. The effect of mergers and acquisitions on employees: wealth transfer, gain-sharing or pain-sharing?. *British Journal of Management*, 31(3), pp.547-567.
- Kyriazopoulos, G., Dr. Drympetas, E., Konstantinos, K., 2020. Risk Management after Mergers and Acquisitions. Evidence from the Greek Banking System. *Journal of Applied Finance and Banking*, 10(3), pp.105-125.
- Lafser, M., 2006. Discussion of separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), pp. 544–549.
- Lahovnik, M., 2011. Strategic fit between business strategies in the post-acquisition period and acquisition performance. *Journal for East European management studies*, pp.358-370.
- Langhe T., Ooghe H., 2001. Are acquisitions worthwhile? An empirical study of the post-acquisitions of privately held Belgian companies involved in take-overs, Working Paper, European Financial Management Association Conference, pp. 1-15.
- Lebedev, S., Peng, M.W., Xie, E. and Stevens, C.E., 2015. Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 50(4), pp.651-662.
- Leepsa, N.M. and Mishra, C.S., 2016. Past Studies on Post M&A Performance: A Review of Manufacturing Firms in India. Vilakshan: The XIMB Journal of Management, 13(1).
- Lemonakis, C., Vassakis, K., Garefalakis, A. and Partalidou, X., 2016. Manufacturing firms' performance and productivity: Evidence from North and South European, Scandinavian and Balkan countries. *Theoretical Economics Letters*, 6(4), pp.789-797.
- Libby, R., Libby, P., 7 Short, D., 2001. *Financial Accounting*, Third Edition, Published by McGraw-Hill.

- Lin, C.Y. and Lee, H.T., 2010. The bigger the better? Merger and acquisition performance of financial holding corporations: Empirical evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(1), pp.96-107.
- Li, K., Qiu, B. and Shen, R., 2018. Organization capital and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(4), pp.1871-1909.
- Li, S., 2015. Do more mergers and acquisitions create value for the firm? (Doctoral dissertation, Brunel University London).
- Lie, E., 2019. Investor Inattention and Stock Prices: Evidence from Acquisitions with a Choice of Payment Type. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(3), pp.1347-1369.
- Lin, P., Lin, B., Lin, M. and Lin, C., 2018. Empirical study of factors influencing performance of Chinese enterprises in overseas mergers and acquisitions in context of belt and road initiative—A perspective based on political connections. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(7), pp.1564-1580.
- Lin, C., Officer, M.S. and Shen, B., 2018. Managerial risk-taking incentives and merger decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), pp.643-680.
- Liu, Y. and Wang, Y., 2013. Performance of mergers and acquisitions under corporate governance perspective. *Open Journal of Social Sciences*, 1(07), p.17.
- Love, C.K., 2000. *Mergers and Acquisitions: the Role of HRM in Success*. Kingston, Ont.: IRC Press.
- Lois, P., Pazarskis, M., Drogalas, G. and Karagiorgos, A., 2021. On mergers and acquisitions in Greece-before and after the onslaught of the economic crisis. *The Journal of Developing Areas*, 55(2).
- Long, H., 2014. An empirical review of research methodologies and methods in creativity studies (2003–2012). *Creativity Research Journal*, 26(4), pp.427-438.
- Louis, C., and Leung, T.Y., 2004. A comparative analysis of the market-based and accounting-based performance of diversifying and non-diversifying acquisitions in Hong Kong. *International business review*, 13(6), pp.763-789.
- Ly, K.C. and Shimizu, K., 2018. Funding liquidity risk and internal markets in multi-bank holding companies: Diversification or internalization?. *International Review of Financial Analysis*, 57, pp.77-89.
- Lyroutdi, K., Lazaridis, J. and Subeniotis, D., 1999. Impact of international mergers and acquisitions on shareholder's wealth European perspective. *Journal of Financial Management & Analysis*, 12(1), pp.1-14.
- Maama, H. and Mkhize, M., 2020. Integration of non-financial information into corporate reporting: a theoretical perspective. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(2), pp.1-15.

- Madhushani, I., and Kawshala, B., 2018. The Impact of the Financial Distress on Financial Performance, Special Reference to Listed Non-Banking Financial Institutions in Sri Lanka, *International Journal of Scientific and Research Publications*, 8(2).
- Mahesh, R. and Prasad, D., 2012. Post-merger and acquisition financial performance analysis: A case study of select Indian airline companies. *International journal of engineering and management sciences*, 3(3), pp.362-369.
- Malhotra, N.K. (2007), "Review of Marketing Research", Malhotra, N.K. (Ed.) *Review of Marketing Research (Review of Marketing Research, Vol. 3)*, Emerald Group Publishing Limited.
- Mandi, I., 2008. Overview of Family Business Relevant Issues - Final Report, Austrian Institute for SME Research.
- Matuleviciene, M. and Stravinskiene, J., 2015. The importance of stakeholders for corporate reputation. *Engineering Economics*, 26(1), pp.75-83.
- Marangu, K. and Jagongo, A., 2014. Price to book value ratio and financial statement variables (An empirical study of companies quoted at Nairobi securities exchange, Kenya). *Global Journal of Commerce & Management Perspective*, 3(6), pp.50-56.
- Markides, C.C., 1995. *Diversification, refocusing, and economic performance*. MIT Press.
- Markides, C.C. and Williamson, P.J., 1994. Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic management journal*, 15(S2), pp.149-165.
- Martin, J.A. and Eisenhardt, K.M., 2001, August. EXPLORING CROSS-BUSINESS SYNERGIES. In *Academy of Management proceedings* (Vol. 2001, No. 1, pp. H1-H6). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Martin, J.D. and Sayrak, A., 2003. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature. *Journal of corporate finance*, 9(1), pp.37-57.
- Massa, M. and Xu, M., 2013. The value of (stock) liquidity in the M&A market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(5), pp.1463-1497.
- Masud, N. (2015). Impact of Merger and Acquisition on Financial Performance of Banks: Evidence from Pakistan, *Research Journal of Recent Sciences*, Vol. 4, No. 5, PP. 108-113.
- Masulis, R.W. and Simsir, S.A., 2018. Deal initiation in mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(6), pp.2389-2430.
- Matuszak, Ł. and Róžańska, E., 2017. An examination of the relationship between CSR disclosure and financial performance: The case of Polish banks. *Accounting and Management Information Systems*, 16(4), pp.522-533.
- Martynov, A. and Shafti, N., 2016. Long-term performance of firms: a review and research agenda. *Journal of strategy and management*.
- Mavredis., M., (2007). Mergers and Acquisitions in Cyprus: How good was the deal? Presented at the 8th EURAM Conference in May 2008 in Ljubljana & Bled Slovenia.

- McCullough, K.A. and Hoyt, R.E., 2002. Implications of Corporate Diversification and Focus Strategies. In Risk Theory Seminar, <http://www.aria.org>, Pg (pp. 1-24).
- McDonagh, E.C. and Rosenblum, A.L., 1965. A comparison of mailed questionnaires and subsequent structured interviews. *The Public Opinion Quarterly*, 29(1), pp.131-136.
- Meeampol, S., Lerskullawat, P., Wongsorntham, A., Srinammuang, P., Rodpetch, V. and Noonoi, R., 2014, June. Applying emerging market Z-score model to predict bankruptcy: A case study of listed companies in the stock exchange of Thailand (Set). In *Management, Knowledge And Learning International Conference* (Vol. 25, p. 27).
- Meglio, O. and Risberg, A., 2010. Mergers and acquisitions—Time for a methodological rejuvenation of the field?. *Scandinavian Journal of Management*, 26(1), pp.87-95.
- Memon, M.A., Ting, H., Cheah, J.H., Thurasamy, R., Chuah, F. and Cham, T.H., 2020. Sample Size for survey research: Review and Recommendations, *Journal of Applied Structural Equation Modeling*.
- Meschi, P.X. and Métais, E., 2015. Too big to learn: The effects of major acquisition failures on subsequent acquisition divestment. *British Journal of Management*, 26(3), pp.408-423.
- Michael, M., Westphal, J., & Graebner, M., 2008. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 29(11), pp.1155-1177.
- Mitton, T., 2021. Economic significance in corporate finance. Available at SSRN 3667830.
- Michel, A. and Shaked, I., 1984. Does business diversification affect performance?. *Financial Management*, pp.18-25.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. and Lester, R.H., 2010. Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, 31(2), pp.201-223.
- Mirchandani, A. and Gupta, N., 2018. Impact of ownership structure and corporate governance on the performance: A case of selected banks in UAE. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(3), p.197.
- Mishra, S., 2013. Credit Risk Evaluation of BSE 200 Manufacturing Companies Using a Z-Score Model. *IPE Journal of Management*, 3(1), p.1.
- Mkansi, M. and Acheampong, E.A., 2012. Research philosophy debates and classifications: students' dilemma. *Electronic journal of business research methods*, 10(2), pp.132-140.
- Moctar, N.B. and Xiaofang, C.H.E.N., 2014. The Impact of Mergers and Acquisition on the financial performance of West African Banks: A case study of some selected commercial banks. *International Journal of Education and Research*, 2(1), pp.1-10.
- Moeller, S., & Brady, C., 2009. *Intelligent & M&A, Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*, Published by John Wiley & Son Ltd.

- Mohammed, A.A.E. and Kim-Soon, N., 2012. Using Altman's model and current ratio to assess the financial status of companies quoted in the Malaysian stock exchange. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 2(7), pp.1-11.
- Mouck, T., 1992. The Rhetoric of Science and the Rhetoric of Revolt in the "Story" of Positive Accounting Theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5(4), pp.36-56.
- Mulherin, J.H. and Boone, A.L., 2000. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of corporate finance*, 6(2), pp.117-139.
- Muminovic, S., 2013. Revaluation and Altmans Z-score—the case of the Serbian capital market. *International Journal of Finance and Accounting*, 2(1), pp.13-18.
- Musil, P. and Hedija, V., 2020. Investment incentives as instrument of motivation of firms and economic stabilization. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(2), p.578.
- Muthukumar, G., and Sekar, M., 2014. Fiscal Fitness of Select Automobile Companies in India: Application of Z-score and Springate Models. *Vilakshan: The XIMB Journal of Management*, 11(2).
- Mwili, H. and Njuguna, R., 2020. Corporate Growth Strategies and Performance of Selected Savings and Credit Cooperative Societies in Nairobi City County, Kenya. *International Journal of Business Management, Entrepreneurship and Innovation*, 2(2), pp.19-30.
- NAM, H.J., 2019. The effect of earnings quality on financial analysts' dividend forecast accuracy: Evidence from Korea. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(4), pp.91-98.
- Nandi, S. and Nandi, M.L., 2017. Revisiting Activity Theory: A Useful Framework for Improving Post-Acquisition Integration Effectiveness. *Vilakshan: The XIMB Journal of Management*, 14(1).
- Nanos, E., 2020. The benefits of overvaluation: evidence from mergers and acquisitions. *Financial Management*, 49(1), pp.91-133.
- National Association of Certified Valuators and Analysts, 2012. *Commonly Used Methods of Valuation, Fundamentals, Techniques & Theory*, Used by Institute of Business Appraisers with permission of NACVA.
- Narsaiah, N., 2020. Application of Target Costing and Performance Analysis: Evidence from Indian Automobile Industry. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 6(3), pp. 148-174.
- Nasution, S.T.A., Putri, R.F., Muda, I. and Ginting, S., 2020. Positive accounting theory: Theoretical perspectives on accounting policy choice. In *Proceedings of the 1st Unimed International Conference on Economics Education and Social Science (UNICEES 2018)* (pp. 1128-1133).
- Needham D., Dransfield R., Harris R., & Coles M., 1995. Heinemann Educational, *Business for Higher Awards*.

- Neocleous, A., and Aristotelous, P., 2016. Cyprus: International Protection of Foreign Investments, 2nd Edition, Juris Publishing.
- Netter, J., Stegemoller, M., and Wintoki, M.B., (2011), Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009, *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No.7, pp 2316-2357.
- Newmeyer, C.E., Swaminathan, V. and Hulland, J., 2016. When products and brands trade hands: A framework for acquisition success. *Journal of marketing theory and practice*, 24(2), pp.129-146.
- Nga, H., and Kamolrat, L. 2007. Critical Success Factors in Merger & Acquisition Projects, A study from the perspectives of advisory firms.
- Nguyen, P., Rahman, N. and Zhao, R., 2017. Returns to acquirers of listed and unlisted targets: an empirical study of Australian bidders. *Studies in Economics and Finance*.
- Neumann, E., 2001. Wanted: Rules for Wording Structured Questionnaires, *Public Opinion Quarterly*, 34(2), pp.191-201.
- Njambi, F.N.U. and Kariuki, P.W.O., 2018. Effect of mergers and acquisitions on financial performance of financial institutions in Kenya. *International Academic Journal of Economics and Finance*, 3(1), pp.64-79.
- Nguyen, N.H. and Phan, H.V., 2017. Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), pp.613-644.
- Nogueira, N.V. and Kabbach de Castro, L.R., 2020. Effects of ownership structure on the mergers and acquisitions decisions in Brazilian firms. *RAUSP Management Journal*, 55, pp.227-245.
- Nokia, 2014. Nokia Corporation Report for Q4 2013 and Full Year 2013.
- Norgaard, R.L. and Crary, D.T., 1970. Identifying merger targets in the property and liability insurance industry. *Financial Analysts Journal*, 26(1), pp.91-94.
- Öberg, C. and Leminen, S., 2017. Gap analysis for innovative firm acquisition–acquirer and acquired party perspectives. *Journal of Organizational Change Management*.
- Oduro, I., and Agyei, S., 2013. Mergers & Acquisition and Firm Performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(7), pp. 99-107.
- Officer, M., 2007. The Price of Corporate Liquidity: Acquisition Discounts for Unlisted Targets, *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 571-598.
- Oler, D.K., 2008. Does acquirer cash level predict post-acquisition returns?. *Review of Accounting Studies*, 13(4), pp.479-511.
- Ohlson, J.A., 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*, pp.109-131.

- Omran, M.A. and El-Galfy, A.M., 2014. Theoretical perspectives on corporate disclosure: a critical evaluation and literature survey. *Asian Review of Accounting*.
- Ossorio, M., 2019. Cross-border acquisitions and family businesses. *EuroMed Journal of Business*.
- Otieno, O. and Kemunto, S., 2017. Effect of Mergers and Acquisitions on the Financial Performance of Commercial Banks in Kenya, *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(14).
- Ouyang, W. and Szewczyk, S.H., 2019. Stock price firm-specific information on the choice of stock payment in mergers and acquisitions. *Accounting & Finance*, 59(2), pp.1299-1340.
- Palich, L., Cardinal, L., & Miller, C., 2000. *Corporate Level Strategy: Theory and Applications*.
- Paltrinieri, A., 2015. Stock exchange industry in UAE: An assessment of potential merger between Dubai financial market and Abu Dhabi securities exchange. *International Journal of Emerging Markets*.
- Palich, L.E., Cardinal, L.B. and Miller, C.C., 2000. Curvilinearity in the diversification–performance linkage: an examination of over three decades of research. *Strategic management journal*, 21(2), pp.155-174.
- Paige, P., 2018. Renegotiations of Target CEOs' Personal Benefits During Mergers and Acquisitions, *Contemporary Accounting Research*, 35(4), pp. 1999-2029.
- Pandya A., & Rao N., 1998. Diversification and Firm Performance: An Empirical Evaluation, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2), p.71.
- Papadakis, V.M. and Thanos, I.C., 2010. Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria. *British Journal of Management*, 21(4), pp.859-873.
- Park, K.M. and Gould, A.M., 2017. The overlooked influence of personality, idiosyncrasy and eccentricity in corporate mergers and acquisitions: 120 years and six distinct waves. *Journal of Management History*.
- Patel, G., (2022). The 8 Biggest M&A Failures of All Time (πρόσβαση 25/10/2022 - <https://dealroom.net/blog/biggest-mergers-and-acquisitions-failures>).
- Patrick, P.H., 2018. Renegotiations of Target CEOs' Personal Benefits During Mergers and Acquisitions. *Contemporary Accounting Research*, 35(4), pp.1999-2029.
- Paulone, S., 2013. *Mergers and Acquisitions: Examining Managerial Strategy Connection to Post Transaction Accounting Measures*. Northcentral University.
- Pawaskar, V., 1999. Effect of product market diversification on firm performance: a study of the Indian corporate sector. Unpublished PhD. dissertation. Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai.

- Peng, G.Z. and Beamish, P.W., 2014. The effect of host country long term orientation on subsidiary ownership and survival. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(2), pp.423-453.
- Perinpanathan, R., 2015. Using Altman's Model and Current Ratio to Assess the Financial Distress of Listed Companies in the Default board of Colombo Stock Exchange. *Scientific Research Journal (SCIRJ)*, 3.
- Phouts, R., 2004. On the need for a more complete Ontology of the Consumer, pp. 71 – 84.
- Phukon, A., Konwar, M. and Gakhar, D.V., 2019. Impact of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Select Airline Companies in India. *Journal of Public Administration*, 1(1), pp.37-47.
- Polemis, D. and Gounopoulos, D., 2012. Prediction of distress and identification of potential M&As targets in UK. *Managerial Finance*.
- Porter, M.E., 1987. *From competitive advantage to corporate strategy* (Vol. 59). Cambridge, MA: Harvard Business Review.
- Porter M., 1998. *Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, with new Introduction.
- Pradhan, R., 2014. Z score estimation for Indian banking sector. *International journal of trade, economics and finance*, 5(6), p.516.
- Prasad, M., 2012. Post-merger and acquisition financial performance analysis: A case study of select Indian airline companies. *International journal of engineering and management sciences*, 3(3), pp.362-369.
- Pratap, H., Kumar, S., and Colombage, S., 2017. Working capital management and firm profitability: a meta-analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*.
- Putra, N., Siregar, H., and Johan, S., 2018. The Influence of Mergers and Acquisitions on Financial Performance and Stock Return of Indonesian Banks, *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 6(4), pp.79-94.
- Rabier, M.R., 2017. Acquisition motives and the distribution of acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 38(13), pp.2666-2681.
- Radwan, S, & Al-Oshaiba, S., 2018. Validity of Altman Z-Score Model to Predict Financial Failure: Evidence From Jordan, *International Journal of Economics and Finance*, 10(8).
- Range, M., Njeru, A. and Waititu, G., 2018. Using Altman's Z Score (Book Value of Equity/Total Liabilities) Ratio Model in Assessing Likelihood of Bankruptcy for Sugar Companies in Kenya. *Human Resource Management Academic Research Society*, 8(6), p.578.
- Rani, N., Yadav, S.S. and Jain, P.K., 2014. Impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions. *Decision*, 41(4), pp.371-398.

- Rajeev, V. and Jyoti, V., 2011. The role of contextual variables in successful post-merger integration: a review and future directions. *European Journal of Business & Management*, 3(6), pp.30-41.
- Rajgopal, S. and Shevlin, T., 2002. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), pp.145-171.
- Raju, B.Y., 2018. Mergers and Acquisitions in Indian Banking Industry. *eDITORIAL BoARD*, 8(1), pp.73-88.
- Rani N., Yadav S., and Jain P., 2014. Impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions, *Decision*, 41(4), pp.371–398.
- Rao, V.R., Mahajan, V. and Varaiya, N.P., 1991. A balance model for evaluating firms for acquisition. *Management Science*, 37(3), pp.331-349.
- Rathinam, I.B. and Sridharan, P.S., 2016. Post-mergers and acquisitions performance of select Indian banks. *IUP Journal of Bank Management*, 15(1), p.17.
- Reddy, K., Qamar, M. and Yahanpath, N., 2019. Do mergers and acquisitions create value? The post-M&A performance of acquiring firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*.
- Renneboog, L. and Vansteenkiste, C., 2019. Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, pp.650-699.
- Rosikah, P., DK, M. and DA, A., MI & Rohansyah, M., 2018. Effects of Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value'. *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*, 7(3), pp.06-14.
- Rogers, M., 2000. The role of diversification on firm performance. Melbourne Institute Working Paper No./00, ISSN 1328-4991, September.
- Rossi, M., Thrassou, A. and Vrontis, D., 2015. Biotechnological mergers and acquisitions: features, trends and new dynamics. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*.
- Ross, S., 2015. How Can I Apply Sensitivity Analysis to My Investment Decisions? <https://www.investopedia.com/ask/answers/051315/how-can-i-apply-sensitivity-analysis-my-investment-decisions.asp> (accesses 3/11/2020).
- Rodríguez-Sánchez, J.L., Mora-Valentín, E.M. and Ortiz-de-Urbina-Criado, M., 2019. Human resource management in merger and acquisition planning. *Journal of Organizational Change Management*.
- Rottig, D., 2007. Successfully managing international mergers and acquisitions: A descriptive framework. *International Business: Research Teaching and Practice*, 1(1), pp.103-126.
- Rottig, D., 2017. Meta-analyses of culture's consequences for acquisition performance: an examination of statistical artifacts, methodological moderators and the context of emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*.

- Rozen-Bakher, Z., 2018. Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*, 38(7-8), pp.492-518.
- Rouzies, A., 2013. Mixed methods: A relevant research design to investigate mergers and acquisitions. In *Advances in Mergers and Acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited.
- Rumelt, R.P., 1974. Strategy, structure, and economic performance.
- Rumelt, R.P., 1982. Diversification strategy and profitability. *Strategic management journal*, 3(4), pp.359-369.
- Rumelt, R., 1986. *Strategy, Structure, and Economic Performance*, (Revised Edition), Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Saari, R., 2007. Management motives for companies mergers and acquisitions. A research proposal to be presented at Accounting tutorial Turku School of Economics, University of Lapland, Faculty of Bussiness and Tourism.
- Saboo, A.R., Sharma, A., Chakravarty, A. and Kumar, V., 2017. Influencing acquisition performance in high-technology industries: The role of innovation and relational overlap. *Journal of Marketing Research*, 54(2), pp.219-238.
- SACUI, V. and MATICIUC, M.D., 2020. The Sources of Revenue Synergies in Mergers & Acquisitions. *Review of International Comparative Management/Revista de Management Comparat International*, 21(4).
- Sahu, R., Dixit, K., Mishra, S., Kumar, P., Shukla, A., Sutaria, R., Tiwari, S., and Tripathi, S., 2020. *Sensors*, 20(1347), pp. 1-19.
- Sajjan, R., 2016. Predicting bankruptcy of selected firms by applying Altman's Z-score model. *International journal of research-Granthaalayah*, 4(4), pp.152-158.
- Salkind, J., 2006. *Exploring Research*, Sixth Edition.
- Salmi, T. and Martikainen, T., 1994. A review of the theoretical and empirical basis of financial ratio analysis. *News Group*.
- Sanobar A., 2012. Business bankruptcy prediction models: A significant study of the Altman's Z-score model, *Asian Journal of Management Research Online Open Access publishing platform for Management Research*, ISSN 2229 – 3795.
- Satapathy, D.P. and Kaushik, K.P., 2015. Mergers and Value Creation: Evidence from the Indian Context. *IUP Journal of Applied Finance*, 21(3).
- Santos, J., Ferreira, M., Reis, N., & Almeida, M., 2012. Mergers & Acquisitions research: A Bibliometric study of the top strategy and international business journals, *Glob Advantage – Center of Research in International Business & Strategy*, Working Paper (91), pp. 1-40.
- Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A., 2007. *Research Methods for Business Students*, Fourth Edition, Pearson Education.

- Shim, J., 2011. Mergers & acquisitions, diversification and performance in the US property-liability insurance industry. *Journal of Financial Services Research*, 39(3), pp.119-144.
- Schönfeld, J., Kuděj, M. and Smrčka, L., 2018. Financial health of enterprises introducing safeguard procedure based on bankruptcy models. *Journal of Business Economics and Management*, 19(5), pp.692-705.
- Schoop, M.L., 2013. Performance of Mergers & Acquisitions A Research on how the Acquirer's Level of Competitive Advantage, Information and Experience Impacts M&A Performance: дис.. магистра финансов. Tilburg University, Netherlands.
- Scott, P., 2016. Mixed Methods: A Paradigm for a Holistic Evaluation of Health IT, Evidence-Based Health Informatics, E. Ammeenwerth and M. Rigby (Eds), IOS Press.
- Sekara, U., 2003. Research Methods for Business – A Skill Building Approach, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Seth, A., 1990. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), pp.431-446.
- Shah, B.A. and Butt, K.A., 2018. A Case Study of Acquisition of Avon Organics Limited by Arch Pharmalabs Limited. *Indian Journal of Commerce and Management Studies*, 10(3), pp.8-14.
- Shah, B.A. and Khan, N., 2017. Impacts of mergers and acquisitions on acquirer banks' performance. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(3), pp.30-54.
- Sharma, M., 2016. Cross Border Mergers and Acquisitions and The Exchange Rate: A Literature Review. *Journal of International Economics* (0976-0792), 7(2).
- Shih, M.S., 2003. An investigation into the use of mergers as a solution for the Asian banking sector crisis. *The quarterly review of economics and finance*, 43(1), pp.31-49.
- Shil, S., 2014. Positive accounting theory and changes in accounting principles: An exploratory inquiry into Bangladeshi listed companies. *Independent Business Review*, 7(2), p.70.
- Silbiger, S., 2002. The 10-Day MBA, A step by step guide to mastering the skills taught in top Business Schools, Revised Edition, Published by Piatkus.
- Singh, A.S. and Masuku, M.B., 2014. Sampling techniques & determination of sample size in applied statistics research: An overview. *International Journal of economics, commerce and management*, 2(11), pp.1-22.
- Singh, G., 2016. Analysis of financial and operational performance of banking sector consolidations: Indian case study with mergers and acquisition. *International Journal of Banking, Risk and Insurance*, 4(1), p.64.
- Sinha, S.K., 2008. Positive accounting theory: A critique. *The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices*, 7(4), pp.7-16.

- Sinha, N., Kaushik, K.P. and Chaudhary, T., 2010. Measuring post merger and acquisition performance: An investigation of select financial sector organizations in India. *International journal of Economics and Finance*, 2(4), pp.190-200.
- Singh, P., 2012. Mergers and Acquisitions: Some Issues and Trends. *International Journal of Innovations in Engineering and Technology (IJIET)*, 1(1), pp.1-9.
- Soni B., 2014. A Study on Pre Merger and Post Merger/Acquisition Selected Financial Parameters for Selected Cement Companies in India. *SIES Journal of Management*, 10(2).
- Srikanth, K., 2005. ACQUISITION EXPERIENCE AND VALUE CREATION. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2005, No. 1, pp. G1-G6). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Srivastava, J and Baag, P., (2020), Positive Accounting Theory and Agency Costs: A Critical Perspective, *AIMS International Journal of Management* 14(2), pp 101-113.
- Srivastava, J. and Baag, P.K., 2020. Positive accounting theory and agency costs: A critical perspective. *AIMS International*, 2, pp.101-113.
- Stahl, G.K. and Voigt, A., 2008. Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. *Organization science*, 19(1), pp.160-176.
- Stellefson, M.L., Hanik, B.W., Chaney, B.H. and Chaney, J.D., 2008. A Tutorial on Calculating and Interpreting Regression Coefficients in Health Behavior Research. *Health Educator*, 40(1), pp.12-20.
- Stockwatch: Χαννή, Γ., 2017. Κέρδη στο ΧΑΚ μετά από επτά χρόνια, <http://www.stockwatch.com.cy/el/article/imerisia-anaskopisi-hak/kerdi-sto-hak-meta-apo-epta-hronia> (πρόσβαση 28/1/2018).
- Succurro, M., Arcuri, G. and Costanzo, G.D., 2019. A combined approach based on robust PCA to improve bankruptcy forecasting. *Review of Accounting and Finance*.
- Sudarsanam, S. and Mahate, A.A., 2003. Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1-2), pp.299-342.
- Suh, Y., You, J. and Kim, P., 2013. The effect of innovation capabilities and experience on cross-border acquisition performance. *Global Journal of Business Research*, 7(3), pp.59-74.
- Sujud, H. and Hachem, B., 2018. Effect of mergers and acquisitions on performance of Lebanese banks. *International Research Journal of Finance and Economics*, 166, pp.69-77.
- Sultan, A.S., 2014. Financial statements analysis-measurement of performance and profitability: applied study of baghdad soft-drink industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(4), pp.49-56.
- Sun, L., 2012. EXECUTIVE COMPENSATION AND CONTRACT-DRIVEN EARNINGS MANAGEMENT. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 8(2).

Sugiarto, A., 2000. The effect of mergers and acquisitions on shareholder returns (Doctoral dissertation, Victoria University of Technology).

Tanna, S., Yousef, I. and Nnadi, M., 2021. Probability of mergers and acquisitions deal failure. *Journal of Financial Economic Policy*.

Tanriverdi, H. and Uysal, V.B., 2011. Cross-business information technology integration and acquirer value creation in corporate mergers and acquisitions. *Information Systems Research*, 22(4), pp.703-720.

Thai, S.B., Goh, H.H., HengTeh, B., Wong, J. and San Ong, T., 2014. A revisited of altman z-score model for companies listed in Bursa Malaysia. *International Journal of Business and Social Science*, 5(12).

Thivant, E. and Machková, H., 2017. An analysis of French mergers and acquisitions in different sectors of the Czech economy. *Central European Business Review*, 6(1), p.48.

Thompson, E.K. and Kim, C., 2020. Post-Merger and Acquisition Performance and Risk Factors: An International Study. *The Journal of Risk Management*, 31(3), pp.29-66.

Thomson Reuters, 2012. Key M&A announced in October 2012.

Thomson Reuters, 2014. Mergers and Acquisitions in 2014. <https://blogs.thomsonreuters.com/answerson/mergers-acquisitions-2014>.

Thomson, A., & Strickland, A., 2001. *Crafting and Executing Strategy*, Twelfth Edition, Published by McGraw-Hill Irwin.

Tehrani, H., Zhao, M. and Zhu, J.L., 2014. Can analysts analyze mergers?. *Management Science*, 60(4), pp.959-979.

Tripathi, V. and Lamba, A., 2015. What drives cross-border mergers and acquisitions? A study of Indian multinational enterprises. *Journal of Strategy and Management*.

Trivedi, J., 2013. A Study on Pre & Post Performance Evaluation of Merger and Acquisition of Selected Indian Banks. *The Journal of Institute of Public Enterprise*, 36(3-4).

Trujillo, A.J., Garcia-Morales, E.E., Kabarriti, G. and Anderson, G., 2020. Do mergers and acquisitions improve firms' financial performance? The case of the US generic drug industry. *Managerial and Decision Economics*, 41(1), pp.10-24.

Uddin, M. and Boateng, A., 2009. An analysis of short-run performance of cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK acquiring firms. *Review of Accounting and Finance*.

Ullrich, J., Wieseke, J. and Dick, R.V., 2005. Continuity and change in mergers and acquisitions: A social identity case study of a German industrial merger. *Journal of Management Studies*, 42(8), pp.1549-1569.

University of Leicester, 2001. *2601 Accounting for Managers*, Edition 12.

Uta, J.C., (2020). 5 reasons for the failure of Thomas Cook, the world's first travel agency.

(Πρόσβαση 22/10/22 - <https://brandminds.com/5-reasons-for-the-failure-of-thomas-cook-the-worlds-first-travel-agency/>)

Vazirani, N., 2012. Mergers and Acquisitions Performance Evaluation-A Literature Review. *SIES Journal of Management*, 8(2).

Vijaywargia, T., 2016. Analysing the consequences of mergers and acquisition on human resources. *Global Journal of Business and Management Perspective*, 5(1), pp.32-34.

Wang, Y. and Campbell, M., 2010. Business Failure Prediction for Publicly Listed Companies in China. *Journal of Business & Management*, 16(1).

Wand D., and Moini H., 2012. Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: Evidence from Denmark, E-Leader Berlin.

Wang, Q., 2017. Research on Financial Risk in Enterprise Mergers and Acquisitions. *Management & Engineering*, (27), p.23.

Wang, R. and Zhou, W.C., 2020. Peer effects in outward foreign direct investment: evidence from China. *Management Decision*.

Wangerin, D., 2019. M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), pp.2344-2378.

Wahyuni, D., 2012. The research design maze: Understanding paradigms, cases, methods and methodologies. *Journal of applied management accounting research*, 10(1), pp.69-80.

Wallace, W., & Moles, P., 2012. Mergers and Acquisitions. Edinburg Business School, Heriot-Watt University.

Wei, H., Nearing, M.A. and Stone, J.J., 2007. A comprehensive sensitivity analysis framework for model evaluation and improvement using a case study of the rangeland hydrology and erosion model. *Transactions of the ASABE*, 50(3), pp.945-953.

Wei, T. and Clegg, J., 2020. Untangling the integration–performance link: levels of integration and functional integration strategies in post-acquisition integration. *Journal of Management Studies*, 57(8), pp.1643-1689.

Weston, J., & Weaver, S., 2001. Mergers & Acquisitions, Tax Accounting Guidelines, Includes Valuation and Structuring Models, Guidelines for Post merger integration. The McGraw-Hill Executive MBA Series.

Wiersema, M., & Bowen, H., 2009. Research and Commentaries, The Use of Limited Dependent Variable in Strategy Research: Issues and Methods, *Strategic Management Journal*, 30, pp. 679-692.

Wild John, 2000. Financial Accounting: Information for Decisions.

Wilman, M., 2002. Using the Balanced Scorecard in Strategic Marketing, Southampton Business School, p 2.

- Wilson, K.M. and Vencatachellum, D., 2019. Stock market performance and cross-border mergers and acquisitions in South Africa: 1991 to 2014. *Studies in Economics and Finance*.
- Wiratama, R. and Asri, M., 2020. A literature review: Positive accounting theory (PAT). Available at SSRN 3523571.
- Xiaorong, L., 2007. Diversification and Corporate Performance: Evidence from China, DBA Thesis, Maastricht School of Management.
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S. and Gibb, J., 2016. Mergers and acquisitions: a review (part 2). *Studies in economics and finance*.
- Yanan, E.M., Hamza, S.M. and Basit, A., 2016. Impact of merger and acquisitions on firms financial performance: A study on United States of America. *International Journal of Accounting and Business Management*, 4(2), pp.159-168.
- Yang, J., Guariglia, A. and Guo, J.M., 2019. To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 54, pp.128-152.
- Young T.J. (2016). Questionnaires and Surveys. In Zhu Hua, Ed. *Research Methods in Intercultural Communication: A Practical Guide*. Oxford: Wiley, pp.165-180.
- Zaabi, O.S.H., 2011. Potential for the application of emerging market Z-score in UAE Islamic banks. *International journal of Islamic and Middle Eastern finance and management*.
- Zhao, X., Ma, H. and Hao, T., 2019. Acquirer size, political connections and mergers and acquisitions performance: Evidence from China. *Studies in Economics and Finance*.
- Zain, S.M., Ab-Rahman, M.S., Ihsan, A.K.A.M., Zahrim, A., Nor, M.J.M., Zain, M.F.M., Hipni, A., Ramli, N.L. and Ghopa, W.A.W., 2011. Motivation for Research and Publication: Experience as a Researcher and an Academic. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 18, pp.213-219.
- Zhu, H., Ma, X., Sauerwald, S. and Peng, M.W., 2019. Home country institutions behind cross-border acquisition performance. *Journal of Management*, 45(4), pp.1315-1342.
- Zhu, H., Zhu, Q. and Ding, Z., 2020. The roles of Chinese CEOs in managing individualistic cultures in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Management Studies*, 57(3), pp.664-697.
- Ziva, R., 2018. Comparison of Merger and Acquisition (M&A) Success in Horizontal, Vertical and Conglomerate M&As: Industry Sector vs Service Sector. *Service Industries Journal*, 38(7-8), pp.492-518.
- Αποστόλου Α., 2015. Ανάλυση Λογιστικών – Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών.
- Γκιούρωφ, Α., 2020. Τα πάντα ρει, μηδέποτε κατά τ' αυτό μένειν, Σημερινή, Αναλύσεις. (accessed date: 13/2/2020), <https://simerini.sigmalive.com/article/2020/6/28/ta-panta-rei-medepote-kata-t-auto-menein/>.

Εμβαλιώτης, Α., Κάτσης, Α., και Σιδέρης, Γ., 2006. Στατιστική Μεθοδολογία Εκπαιδευτικής Έρευνας.

Ερρίκος, Α., και Ζέτα, Κ., 2015. Η ανάλυση ευαισθησίας στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων.

Ευάγγελος, Κ., 2004-2013. Εφαρμογές με το SPSS, Μέρος 1^{ον} Περιγραφική Στατιστική, 4^η Έκδοση.

Ινστιτούτο Χρηματοοικονομικού Αλφαριθμητισμού. (accessed date: 18/10/2021), <https://www.gfli.gr/to-institutou>

Ίσαρη, Φ., & Πουρκός, Μ., 2015. Ποιοτική Μεθοδολογία Έρευνας, Εφαρμογές στην Ψυχολογία και στην Εκπαίδευση, Copyright © ΣΕΑΒ, 2015.

Κεντρική Τράπεζα Κύπρου, 2013. Πρόγραμμα διάσωσης της Λαϊκής Τράπεζας, (accessed date: 01/11/2021), <https://www.centralbank.cy/el/announcements/30-03-2013>.

Κριτσωτάκης, Ε., και Παπαδοπούλου, Ε., 2004. Στατιστική με το SPSS12 για Windows.

Κυριάκου, Γ., 2021. Αποτελέσματα δειγματοληπτικής έρευνας για τον χρηματοοικονομικό αλφαριθμητισμό στην Κύπρο, Κεντρική Τράπεζα Κύπρου Ευρωσύστημα, Διαδικτυακό σεμινάριο.

Λαγουμιντζής, Γ., Βλαχόπουλος, Γ., και Κουτσογιάννης, Κ., 2015. Μεθοδολογία της Έρευνας στις Επιστήμες Υγείας, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών, Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, ISBN: 978-960-603-223-3.

Λάντου, Δ., 2019. Φιλελεύθερος ‘Δεν ξέρουν τι να κάνουν με 60 χιλιάδες εταιρείες. (πρόσβαση 28/9/2022: <https://www.philenews.com/oikonomia/kypros/article/703556/den-xeroun-ti-na-kanoun-me-60-chliladias-etairies>).

Ματσούκα, Κ., 2006. Η Ένταξη της Κύπρου στην Ε.Ε.: Προβλήματα, Προοπτικές, Προκλήσεις.

Μούλεν, Φ., και Θεοδότου, Μ., 2012. Επαγγελματικές Υπηρεσίες: Η κινητήρια δύναμη της απασχόλησης και της οικονομικής ανάπτυξης στην Κύπρο, PwC Κύπρου.

Πουντζιουρής, Π., 2020. Οικογενειακές επιχειρήσεις: Οδηγός επιτυχούς διαδοχής, Πολίτης News 12/1/2020, <https://politis.com.cy/politis-news/oikonomia/oikogeneiakes-epicheiriseis-odigos-epitychoys-diadochis/> (πρόσβαση 7/10/2021).

Συμβούλιο Οικονομίας και Ανταγωνιστικότητας Κύπρου, 2019. Ενίσχυση της Ανταγωνιστικότητας της Κυπριακής Οικονομίας, [http://www.ecompet.cy/ecompet/ecompet.nsf/All/42D6D05A560B32A1C225848C002173B9/\\$file/prEF19619.pdf?OpenElement](http://www.ecompet.cy/ecompet/ecompet.nsf/All/42D6D05A560B32A1C225848C002173B9/$file/prEF19619.pdf?OpenElement) (πρόσβαση 7/10/2021).

Τουρνά, Ε., 2015. Χρηματοοικονομική Λογιστική, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών, ISBN: 978-960-603-186-1.

Ταπακούδης, Ι., 2009. Εκτίμηση του Οικονομικού Αντίκτυπου των Συγχωνεύσεων – Εξαγορών στην Ελλάδα. Συγκριτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων με τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Τσαγκάνος, Α., 2007. Χαρακτηριστικά και Πρόβλεψη Επιχειρήσεων Στόχων Εξαγοράς-Συγκριτική Ανάλυση και Ανάπτυξη Νέων Οικονομικών Υποδειγμάτων, Πανεπιστήμιο Πατρών.

Υπηρεσία Αφερεγγυότητας, 2016. Στατιστικά Στοιχεία Υπηρεσίας Αφερεγγυότητας μέχρι 31 Ιανουαρίου 2016, Τμήμα Εφόρου Εταιρειών και Επίσημου Παραλήπτη, Υπουργείο Ενέργειας, Εμπορίου και Τουρισμού, <http://www.mcit.gov.cy/mcit/insolvency.nsf/All/9409EF9520A03E7BC2257FDA002EA577?OpenDocument> (πρόσβαση 4/12/2020).

Φέργκισον, Τ., 2012. Η Μεγάλη Κομπίνα, Οικονομικά Εγκλήματα και Πολιτική Διαφθορά, Crown Business NY 2012.

Χαλικιάς, Μ., Μανωλέσου, Α., και Λάλου, Π., 2015. Μεθοδολογία Έρευνας και Εισαγωγή στη Στατιστική Ανάλυση Δεδομένων με το IBM SPSS Statistics.

Χαννή, Γ., 2020. Stockwatch: Στο επίκεντρο ο χρηματοοικονομικός αναλφαβητισμός, <https://www.stockwatch.com.cy/el/article/oikonomia-trapezes/sto-epikentro-o-hrimatooikonomikos-analfavitismos> (πρόσβαση 18/10/2021).

Χαλικιάς, Μ., (2013-2017), Μεθοδολογία Έρευνας για Διοικητικά Στελέχη, Εκπαίδευση και Δια Βίου Μάθηση, Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο), ΕΣΠΑ 2013-2017.

ΧΑΚ, 2004. Ετήσια Έκθεση 2004, <http://www.cse.com.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=ad09b014-0122-4471-a631-52abef26e4f9>, (πρόσβαση 20/5/2018).

ΧΑΚ, 2015. Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης & Υπολογισμού των Δεικτών της Αγοράς Μετοχών του ΧΑΚ. Έκδοση 1.1. <http://www.cse.com.cy/el-GR/regulated-market/market-indices/indices/ΔΕΙΚΤΕΣ-ΧΑΚ/>, (πρόσβαση 20/5/2018).

ΧΑΚ, 2009-2012. Οι περί Αξιών και Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου Νόμοι, 90(I) του 2009, 171(ι) του 2012. Stock Watch, Παράθυρο στην Οικονομία. <https://www.stockwatch.com.cy>

Παράρτημα 1**Πίνακας/Αρχείο: Εξαγορές εταιρειών στην Κύπρο (ΧΑΚ) την Περίοδο 1999 - 2015****ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΑ ΕΓΓΡΑΦΑ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ**

<u>A/A</u>	<u>ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</u>	<u>ΕΤΟΣ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ</u>
1.	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	1999
2.	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ PANEUROPEAN INSURANCE CO. LTD	1999
3.	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ INTERAMERICAN INSURANCE (CYPRUS) LTD	1999
4.	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΦΙΛΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	1999
5.	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ EUROINVESTMENT & FINANCE LTD	1999
6.	EUROINVESTMENT & FINANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΦΙΛΟΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΛΤΔ	1999
7.	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΠΑΓΚΥΠΡΙΑΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΛΤΔ	1999
8.	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTARTI DEVELOPMENT CO LTD	1999
9.	LEPTOS CALYPSO HOTELS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTARTI DEVELOPMENT CO LTD	1999
10.	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΤΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	2000
11.	OPTIONS EUROCONGRESS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Ι.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΛΤΔ	2000
12.	CLR INVESTMENT FUND LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	2000
13.	AVACOM COMPUTER SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR	2000
14.	A.L. PROCHOICE FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> THE CYPRUS PIPES INDUSTRIES LTD	2000
15.	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD & F.W. WOOLWORTH & CO (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΟΛΥΜΠΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	2000
16.	MARKETRENDS INSURANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> STARO INVESTMENTS LTD	2000
17.	SHARELINK FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΛΤΔ	2000
18.	MARKETRENDS FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	2000
19.	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DRAKE INVESTMENTS LTD	2001
20.	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> NEMESIS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ	2001
21.	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> STARO INVESTMENTS LTD	2001
22.	PHANOS N. EPIPHANIOU PUPIC LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ HYDROTHERM CONPAMY LIMITED	2002
23.	ELMA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΔΙΑΧΩΡΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΛΤΔ	2003
24.	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΛΤΔ	2003
25.	ELMA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	2003
26.	INTRALOT BETTING OPERATIONS (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ROYAL HIGHGATE LTD	2003
27.	ELMA HOLDINGS LTD ΚΑΙ ΔΩΔΩΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2004
28.	ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CCC LAUNDRIES LTD	2004
29.	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> JUMBO TRADING LTD	2004

30.	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS LTD ΓΙΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PSD INVESTMENTS LTD	2004
31.	GERIK INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΛΤΔ	2005
32.	NASOS KTORIDES HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> QUANTUM CORPORATION LTD	2005
33.	CLR CAPITAL PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD	2005
34.	GUEDO HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CHRIS CASH & CARRY PUBLIC LTD	2005
35.	KANIA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> HAWAII HOTELS PUBLIC LTD	2005
36.	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΛΤΔ	2005
37.	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	2005
38.	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> K & G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	2006
39.	PERHALM LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	2006
40.	3E (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS BROS PUBLIC LTD	2006
41.	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC COMPANY LTD	2006
42.	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2006
43.	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2006
44.	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD	2006
45.	KRONDEL ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	2006
46.	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2006
47.	ΑΣΠΙΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MFS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	2006
48.	A. TSOKKOS HOTELS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2006
49.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	2006
50.	HNS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	2006
51.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	2006
52.	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	2006
53.	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2007
54.	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007
55.	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	2007
56.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
57.	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
58.	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2007
59.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
60.	ΛΑΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.Υ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2007
61.	ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	2007

62.	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	2007
63.	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	2007
64.	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	2007
65.	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	2007
66.	ΛΥΣΣΑΝΔΡΟΣ ΙΩΑΝΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LTD	2007
67.	ΑΣΠΙΣ ΠΙΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
68.	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
69.	VIVARTIA A.B.E.E. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CHRISTIS DAIRIES PUBLIC LIMITED	2007
70.	DOLPHIN CAPITAL ATLANTIS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ARISTO DEVELOPERS PLC	2007
71.	THALASSA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS DEVELOPMENT PUBLIC LIMITED	2007
72.	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	2007
73.	ΑΝΔΡΕΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC COMPANY LTD	2007
74.	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LEMECO SILVEX INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LTD	2007
75.	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	2007
76.	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	2007
77.	AVACOM PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	2007
78.	ΧΡΙΣΤΑΚΗΣ ΠΕΤΣΑΣ, ΜΙΧΑΗΛ ΠΕΤΣΑΣ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΚΑΛΛΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ	2007
79.	BUZIBA LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	2007
80.	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	2008
81.	C.B. HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CARAMONDANI BROS PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
82.	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	2008
83.	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ	2008
84.	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
85.	FLAGSTONE REASSURANCE SUISSE SA <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ALLIANCE INTERNATIONAL REINSURANCE PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
86.	ANDREAS PAPAELLINAS (HOLDINGS) LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Χ.Α.ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	2008
87.	PRIMETEL PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	2008
88.	ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥ, ΑΝΤΩΝΗ & ΚΩΣΤΑ ΠΑΠΑΝΤΩΝΙΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.A.C. PAPANTONIOU PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
89.	ΚΩΣΤΑ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΩΣΤΑΣ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	2009
90.	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	2009
91.	κ. ΓΙΑΝΝΟ ΚΑΣΟΥΛΙΔΗ , κ. ΜΙΧΑΗΛ ΙΩΑΝΝΟΥ , κ. ΑΛΕΞΗ ΧΑΡΑΛΑΜΠΙΔΗ , OPTAGIUS LTD & STARIO PORTFOLIO INVESTMENTS PUBLIC CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LIMITED	2009
92.	κ. ΓΙΑΝΝΗ ΠΑΝΑΓΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Aqua Sol Hotels Public Company Limited	2009

93.	Sostrom Services Ltd & Grandwind Ltd <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Xenos Travel Public Ltd	2010
94.	SOTHEPRO LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.S.G. (ANDY SPYROU GROUP) PUBLIC LIMITED	2010
95.	BESTGROWTH LIMITED, BARTONS GLOBAL HOLDINGS INC, κ. ΑΥΣΑΝΔΡΟ ΙΩΑΝΝΟΥ, κ. ΑΝΤΩΝΙΟ ΓΕΡΟΛΕΜΟΥ & κα. ΑΝΔΡΙΑΝΗ ΖΙΒΑΝΑΦ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LIMITED	2010
96.	BLC Bank SAL <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	2010
97.	ALMAHOLD LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	2010
98.	κ. ΛΟΪΖΟΥ Κ. ΡΟΛΑΝΔΟΣ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	2011
99.	MUSKITA INVESTMENTS LTD MDG HOLDINGS LTD ΔΗΜΟ ΜΟΥΣΚΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MUSKITA ALUMINIUM INDUSTRIES PLC	2011
100.	Φρίξος Κουλέρμος <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Telia Aqua marine Public Ltd	2011
101.	GEORGE S. GALATARIOTIS & SONS LTD, GALA SECURITIES PUBLIC COMPANY LTD, COSTAS GALATARIOTIS LTD, GEORGE ST. GALATARIOTIS LTD ΚΑΙ GALATARIOTIS ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	2011
102.	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΝΕΜΕΣΙΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	2012
103.	KANIKΑ GROUP AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> KANIKΑ PLC	2012
104.	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPROFIT CAPITAL INVESTMENT PUBLIC LTD	2012
105.	COSTAS ANASTASIOS AND DEMETRIS ZORBAS <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.ZORBAS & SON PUBLIC LTD	2012
106.	STAVROS THEODOSIOU AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Α.ΠΑΝΑΥΙΔΕΣ CONTRACTING LTD	2013
107.	A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> APOLLO INVESTMENT FUND PLC	2013
108.	A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> INTERFUND INVESTMENT PLC	2013
109.	VERGRAF ASSET MANAGEMENT PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD	2014
110.	BLC BANK S.A.L <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	2015
111.	ΠΑΝΤΕΛΗΣ ΑΘΗΝΗΣ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΡΟΝΟΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	2015

Πηγή:

1. Αρχείο Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου, <http://www.cse.com.cy/el-GR/regulated-market/listing/Public-Offers-2/> (πρόσβαση 05/2/2020).
2. Email: Andri Andreou [mailto:Andri.Andreou@CSE.com.cy, 03 July 2013 15:14 (list of MAs 1999 -2008)

Δημόσιες Προτάσεις Εξαγορών (Συγγενικές/Μη Συγγενικές) κατά Τομέα την περίοδο 1999 ως 2015

<u>A/A</u>	<u>ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ</u>	<u>ΣΥΓΓΕΝΙΚΕΣ</u>	<u>ΜΗ ΣΥΓΓΕΝΙΚΕΣ</u>
1	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	X	
2	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PANEUROPEAN INSURANCE CO. LTD	X	
3	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> INTERAMERICAN INSURANCE (CYPRUS) LTD	X	
4	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΦΙΛΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	X	
5	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROINVESTMENT & FINANCE LTD		X
6	EUROINVESTMENT & FINANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΦΙΛΟΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΑΤΑ		X

7	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΠΑΓΚΥΠΡΙΑΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΑΤΑ	X	
8	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ASTARTI DEVELOPMENT CO LTD		X
9	LEPTOS CALYPSO HOTELS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ASTARTI DEVELOPMENT CO LTD		X
10	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΤΟΞΟΘΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΑ	X	
11	OPTIONS EUROCONGRESS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ Ι.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΑΤΑ		X
12	CLR INVESTMENT FUND LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	X	
13	AVACOM COMPUTER SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ CEILFLOOR		X
14	A.L. PROCHOICE FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ THE CYPRUS PIPES INDUSTRIES LTD		X
15	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD & F.W. WOOLWORTH & CO (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΟΛΥΜΠΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΑ		X
16	MARKETRENDS INSURANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ STARIO INVESTMENTS LTD	X	
17	SHARELINK FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΤΑ	X	
18	MARKETRENDS FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	X	
19	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ DRAKE INVESTMENTS LTD		X
20	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΝΕΜΕΣΙΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	X	
21	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ STARIO INVESTMENTS LTD	X	
22	PHANOS N. EPIPHANIOU PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ HYDROTHERM CONPAMY LIMITED	X	
23	ELMA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΔΙΑΧΩΡΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΑΤΑ	X	
24	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΤΑ	X	
25	ELMA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	X	
26	INTRALOT BETTING OPERATIONS (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ROYAL HIGHGATE LTD	X	
27	ELMA HOLDINGS LTD ΚΑΙ ΔΩΔΩΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
28	ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ CCC LAUNDRIES LTD		X
29	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ JUMBO TRADING LTD	X	
30	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS LTD ΓΙΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ PSD INVESTMENTS LTD	X	
31	GERIK INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΑΤΑ		X
32	NASOS KTORIDES HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ QUANTUM CORPORATION LTD		X
33	CLR CAPITAL PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD	X	
34	GUEDO HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ CHRIS CASH & CARRY PUBLIC LTD	X	
35	KANIA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ HAWAII HOTELS PUBLIC LTD	X	

36	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΛΤΔ	X	
37	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	X	
38	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> K & G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD		X
39	PERHALM LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD		X
40	3E (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS BROS PUBLIC LTD	X	
41	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC COMPANY LTD	X	
42	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ		X
43	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)		X
44	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD	X	
45	KRONDEL ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	X	
46	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
47	ΑΣΠΙΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MFS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	X	
48	A. TSOKKOS HOTELS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	X	
49	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	X	
50	HNS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	X	
51	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	X	
52	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	X	
53	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	X	
54	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	X	
55	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	X	
56	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
57	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
58	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	X	
59	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
60	ΛΑΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.Υ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	X	
61	ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD		X
62	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	X	
63	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	X	
64	ASPIΣ HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	X	
65	ASPIΣ HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	X	

66	ΛΥΣΣΑΝΔΡΟΣ ΙΩΑΝΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LTD	X	
67	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
68	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	X	
69	VIVARTIA Α.Β.Ε.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CHRISTIS DAIRIES PUBLIC LIMITED	X	
70	DOLPHIN CAPITAL ATLANTIS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ARISTO DEVELOPERS PLC	X	
71	THALASSA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS DEVELOPMENT PUBLIC LIMITED	X	
72	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	X	
73	ΑΝΔΡΕΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC COMPANY LTD	X	
74	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LEMECO SILVEX INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LTD		X
75	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	X	
76	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	X	
77	AVACOM PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD		X
78	ΧΡΙΣΤΑΚΗΣ ΠΕΤΣΑΣ, ΜΙΧΑΗΛ ΠΕΤΣΑΣ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΚΑΛΛΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	X	
79	BUZIBA LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	X	
80	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	X	
81	C.B. HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CARAMONDANI BROS PUBLIC COMPANY LIMITED		X
82	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD		X
83	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	X	
84	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	X	
85	FLAGSTONE REASSURANCE SUISSE SA <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ALLIANCE INTERNATIONAL REINSURANCE PUBLIC COMPANY LIMITED	X	
86	ANDREAS PAPAELLINAS (HOLDINGS) LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Χ.Α.ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	X	
87	PRIMETEL PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	X	
88	ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥ, ΑΝΤΩΝΗ & ΚΩΣΤΑ ΠΑΠΑΝΤΩΝΙΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.A.C. PAPANTONIOU PUBLIC COMPANY LIMITED	X	
89	ΚΩΣΤΑ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΩΣΤΑΣ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	X	
90	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	X	
91	κ. ΓΙΑΝΝΟ ΚΑΣΟΥΛΙΔΗ , κ. ΜΙΧΑΗΛ ΙΩΑΝΝΟΥ , κ. ΑΛΕΞΗ ΧΑΡΑΛΑΜΠΙΔΗ , OPTAGIUS LTD & STARIO PORTFOLIO INVESTMENTS PUBLIC CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LIMITED	X	
92	κ. ΓΙΑΝΝΗ ΠΑΝΑΓΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Aqua Sol Hotels Public Company Limited	X	
93	Sostrom Services Ltd & Grandwind Ltd <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Xenos Travel Public Ltd		X
94	SOTHEPRO LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.S.G. (ANDY SPYROU GROUP) PUBLIC LIMITED		X

95	BESTGROWTH LIMITED, BARTONS GLOBAL HOLDINGS INC, κ. ΛΥΣΑΝΔΡΟ ΙΩΑΝΝΟΥ, κ. ΑΝΤΩΝΙΟ ΓΕΡΟΛΕΜΟΥ & κ.α. ΑΝΔΡΙΑΝΗ ΖΙΒΑΝΑΦΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LIMITED	X	
96	BLC Bank SAL <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	X	
97	ALMAHOLD LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD		X
98	κ. ΛΟΪΖΟΥ Κ. ΡΟΛΑΝΔΟΣ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	X	
99	MUSKITA INVESTMENTS LTD MDG HOLDINGS LTD ΔΗΜΟ ΜΟΥΣΚΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MUSKITA ALUMINIUM INDUSTRIES PLC		X
100	Φρίξος Κουλέρμος <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Telia Aqua marine Public Ltd	X	
101	GEORGE S. GALATARIOTIS & SONS LTD, GALA SECURITIES PUBLIC COMPANY LTD, COSTAS GALATARIOTIS LTD, GEORGE ST. GALATARIOTIS LTD ΚΑΙ GALATARIOTIS ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	X	
102	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> NEMESIS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	X	
103	KANIKA GROUP AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> KANIKA PLC	X	
104	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPROFIT CAPITAL INVESTMENT PUBLIC LTD	X	
105	STAVROS THEODOSIOU AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.PANAYIDES CONTRACTING LTD	X	
106	A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> APOLLO INVESTMENT FUND PLC	X	
107	A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> INTERFUND INVESTMENT PLC	X	
108	VERGRAF ASSET MANAGEMENT PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	X	
109	COSTAS ANASTASIOS AND DEMETRIS ZORBAS <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.ZORBAS & SON PUBLIC LTD	X	
110	BLC BANK S.A.L <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	X	
111	ΠΑΝΤΕΛΗΣ ΑΘΗΝΗΣ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΡΟΝΟΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	X	
	ΣΥΝΟΛΟ	86	25

Δημόσιες Προτάσεις Εξαγορών κατά Τομέα την περίοδο 1999 ως 2015 Κατά Τομέα

A/A	ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΤΟΜΕΑΣ
1	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	BANKING
2	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	BANKING
3	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	BANKING
4	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	BANKING
5	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	BANKING
6	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	BANKING
7	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	BANKING
8	BLC Bank SAL <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	BANKING

9	BLC BANK S.A.L ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ USB BANK PLC	BANKING
10	EUROINVESTMENT & FINANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΦΙΛΟΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΑΤΑ	CONSTRUCTION
11	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΣΤΑΡΤΙ DEVELOPMENT CO LTD	CONSTRUCTION
12	LEPTOS CALYPSO HOTELS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΣΤΑΡΤΙ DEVELOPMENT CO LTD	CONSTRUCTION
13	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΝΕΜΕΣΙΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	CONSTRUCTION
14	GERIK INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΑΤΑ	CONSTRUCTION
15	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> K & G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	CONSTRUCTION
16	DOLPHIN CAPITAL ATLANTIS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ARISTO DEVELOPERS PLC	CONSTRUCTION
17	THALASSA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS DEVELOPMENT PUBLIC LIMITED	CONSTRUCTION
18	C.B. HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CARAMONDANI BROS PUBLIC COMPANY LIMITED	CONSTRUCTION
19	ΚΩΣΤΑ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΩΣΤΑΣ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	CONSTRUCTION
20	MUSKITA INVESTMENTS LTD MDG HOLDINGS LTD ΔΗΜΟ ΜΟΥΣΚΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MUSKITA ALUMINIUM INDUSTRIES PLC	CONSTRUCTION
21	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΝΕΜΕΣΙΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	CONSTRUCTION
22	STAVROS THEODOSIOU AND OTHER ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ Α.ΠΑΝΑΥΙΔΕΣ CONTRACTING LTD	CONSTRUCTION
23	NASOS KTORIDES HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> QUANTUM CORPORATION LTD	ENERGY
24	INTRALOT BETTING OPERATIONS (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ROYAL HIGHGATE LTD	ENTERTAINING/SERVICE
25	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
26	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT
27	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROINVESTMENT & FINANCE LTD	FINANCE/INVESTMENT
28	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΘΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT
29	CLR INVESTMENT FUND LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPOLIT CAPITAL INVESTORS LTD	FINANCE/INVESTMENT
30	MARKETRENDS INSURANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> STARIO INVESTMENTS LTD	FINANCE/INVESTMENT
31	SHARELINK FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT
32	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DRAKE INVESTMENTS LTD	FINANCE/INVESTMENT
33	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> STARIO INVESTMENTS LTD	FINANCE/INVESTMENT
34	ELMA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΔΙΑΧΩΡΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT
35	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT
36	ELMA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	FINANCE/INVESTMENT
37	ELMA HOLDINGS LTD ΚΑΙ ΔΩΔΩΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΤΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	FINANCE/INVESTMENT
38	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS LTD ΓΙΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PSD INVESTMENTS LTD	FINANCE/INVESTMENT
39	CLR CAPITAL PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD	FINANCE/INVESTMENT
40	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT
41	K&G	FINANCE/INVESTMENT
42	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	FINANCE/INVESTMENT

43	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	FINANCE/INVESTMENT
44	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
45	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	FINANCE/INVESTMENT
46	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	FINANCE/INVESTMENT
47	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
48	ΛΑΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.Υ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
49	ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
50	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
51	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	FINANCE/INVESTMENT
52	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	FINANCE/INVESTMENT
53	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	FINANCE/INVESTMENT
54	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	FINANCE/INVESTMENT
55	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	FINANCE/INVESTMENT
56	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	FINANCE/INVESTMENT
57	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	FINANCE/INVESTMENT
58	κ. ΓΙΑΝΝΟ ΚΑΣΟΥΛΙΔΗ , κ. ΜΙΧΑΗΛ ΙΩΑΝΝΟΥ , κ. ΑΛΕΞΗ ΧΑΡΑΛΑΜΠΙΔΗ , OPTAGIUS LTD & STARIO PORTFOLIO INVESTMENTS PUBLIC CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LIMITED	FINANCE/INVESTMENT
59	GEORGE S. GALATARIOTIS & SONS LTD, GALA SECURITIES PUBLIC COMPANY LTD, COSTAS GALATARIOTIS LTD, GEORGE ST. GALATARIOTIS LTD KAI GALATARIOTIS ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	FINANCE/INVESTMENT
60	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPROFIT CAPITAL INVESTMENT PUBLIC LTD	FINANCE/INVESTMENT
61	A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> APOLLO INVESTMENT FUND PLC	FINANCE/INVESTMENT
62	A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> INTERFUND INVESTMENT PLC	FINANCE/INVESTMENT
63	VERGRAF ASSET MANAGEMENT PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	FINANCE/INVESTMENT
64	ΑΝΔΡΕΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC COMPANY LTD	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
65	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
66	KANIA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> HAWAII HOTELS PUBLIC LTD	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
67	A. TSOKKOS HOTELS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
68	κ. ΓΙΑΝΝΗ ΠΑΝΑΓΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Aqua Sol Hotels Public Company Limited	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
69	Sostrom Services Ltd & Grandwind Ltd <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Xenos Travel Public Ltd	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
70	KANIKA GROUP AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> KANIKA PLC	HOSPITALITY/TRAVEL & TOURISM
71	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PANEUROPEAN INSURANCE CO. LTD	INSURANCE

72	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> INTERAMERICAN INSURANCE (CYPRUS) LTD	INSURANCE
73	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΦΙΛΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	INSURANCE
74	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΠΑΓΚΥΠΡΙΑΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΛΤΔ	INSURANCE
75	MARKETRENDS FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	INSURANCE
76	ΑΣΠΙΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ Α.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MFS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	INSURANCE
77	FLAGSTONE REASSURANCE SUISSE SA <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ALLIANCE INTERNATIONAL REINSURANCE PUBLIC COMPANY LIMITED	INSURANCE
78	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LEMECO SILVEX INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LTD	MANUFACTURING/CONSTRUCTION
79	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD	MEDIA
80	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	MEDIA
81	Φρίξος Κουλέρμος <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Telia Aqua marine Public Ltd	MEDIA
82	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD & F.W. WOOLWORTH & CO (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΟΛΥΜΠΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	RETAIL
83	GUEDO HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CHRIS CASH & CARRY PUBLIC LTD	RETAIL
84	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	RETAIL
85	ANDREAS PAPAELLINAS (HOLDINGS) LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Χ.Α.ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	RETAIL
86	ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥ, ΑΝΤΩΝΗ & ΚΩΣΤΑ ΠΑΠΑΝΤΩΝΙΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.A.C. PAPANTONIOU PUBLIC COMPANY LIMITED	RETAIL
87	COSTAS ANASTASIOS AND DEMETRIS ZORBAS <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.ZORBAS & SON PUBLIC LTD	RETAIL
88	OPTIONS EUROCONGRESS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Ι.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΛΤΔ	SERVICE
89	PHANOS N. EPIPHANIOU PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> HYDROTHERM COMPANY LIMITED	SERVICE
90	SOTHEPRO LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.S.G. (ANDY SPYROU GROUP) PUBLIC LIMITED	SERVICE
91	BESTGROWTH LIMITED, BARTONS GLOBAL HOLDINGS INC, κ. ΑΥΣΑΝΔΡΟ ΙΩΑΝΝΟΥ, κ. ΑΝΤΩΝΙΟ ΓΕΡΟΛΕΜΟΥ & κ.α. ΑΝΔΡΙΑΝΗ ΖΙΒΑΝΑΦΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LIMITED	SERVICE
92	ALMAHOLD LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	SERVICE
93	κ. ΛΟΪΖΟΥ Κ. ΡΟΛΑΝΔΟΣ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	SERVICE
94	ΠΑΝΤΕΛΗΣ ΑΘΗΝΗΣ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΡΟΝΟΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	SERVICE
95	HNS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	TECHNOLOGY
96	PRIMETEL PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	TECHNOLOGY
97	AVACOM COMPUTER SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR	TRADE
98	A.L. PROCHOICE FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> THE CYPRUS PIPES INDUSTRIES LTD	TRADE
99	ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CCC LAUNDRIES LTD	TRADE
100	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> JUMBO TRADING LTD	TRADE
101	PERHALM LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	TRADE
102	3E (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS BROS PUBLIC LTD	TRADE
103	KRONDEL ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	TRADE
104	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	TRADE

105	ΛΥΣΣΑΝΔΡΟΣ ΙΩΑΝΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LTD	TRADE
106	VIVARTIA A.B.E.E. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CHRISTIS DAIRIES PUBLIC LIMITED	TRADE
107	AVACOM PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	TRADE
108	ΧΡΙΣΤΑΚΗΣ ΠΕΤΣΑΣ, ΜΙΧΑΗΛ ΠΕΤΣΑΣ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΚΑΛΛΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	TRADE
109	BUZIBA LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	TRADE
110	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	TRADE
111	ASPIIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	TRADE

Πίνακας/Αρχείο Εκτελεσθείσες Εξαγορές: Εξαγορές εταιρειών στην Κύπρο (ΧΑΚ) την Περίοδο 1999 - 2015

ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΑ ΕΓΓΡΑΦΑ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

<u>Α/Α</u>	<u>ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</u>	<u>ΕΤΟΣ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ</u>
1	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	1999
2	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ PANEUROPEAN INSURANCE CO. LTD	1999
3	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ INTERAMERICAN INSURANCE (CYPRUS) LTD	1999
4	ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΦΙΛΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	1999
5	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ EUROINVESTMENT & FINANCE LTD	1999
6	EUROINVESTMENT & FINANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΦΙΛΟΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΛΤΔ	1999
7	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΤΗΣ ΠΑΓΚΥΠΡΙΑΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΛΤΔ	1999
8	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTARTI DEVELOPMENT CO LTD	1999
9	LEPTOS CALYPSO HOTELS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTARTI DEVELOPMENT CO LTD	1999
10	CLR FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΤΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	2000
11	OPTIONS EUROCONGRESS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Ι.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΛΤΔ	2000
12	CLR INVESTMENT FUND LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPOLIT CAPITAL INVESTORS LTD	2000
13	AVACOM COMPUTER SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR	2000
14	A.L. PROCHOICE FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> THE CYPRUS PIPES INDUSTRIES LTD	2000
15	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD & F.W. WOOLWORTH & CO (CYPRUS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΟΛΥΜΠΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	2000
16	MARKETRENDS INSURANCE LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> STARO INVESTMENTS LTD	2000
17	SHARELINK FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΛΤΔ	2000
18	MARKETRENDS FINANCIAL SERVICES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	2000
19	LIBRA HOLIDAYS GROUP LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> DRAKE INVESTMENTS LTD	2001
20	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΝΕΜΕΣΙΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ	2001
21	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 'ΗΡΑ' ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> STARO INVESTMENTS LTD	2001

22	PHANOS N. EPIPHANIOU PUBLIC LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ HYDROTHERM CONPAMY LIMITED	2002
23	ELMA HOLDINGS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΔΙΑΧΩΡΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 'HRA' ΑΤΑ	2003
24	CLR FINANCIAL SERVICES LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΤΑ	2003
25	ELMA HOLDINGS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	2003
26	INTRALOT BETTING OPERATIONS (CYPRUS) LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ROYAL HIGHGATE LTD	2003
27	ELMA HOLDINGS LTD ΚΑΙ ΔΩΔΩΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2004
28	ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ CCC LAUNDRIES LTD	2004
29	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ JUMBO TRADING LTD	2004
30	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS LTD ΓΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ PSD INVESTMENTS LTD	2004
31	GERIK INVESTMENTS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΑΤΑ	2005
32	NASOS KTORIDES HOLDINGS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ QUANTUM CORPORATION LTD	2005
33	CLR CAPITAL PUBLIC LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD	2005
34	GUEDO HOLDINGS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ CHRIS CASH & CARRY PUBLIC LTD	2005
35	KANIA HOLDINGS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ HAWAII HOTELS PUBLIC LTD	2005
36	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΑΤΑ	2005
37	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	2005
38	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ K & G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	2006
39	PERHALM LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	2006
40	3E (CYPRUS) LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ LANITIS BROS PUBLIC LTD	2006
41	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC COMPANY LTD	2006
42	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	2006
43	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΒΕΛΑΝΗ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2006
44	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD	2006
45	KRONDEL ENTERPRISES LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ BRAINSTROM ENTERPRISES PUBLIC LTD	2006
46	LUMIERE TV PUBLIC COMPANY LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC COMPANY LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2006
47	ΑΣΠΙΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ Α.Ε. ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ MFS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	2006
48	A. TSOKKOS HOTELS PUBLIC LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2006
49	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	2006
50	HNS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	2006
51	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε. ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	2006
52	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	2006
53	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2007

54	CONFINE INVESTMENTS PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007
55	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	2007
56	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
57	SCHOELLER HOLDINGS LTD ΚΑΙ PATH HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
58	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2007
59	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
60	ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.Υ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	2007
61	ΛΑΤΟΜΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΣ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	2007
62	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	2007
63	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007
64	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΛΗΔΑ ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007
65	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	2007
66	ΛΥΣΣΑΝΔΡΟΣ ΙΩΑΝΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LTD	2007
67	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. ΚΑΙ COMMERCIAL VALUE Α.Α.Ε <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
68	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ)	2007
69	VIVARTIA Α.Β.Ε.Ε. <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CHRISTIS DAIRIES PUBLIC LIMITED	2007
70	DOLPHIN CAPITAL ATLANTIS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ARISTO DEVELOPERS PLC	2007
71	THALASSA HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LANITIS DEVELOPMENT PUBLIC LIMITED	2007
72	CYPRUS TRADING CORPORATION LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	2007
73	ΑΝΔΡΕΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC COMPANY LTD	2007
74	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> LEMECO SILVEX INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LTD	2007
75	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΙΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2007
76	A.L. PROCHOICE GROUP PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	2007
77	AVACOM PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	2007
78	ΧΡΙΣΤΑΚΗΣ ΠΕΤΣΑΣ, ΜΙΧΑΗΛ ΠΕΤΣΑΣ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΚΑΛΛΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	2007
79	BUZIBA LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	2007
80	N.K. SHACOLAS (HOLDINGS) LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	2008
81	C.B. HOLDINGS LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> CARAMONDANI BROS PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
82	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	2008
83	CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΤΟΞΟΘΗΣ ΕΠΙΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	2008

84	SFS GROUP PUBLIC COMPANY LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
85	<u>FLAGSTONE REASSURANCE SUISSE SA ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ALLIANCE INTERNATIONAL REINSURANCE PUBLIC COMPANY LIMITED</u>	2008
86	<u>ANDREAS PAPAELLINAS (HOLDINGS) LIMITED ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ Χ.Α.ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ</u>	2008
87	<u>PRIMETEL PLC ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED</u>	2008
88	ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥ, ΑΝΤΩΝΗ & ΚΩΣΤΑ ΠΑΠΑΝΤΩΝΙΟΥ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.A.C. PAPANTONIOU PUBLIC COMPANY LIMITED	2008
89	ΚΩΣΤΑ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΩΣΤΑΣ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	2009
90	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	2009
91	κ. ΓΙΑΝΝΟ ΚΑΣΟΥΛΙΔΗ , κ. ΜΙΧΑΗΛ ΙΩΑΝΝΟΥ , κ. ΑΛΕΞΗ ΧΑΡΑΛΑΜΠΙΔΗ , OPTAGIUS LTD & STARIO PORTFOLIO INVESTMENTS PUBLIC CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LIMITED	2009
92	κ. ΓΙΑΝΝΗ ΠΑΝΑΓΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Aqua Sol Hotels Public Company Limited	2009
93	<u>Sostrom Services Ltd & Grandwind Ltd ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Xenos Travel Public Ltd	2010
94	<u>SOTHEPRO LIMITED ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.S.G. (ANDY SPYROU GROUP) PUBLIC LIMITED	2010
95	<u>BESTGROWTH LIMITED, BARTONS GLOBAL HOLDINGS INC, κ. ΑΥΣΑΝΔΡΟ ΙΩΑΝΝΟΥ, κ. ΑΝΤΩΝΙΟ ΓΕΡΟΛΕΜΟΥ & κ. ΑΝΔΡΙΑΝΗ ΖΙΒΑΝΑΦ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> PHC FRANCHISED RESTAURANTS PUBLIC LIMITED	2010
96	BLC Bank SAL <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	2010
97	ALMAHOLD LIMITED <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	2010
98	κ. ΛΟΪΖΟΥ Κ. ΡΟΛΑΝΔΟΣ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	2011
99	MUSKITA INVESTMENTS LTD MDG HOLDINGS LTD ΔΗΜΟ ΜΟΥΣΚΗ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> MUSKITA ALUMINIUM INDUSTRIES PLC	2011
100	Φρίξος Κουλέρμος <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> Telia Aqua marine Public Ltd	2011
101	GEORGE S. GALATARIOTIS & SONS LTD, GALA SECURITIES PUBLIC COMPANY LTD, COSTAS GALATARIOTIS LTD, GEORGE ST. GALATARIOTIS LTD ΚΑΙ GALATARIOTIS ENTERPRISES LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	2011
102	CYFIELD DEVELOPMENT CO LTD <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> NEMESIS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ	2012
103	KANIKA GROUP AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> KANIKA PLC	2012
104	<u>CLR INVESTMENT FUND PUBLIC LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> EUROPROFIT CAPITAL INVESTMENT PUBLIC LTD	2012
105	COSTAS ANASTASIOS AND DEMETRIS ZORBAS <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.ZORBAS & SON PUBLIC LTD	2012
106	STAVROS THEODOSIOU AND OTHER <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> A.PANAYIDES CONTRACTING LTD	2013
107	<u>A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> APOLLO INVESTMENT FUND PLC	2013
108	<u>A.R.U. CYPRUS EQUITY AND INVESTMENTS LTD ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> INTERFUND INVESTMENT PLC	2013
109	VERGRAF ASSET MANAGEMENT PLC <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	2014
110	BLC BANK S.A.L <u>ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ</u> USB BANK PLC	2015
111	ΠΑΝΤΕΛΗΣ ΑΘΗΝΗΣ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ <u>ΕΞΑΓΟΡΑ</u> ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΡΟΝΟΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	2015

Κιτρινος χρωματισμός: δεν υλοποιήθηκαν 29 δημόσιες προτάσεις από τις 111.

Πηγή:

1.Αρχείο Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου, [http://www.cse.com.cy/el-GR/regulated-market/listing/Public-Offers-2/\(πρόσβαση 05/2/2020\)](http://www.cse.com.cy/el-GR/regulated-market/listing/Public-Offers-2/(πρόσβαση 05/2/2020)).

2.Ιστοσελίδα Εφόρου Εταιρειών Κύπρου:

<https://efiling.drcor.mcit.gov.cy/DrcorPublic/SearchForm.aspx?sc=0>

Παράρτημα 2

Cover Letter of Questionnaire

Date.....

Dear Sir/Madam,

My name is Christos Ioannou and I am a Doctoral student in Business Administration (DBA) at University of Nicosia under the supervision of Dr Petros Lois and Dr Giorgos Makryiannakis. I'm writing to invite you to participate in research in the form of questionnaire via personal interview where is necessary.

My doctoral project is entitled "Diversification Strategy through Acquisitions in Related or Unrelated Industries in Cyprus."

The aim of the project is to give insight into the business society in regard to the threats and opportunities of acquisition strategies in regard to the growth of shareholders value.

The questionnaire should take 25 minutes to be completed. Thus your contribution to complete and return electronically within one week it would be greatly appreciated. The information supplied by participants will be treated as confidential and kept by the faculty at University of Nicosia. Access to the questionnaires is restricted to my supervisors' and myself. Completion of the questionnaire is voluntary. **If you would like to obtain a summary of the results of this research, I'm happy to send copy of the results.**

Please feel free to contact me on +357 99722443 or chioanou@cytanet.com.cy in regards to any query you may have.

Yours Sincerely,
Christos Ioannou

Diversification through Acquisition Strategy in Related or Unrelated Industries in Cyprus

Before and After the Acquisition Process Questionnaire

Company name: _____

Economic sector: _____

Experience with acquisition process during the past 10 years

1. Yes
2. No

PART 1: Before the Acquisition

Strategic Reason(s) that lead to acquisition process (you may circle more than one)

1. Diminishing growth prospects in its present business.
2. Opportunities to add value for its customers or gain competitive advantage.
3. Attractive opportunities to transfer existing competencies and capabilities to new business arenas.
4. Cost saving opportunities.
5. The financial and organizational resources to support a diversification/acquisition effort.

Type of the acquisition

1. Related Industry
2. Unrelated Industry
3. Combination of Related and Unrelated Industries

Acquisition was completed using

1. Cash only
2. Exchange of share for shares
3. Combination of cash and shares
4. Convertible Debt
5. Transfer Tangible Assets
6. Transfer Intangible Assets
7. Other, please specify

Acquisition price was estimated using one/and combination of the following

1. Net asset value
2. Discounted cash flows (DCF)
3. Internal Rate of Return (IRR)
4. Payback method
5. Shareholders Value (SVA)
6. CAPM
7. Book Value
8. Market-Book Ratio
9. P/E Ratio
10. Fair Value
11. Other, please specify

The acquisition was completed

1. Using independent Acquisition experts/consultants
2. Audit firms
3. Internally, between CEO's/CFO's only
4. Other, please specify

A due diligence process was performed by experts/consultants covering (you may circle more than one)

1. Internal due diligence (Competitors, R&D, production capabilities, patents, and technologies)
2. Financial due diligence (historic profits, future profits, future cash flows, assets, and liabilities)
3. Legal due diligence (entity is free of any legal and contractual obstacle)
4. Commercial due diligence (prospective markets, future prospects, and competitive position)

5. Management due diligence (ensure that management of the target and acquirer are personally compatible)
6. Cultural due diligence (leadership style, corporate behavior, values, attitudes, and beliefs)
7. Ethical due diligence (unethical professional acts, illegal or inappropriate issues)
8. Other, please specify

The major reason(s) the acquisition took place was (you may circle more than one)

1. Economies of scale/synergies
2. Economies of scope
3. Growth prospects
4. Increased market share
5. Protect market share
6. New/greater geographical markets
7. To prevent a competitor from doing the acquisition
8. The target was in bad financial condition
9. Other, please specify

Acquisition strategy - The major key(s) to success that adopted (you may circle more than one)

1. Conduct a due diligence analyses in the financial and human capital-related areas.
2. Speed up decisions instead of focusing on precision.
3. Gain the support and commitment of senior managers.
4. Clearly define an approach to acquisition.
5. Select a highly respected and capable team leader.
6. Use best practices.
7. Set measurable goals and objectives.
8. Provide continuous communication and feedback.
9. Other, please specify

PART2: After the Acquisition

Financial Perspective

The acquisition created

1. Add value to shareholders
2. Less value to shareholder
3. No change

The acquisition created

1. More revenues
2. Less revenues
3. No change

The acquisition created

1. More profits attributable to shareholders
2. Less profits attributable to shareholders
3. No change

The acquisition created

1. Increases in Earnings per Share (EPs)
2. Decreases in Earnings per Share (EPs)
3. No change

Price paid for the acquisition was,

1. At a premium

2. Fair value
3. Under value

The acquisition created

1. Better liquidity position
2. Weaker liquidity position
3. No change

Management Perspective**The acquisition created**

1. More market value
2. Less market value
3. No change

The acquisition created

1. Increased in productivity
2. Decreased in productivity
3. No change

The acquisition created

1. Increased of customer service and satisfaction
2. Decreased of customer service and satisfaction
3. No change

The acquisition created

1. Competitive advantage
2. Sustainable competitive advantage
3. No change

How quickly management felt the creation of more or less value?

1. Immediately
2. In one year after the acquisition
3. Three years after the acquisition

The acquisition created

1. More opportunities for future expansion
2. Less opportunities for future expansion
3. No change

The acquisition created

1. More jobs
2. Less jobs
3. No change

The acquisition created

1. Increased of staff motivation and morale
2. Decreased of staff motivation and morale
3. No change

The acquisition created

1. Management conflict
2. Better management relations
3. No change

As a result of the acquisition

1. Some key staff left the company
2. Some key staff joined the company
3. Both of the above happened
4. None of the above happened

PART 3: General Opinion Comments

On a scale of 1 through 5, “1” Fully agree”, “5” means “totally disagree”, “please answer the following questions						
		1	2	3	4	5
1	More acquisitions will enhance growth and competition in your economic sector					
2	Acquisitions create value in your economic sector (1 + 1 = 3)					
3	Acquisitions are based on strong economic incentives					
4	Buyers have access to all necessary information					
5	Acquisitions are more difficult in Cyprus because most companies are closely held (family business)					
6	Acquisition process is a very important growth tool for a company					

Παράρτημα 3

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ	ΤΟΜΕΑΣ
1	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	(20.085.659)	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΣ
2	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD (2007)	(1.094.465)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
3	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	41.831.175	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
4	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	342.516	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
5	LEMECO SILVEX PUBLIC CO LTD	(6.644.563)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
6	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	(3.499.844)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
7	HYDROTHERM COMPANY LTD	763.732	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
8	CEILFLOOR PUBLIC CO LTD (2000)	(3.681.749)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
9	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	1.904.328	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
10	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	(14.799.901)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
11	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	(7.132.628)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
12	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD (2007)	(575.319)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
13	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	(243.355)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
14	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	72.820.527	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
15	CYPRUS TRADING CORPORATION PUBLIC LTD	33.508.774	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
16	Ι.Γ. ΚΑΖΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΑΤΑ	(403.172)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ
17	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	4.943.868	ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΟΣ
18	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO LTD	(6.570.794)	ΜΜΕ
19	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	(15.997.564)	ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟΣ
20	ASTARTI DEVELOPMNETS LTD	6.989.196	ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟΣ
21	DOMESTIC INVESTMENTS PUBLIC LTD	(2.149.678)	ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟΣ
22	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	(11.789.253)	ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟΣ
23	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (εξ. 2010)	(45.379.805)	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ
24	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (εξ. 2007)	(15.363.135)	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ
25	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	(10.390.484)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
26	STARIO INVESTMENTS LTD	(8.509.833)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
27	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (2003)	(4.420.232)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
28	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (2004)	8.876.253	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
29	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	(443.119)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ

30	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	(1.006.170)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
31	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	(4.786.754)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
32	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (2006)	(34.650.605)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
33	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC LTD	(85.493)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
34	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤ. ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜ/ΣΤΟΥ ΛΤΔ (2005)	(2.326.600)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
35	ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	(4.824.612)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
36	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤ. ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜ/ΣΤΟΥ ΛΤΔ (2007)	(5.981.678)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
37	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ (2000)	(8.380.230)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
38	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (2007)	(37.466.204)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
39	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC CO LTD	(63.007.492)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
40	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	(15.069.183)	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
41	ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD	13.367	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
42	ROYALE HIGHGATE LTD	(4.585.766)	ΨΥΧΑΓΩΓΙΑΣ
	ΣΥΜΨΗΦΙΣΜΟΣ ΚΕΡΔΩΝ/ΖΗΜΙΩΝ	(189.351.602)	

Παράρτημα 4

Καθαρά Κέρδη/(Ζημιές) εξαγορασθέντων Εταιρειών (Y1-Y5) κατά Τομέα

ΚΟΔ.	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	TOTAL	ΤΟΜΕΑΣ
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	2.224.597	5.197.561	2.159.667	-2.927.310	-3.260.641	17.166.841	-13.772.967	T
2	Ι.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΛΤΔ		199.906	1.529.197	1.079.835	-5.125.800	1.913.690	-403.172	E
3	HYDROTHERM COMPANY LTD	154.471	208.290	244.359	311.083			918.203	E
4	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (2003)	-3.164.968	-2.105.426	4.277.521	11.912.315	21.983.312	40.487.954	-7.585.200	X
5	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	-795.794	342.516					-453.278	X
6	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (2007)	2.815.599	-2.016.404	-35.449.800				-34.650.605	X
7	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	1.029.741	981.222	923.106				2.934.069	E
8	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	18.648.245	-15.069.183					3.579.062	E
9	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD (2007)	6.399.631	-165.982	-156.902	-54.314	-103.590	-94.531	5.824.312	E
10	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	-295.237	-503.592	-4.283.162				-5.081.991	X
11	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (εξ.2010)	382.002	-6.533.540	-8.961.265	-824.492	15.920.120	13.140.388	-44.997.803	TP
12	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	-328.751	-410.456	-1.044.084	-741.197	-299.299	-1.004.808	-3.828.595	E
13	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	2.338.217	-2.798.658	-12.015.188	-6.279.020	444.557	562.649	-17.747.442	A
14	CEILFLOOR PUBLIC CO LTD (2000)	874.962	102.730	-2.746.783	-882.827	-158.092	3.222	-2.806.787	E
15	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	2.751.558	-1.348.318	-750.090	-2.378.079	-2.656.141		-4.381.070	E
16	LEMECO SILVEX PUBLIC CO LTD	-402.137	-968.586	1.271.981	2.250.113	-4.420.135	-4.777.936	-7.046.700	E
17	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	1.350.345	1.425.122	-3.959.807	-	12.265.216		-13.449.556	E
18	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD (2007)	-2.840.453	3.782.962	-333.013	-1.353.246	-2.973.905	-217.263	-3.934.918	E

19	ASTARTI DEVELOPMNETS LTD	175.986	-729.940	56.490	1.568.599	1.758.559	4.335.487	7.165.182	EP
20	NEMΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΤΠΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	-3.822.840	-1.933.498	636.141	1.339.445	2.057.096	2.844.684	1.121.028	EP
21	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	-1.265.212	34.313.012	-676.862	761.668	577.955	6.855.402	40.565.963	EP
22	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	14.638.018	32.315.935	18.903.955	8.855.670	6.027.202	6.717.765	87.458.545	EP
23	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO LTD	982.028	-1.120.088	-809.145	-1.098.008	-3.543.553		-5.588.766	E
24	DOVE INVESTMENTS PUBLIC LTD	177.945	810.982	-850.685	528.792	-1.937.888	-700.879	-1.971.733	T
25	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	1.603.397	2.149.336	880.951	440.185	-3.839.966	-	-10.185.856	T
26	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (εξ.2007)	7.823.051	573.403	382.002	-6.533.540	-824.000	-8.961.000	-7.540.084	TP
27	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	-6.095.941	-5.307.974	-4.519.435	169.392	-1.064.876	332.410	-16.486.425	X
28	STARIO INVESTMENTS LTD	-4.943.737	-5.294.982	-2.780.213	-795.425	-325.880	686.668	-13.453.569	X
29	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD (2004)	-2.299.145	4.277.521	11.912.315	12.874.470	-	3.508.514	6.577.108	X
30	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (2006)	-212.130	2.815.599	-2.016.404	-	35.449.800		-34.862.735	X
31	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC CO LTD	17.056.951	-47.339.176	9.089.877	-	10.771.224	-3.111.523	-45.950.541	X
32	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤ. ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜ/ΣΤΟΥ ΛΤΔ (2005)	43.778	1.563.017	1.647.705	-1.655.768	-3.562.554	-319.000	-2.282.822	X
33	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC LTD	12.770	26.360	-13.356	-42.674	-55.823		-72.723	X
34	ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	1.405.942	-3.614.596	-445.630	832.280	157.991	-1.754.657	-3.418.670	X
35	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ (2000)	2.058.689	-2.229.258	-3.163.950	-1.702.611	-859.827	-424.584	-6.321.541	X
36	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	-729.539	-28.087	-25.267	13.463	-191.110	-212.118	-1.172.658	X
37	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	6.399.631	165.982	-54.314	-156.902	-103.590	-94.531	6.156.276	X
38	ROYALE HIGHGATE LTD	-197.967	-850.256	-1.603.123	-557.660	-212.473	-1.362.255	-4.783.733	E
39	CYPRUS TRADING CORPORATION PUBLIC LTD	36.717.917	11.603.365	19.365.021	9.482.107	7.124.667	-	70.226.691	E
40	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	-425.959	198.984	-1.155.539	-1.200.039	-6.477	1.156.901	-1.432.130	X
41	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤ. ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜ/ΣΤΟΥ ΛΤΔ (2007)	1.647.706	-969.079	-2.085.072	-2.743.068	1.972.876	-2.157.335	-4.333.972	X
42	ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD	-48.625	-40.517	-65.906	-110.332	230.122		13.367	X
X0=έτος εξαγοράς, X1=1ον έτος μετά την εξαγορά, X2=2ον έτος μετά την εξαγορά και ομοίως για X3,X4 και X5									

ΚΩΔΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΜΕΑ	
ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟΣ	T
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ	E
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ	X
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ	TP
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΣ	A
ΕΡΓΟΛΗΤΠΙΚΟΣ	EP
ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΟΣ	TOY

Παράρτημα 5

Λειτουργικά Κέρδη/(Ζημιές) ανά Εταιρεία

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ	Υ0	Υ1	Υ2	Υ3	Υ4	Υ5
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	1.460.853	258.593	1.508.277	2.610.910	2.666.622	5.769.787
2	I.F. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΑΤΑ		3.518.007	3.097.692	1.544.574	1.708.600	4.439.201
3	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	-2.344.138	4.235.529	11.912.315	12.874.470	23.006.006	3.724.138
4	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	-676.431	408.648				
5	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	18.648.245	15.069.183				
6	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (εξ.2010)	1.801.973	391.881	4.286.657	4.762.083	8.649.229	12.564.151
7	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	-401.580	-527.238	-568.670	-736.616	-365.771	-1.000.231
8	ASTARTI DEVELOPMNETS LTD	855.000	151.348	882.756	1.528.099	1.560.706	3.376.909
9	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΑ	1.335.261	-246.510	-1.560.733	-726.166	-209.779	59.684
10	EUROPROFIY CAPITAL INVESTORS LTD	-3.559.511	-3.105.324	-2.581.815	224.648	-516.315	312.744
11	CEILFLOOR PUBLIC CO LTD	717.169	216.697	-1.299.253	-320.019	29.883	36.276
12	STARIO INVESTMENTS LTD	-3.049.962	-3.097.906	-1.627.188	-465.542	-208.538	387.465
13	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	1.465.610	-1.173.445	-1.077.209	-625.696	670.761	646.496
14	NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	-2.126.236	-1.471.995	228.743	1.152.769	1.565.883	1.830.970
15	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD			2.478.947	7.663.710	12.530.427	-23.006.006
16	ROYALE HIGHGATE LTD	-97.863	-319.354	-826.971	-410.148	-227.247	-938.232
17	ΕΠΕΝΔ. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΑΤΑ	18.692	908.611	1.341.280	37.461	-1.562.043	
18	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	-43.615	134.463	-1.132.263	-1.135.245	92.201	1.208.173
19	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	-733.415	1.516.051	-774.901	4.474.619	2.287.085	9.167.240
20	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	-176.310	4.045.247	-1.822.458	35.449.800		
21	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO LTD	1.290.978	-1.217.949	-789.817	-1.041.746	-3.149.681	
22	DOMESTIC INVESTMENTS PUBLIC LTD	563.200	943.500	837.113	1.104.011	619.424	573.338
23	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC CO LTD	16.424.759	-47.145.378	9.292.972	-10.937.243	-10.693.535	-2.901.100
24	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC LTD	7.463.265	44.849	17.630	17.798	6.887	
25	LEDA INVESTMENT PUBLIC LTD	4.045.247	-1.822.458	35.349.800			
26	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	243.733	-1.295.557	-503.832	-2.138.079	-2.416.141	
27	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	620.455	855.570	803.199			
28	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD (εξ.2006)	7.818.245	536.401	380.170	-6.533.540	-8.526.874	-408.555
29	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	26.337.519	53.514.309	33.034.767	22.509.674	19.003.476	17.997.095
30	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	4.106.832	4.293.151	3.304.250	2.761.112	2.415.171	-3.693.318
31	LEMECO SILVEX PUBLIC CO LTD	-339.790	-694.031	1.741.566	2.657.901	-4.523.157	-4.014.760
32	ΤΡΙΑΙΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	1.411.454	-3.594.748	196.146	-445.630	158.004	-1.753.867
33	C.P.I HOLDINGS PUBLIC LTD	7.463.265	701.532	189.767	109.147	280.788	304.613
34	CEIFLOOR PUBLIC COMPANY LTD		4.316.192	-66.781	-1.120.075	-2.414.604	-32.000
35	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	41.236.494	41.398.639	40.283.282	32.129.309	31.383.098	
36	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD		1.489.492	-3.986.387	10.065.216		
37	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	-683.308	279	-25.267	-2.498	-172.483	
38	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	-53.054	-38.732	-58.919	-84.191	337.636	

Παράμετροι: Χ0=Έτος Εξαγοράς, Χ1,Χ2,Χ3,Χ4,Χ5=Έτη στην μετά εξαγορά

Παράρτημα 6

Δείκτης Ρευστότητας ανά Εταιρεία κατά Χρονική Περίοδο

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ	Υ 0	Υ 1	Υ 2	Υ 3	Υ 4	Υ 5
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD				0,71	0,96	0,96
2	I.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΑΤΔ						1,27
3	HYDROTHERM COMPANY LTD	2,04	2,55	3,82	3,40		
4	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	232,45	315,53	93,89	127,63	5,53	5,95
5	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC COMPANY LTD	1,32					
6	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD (εξ. 2006)	0,47	2,48				
7	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	1,90					
8	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	30,82	120,58				
9	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	165,59	69,58	26,24	154,69	129,34	150,44
10	CEILFLOOR LTD (2007 Εξαγορά)	0,06	0,99	0,06	0,06	0,01	
11	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ	2,77					
12	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD (εξ. 2008)	1,01					
13	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	28,02	9,48	0,97			
14	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	0,61					
15	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	4,43	5,67	10,71	6,18	6,83	6,93
16	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	1,00					
17	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD	1,84			0,06	0,35	0,03
18	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	3,44	5,34	8,87	7,99	0,20	0,06
19	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD		0,99	0,06	0,06		0,06
20	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	0,43	0,12	0,27	0,28	0,08	0,08
21	CYPRUS TRADING CORPORATION PUBLIC LTD	0,72	0,64	0,62	0,50	0,45	0,45
22	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	1,44	2,32	1,94	1,00	0,51	0,51
23	HELLENIC BANK PUBLIC LTD*	0,63	0,71	0,67	0,61	0,50	0,53
24	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	7,47	1,59	1,01	0,34	0,01	
25	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ (εξ. 2008)	6,40		0,99	1,00	0,94	0,84
26	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	1,58	0,53	0,86			0,86
27	NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΔ	1,59	1,05	1,17	1,29	0,70	0,88
28	CEILFLOOR LTD (2000 Εξαγορά)	11,40	0,99	0,06	0,06	0,93	0,96
29	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	1,07	1,08	1,06	1,05	1,07	1,03
30	LASER INVESTMENT PUBLIC LTD	1,24	1,40	1,04		0,07	0,13
31	DOMI INVESTMENT PUBLIC CO LTD	0,51	0,60	0,90	2,02	1,79	1,36
32	ROYALE HIGHGATE LTD	3,51	3,67	1,89	1,73	1,33	1,61
33	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD			0,89	1,88	1,79	1,84
34	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	3,10	4,99	5,64	6,62	4,41	2,78
35	PHC FRANCHISE RESTAURANT PUBLIC LTD	0,45	2,80	3,46			3,46
36	LEMECO SILVEXT PUBLIC CO LTD	2,04	0,97	1,48	2,61	2,33	3,90
37	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD			3,88	4,92	4,08	3,92
38	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	11,41	17,25	92,83	4,53	3,34	4,89

39	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC LTD	1,84	1,51	2,74	3,83	5,23	5,23
40	K&G COMPLEX PUBLIC CO LTD	4,96	29,10	29,10	29,10	8,73	6,33
41	ΤΟΧΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (εξ.2000)	4,14	18,73	19,01	44,57	27,17	16,02
42	ΤΟΧΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (εξ.2014)	9,35	1,28	0,90	0,94	0,64	
Υ0=έτος εξαγοράς, Υ1=1ον έτος μετά την εξαγορά, Υ2=2ον έτος μετά την εξαγορά και ομοίως για Υ3,Υ4 και Υ5							
ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ							
Υλοποιηθείσες εξαγορές		50					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος		Υ 0	Υ 1	Υ 2	Υ 3	Υ 4	Υ 5
Εξεταζόμενο δείγμα σε αριθμό		37	30	31	29	28	29
Εξεταζόμενο δείγμα σε ποσοστό		74%	60%	62%	58%	56%	58%

Παράρτημα 7

Δείκτης Χρέους ανά Εταιρεία κατά Χρονική Περίοδο

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ	Υ 0	Υ 1	Υ 2	Υ 3	Υ 4	Υ 5
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD				49%	53%	57%
2	I.Γ. ΚΑΣΟΥΛΙΔΗΣ & ΥΙΟΣ ΛΤΔ						50%
3	HYDROTHERM COMPANY LTD	47%	38%	25%	29%		
4	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	0%	0%	4%	3%	14%	13%
5	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC COMPANY LTD	74%					
6	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD (εξ. 2006)	123%	45%				
7	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	37%					
8	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	3%	1%				
9	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	1%	1%	4%	1%	1%	40%
10	CEILFLOOR LTD (Εξαγορά 2007)	167%	101%	103%	133%	20404%	
11	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	9%					
12	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD (εξ. 2008)	44%					
13	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	93%	94%	103%			
14	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	79%					
15	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	14%	11%	4%	11%	9%	9%
16	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	35%					
17	LEMECO SILVEXT PUBLIC CO LTD	40%	8%	12%	7%	5%	2%
18	ΤΟΧΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ (εξ.2008)			64%	78%	88%	83%
19	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	2%	2%	3%	10%	12%	11%
20	PHC FRANCHISE RESTAURANT PUBLIC LTD	6%	12%	11%			11%
21	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD				27%		14%
22	K&G COMPLEX PUBLIC CO LTD	13%	31%	32%	30%	23%	18%
23	ROYALE HIGHGATE LTD	9%	7%	24%	23%	45%	
24	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	34%	23%	23%	27%	32%	32%
25	DOMI INVESTMENT PUBLIC CO LTD	31%	36%	36%	39%	44%	
26	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	33%	33%	32%	32%	44%	45%
27	LASER INVESTMENT PUBLIC LTD	40%	41%	48%		259%	426%

28	NEMESHS EPGOΛHΠTIKH ΛTA	45%	57%	59%	55%	53%	52%
29	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC LTD		35%	30%	51%	52%	52%
30	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	54%	50%	50%	53%	54%	53%
31	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD			113%	53%	56%	54%
32	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	48%	57%	64%	84%		
33	CYPRUS TRADING CORPORATION PUBLIC LTD	73%	72%	71%	71%	71%	71%
34	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	56%	64%	71%			71%
35	CEILFLOOR LTD (Εξαγορά 2000)					81%	83%
36	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ (εξαγορά 2000)	17%	11%	9%	7%	8%	9%
37	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD			89%	89%	87%	
38	UNIVERSAL BANK PUBLIC LTD	94%	94%	94%	96%	96%	94%
39	HELLENIC BANK PUBLIC LTD*		30%	8%	40%	42%	96%
40	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	66%	40%	48%	67%	196%	
41	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	167%	101%	103%	133%	133%	133%
42	ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD (2000)	17%	11%	9%	7%	8%	9%
43	ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD (2014)	9%	22%	59%	60%	69%	
X0=έτος εξαγοράς, Y1=1ον έτος μετά την εξαγορά, Y2=2ον έτος μετά την εξαγορά και ομοίως για Y3,Y4 και Y5							

ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ						
Υλοποιηθείσες εξαγορές	50					
Στατιστικό Δείγμα ανά έτος	Y 0	Y 1	Y 2	Y 3	Y 4	Y 5
Εξαταζόμενο δείγμα σε αριθμό	34	30	31	29	28	27
Εξαταζόμενο δείγμα σε ποσοστό	68%	60%	62%	58%	56%	54%
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ <40%	19	19	16	15	9	11
Below the ratio of safety <40% in %	56%	63%	52%	52%	32%	41%
ΠΑΝΩ ΑΠΟ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ >40%	15	11	15	14	19	16

Παράρτημα 8

Κέρδη/(Ζημιές) που κρατήθηκαν ανά χρονική περίοδο

ΚΕΡΔΗ ΠΟΥ ΚΡΑΤΗΘΗΚΑΝ/RETAINED EARNINGS TABLE OF YEARS Y0 - Y5							
		YEARS					
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD				7.893.708	4.521.646	3.807.217
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD				13.839.094	15.615.475	5.446.772
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ		2.630.333	-37.488	-1.740.100	-2.599.927	-1.256.110
4	OPTION KASOULIDES LTD					561.530	6.639.739
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD		-8.750.925	-15.188.354	-15.018.961	-4.054.419	-3.722.009
6	CEILFLOOR LTD			-9.433	121.025	-43.050	-9.433
7	STARIO INVESTMENTS LTD		10.622.537	-13.626.203		-1.173.335	-408.328
8	ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΛΤΔ	-25.666.726					
9	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD		3.419.886	-4.041.493	-6.803.490	-6.529.681	-818.935
10	NEMESHS EPGOΛHΠTIKH ΛTA	-2.951.825	-4.885.323	-4.249.182	3.054.898	5.342.261	3.519.048

11	HYDROTHERM COMPANY LTD	1.080.310	1.288.600	1.532.959	1.673.182		
12	ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΤΑ	-3.178.761					
13	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	-3.712.728	428.167	13.759.132	22.701.960	-2.610.006	-317.977
14	ROYALE HIGHGATE LTD	1.742.061	2.127.598	506.096	-51.564	-175.919	-996.034
15	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	-979.081	176.169	1.594.049	1.164.511	77.040	-2.449.029
16	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	231.018	430.965	-510.448	-1.760.416	-1.766.893	-357.509
17	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	5.737.427	40.048.159	43.509.864	44.248.253	76.991.388	80.617.189
18	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD	3.146.230					
19	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	-315.165	35.700.240	47.501.092	12.051.292		
20	BRAINSTORM ENTERPRISES LTD	3.240.587					
21	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	39.546	-1.159.633	-1.182.403	-2.280.411	-5.823.964	
22	DOMESTIC INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	18.605.863	25.471.139	25.337.143	25.808.011	23.396.248	22.305.574
23	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	-5.212.095	-4.898.245	-5.212.095			
24	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	45.549.551	-4.458.290	-6.121.003	11.818.174	-551.067	-3.325.351
25	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	1.594.050	1.164.511	77.040	-2.449.029	-4.036.525	-6.193.860
26	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	12.004.107	12.191.058	11.585.938	11.784.150	11.701.438	11.585.938
27	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD	-83.061	-56.701	-72.343	-117.766	-173.589	-247.818
28	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	-22.761.246					
29	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	35.700.270	45.728.677	10.278.877			
30	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	6.912.866	5.469.041	4.374.850	636.893	-9.615.409	-10.005.511
31	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	4.816.335	5.144.479	6.256.751			
32	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	35.677.351	-210.187				
33	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	57.318.398	84.697.868	103.601.823	110.293.825	106.268.491	109.714.052
34	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	4.696.776	7.447.761	8.809.811	9.618.903	6.177.877	-4.492.932
35	LEMECO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD	91.100	16.827.708	18.099.689	19.396.943	13.962.063	9.158.770
36	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	7.346.368	3.488.222	4.106.184	3.898.633	3.723.700	1.668.866
37	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	12.170.089	12.191.058	12.115.775	11.784.150	11.680.469	11.585.938
38	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	-6.576.452	-1.501.879	-1.834.891	-3.188.137	-6.082.146	-6.299.409
39	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	2.097.235					
40	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	-8.504.893					
41	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	31.722.462	51.468.897	59.435.398	69.865.813	69.488.979	70.990.796
42	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	-761.646	794.061	-3.165.746	-15.430.962		
43	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	437.810	386.338	361.071	374.534	183.424	-115.055
44	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	-4.229.997					
45	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	-468.818	-972.410	-5.255.572			
46	USB BANK PLC	-19.917.805	26.404.763	-35.367.223	-36.191.715	-52.113.880	-18.597.056
47	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	-862.255					
48	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	5.843.054	4.880.019	2.939.924	3.612.514	3.313.215	2.308.407
49	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	85.629.150					
50	TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	-163.680	-204.197	-270.103	-380.430	-150.308	

Παράρτημα 9**Συνολικό Ενεργητικό κατά Εταιρεία (Total Assets -TA)**

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999				184.082.931	193.190.992	180.268.484
ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999				66.172.894	67.998.166	46.248.231
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΔ/2000		13.699.973	9.762.334	8.312.165	7.816.420	2.941.751
OPTION KASOULIDES LTD/1999						40.078.121
EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000		17.033.247	12.749.281	13.063.956	11.433.331	11.775.845
CEILFLOOR LTD/2000				12.823.176	10.775.245	12.302.233
STARIO INVESTMENTS LTD/2000		6.507.039	3.478.206		2.253.999	3.022.013
LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000		35.676.164	31.705.848	31.242.390	29.541.335	32.972.091
NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΔ/2001		16.291.762	16.485.048	18.897.200	20.331.258	24.661.014
HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	2.294.247	2.267.693	2.214.679	2.551.632		
JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003		11.712.180	15.852.172	41.988.510	50.954.609	28.256.383
ROYALE HIGHGATE LTD/2003	9.415.295	8.339.096	8.067.450	7.300.192	9.940.283	6.622.556
ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005	1.423.002	2.212.420	13.139.971	14.296.248	12.062.365	9.887.651
CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005	6.369.223	6.496.167	5.475.006	4.538.120	4.674.120	6.803.371
K&G COMPLEX PUB;IC COMPANY LTD/2006	32.882.210	90.061.423	90.524.102	88.763.977	120.649.849	120.125.159
EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006	40.703.568					
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2006	535.298	63.918.002	72.063.824			
BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005	5.021.705					
MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006	10.253.920	6.360.923	5.556.830	3.679.984	2.447.653	2.447.653
DOMESTIC INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006	42.523.220	56.173.994	56.641.415	60.304.993	60.465.481	60.290.166
SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	2.154.076	3.948.306				
CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007	78.797.319	30.865.123	523.559.888	541.955.568	704.959.084	761.006.792
ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007	12.364.800	14.296.248	12.062.365	9.887.651	8.382.210	
C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	27.523.025	21.244.934	21.126.485	21.905.092	23.145.951	23.143.991
UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007	2.711.634	3.756.502	3.713.911	5.190.199	3.965.577	3.919.615
WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007	278.440.280					
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007	63.918.056	75.554.482				
LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007	12.859.635	15.617.612	15.472.612	12.672.017	3.771.401	1.958.877
PHC FRANCHISE RESTAURNATS PUBLIC LTD/2007	19.799.366	22.165.017	21.070.619			

ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	84.298.940	46.883.300	49.714.164			
WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007	451.235.895	491.380.107	503.536.925	504.501.717	516.561.646	520.410.146
CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007	158.611.500	160.262.519	170.164.926	192.538.567	274.290.604	248.284.177
LEMECO SILVEX PUPLIC COMPANY LTD/2007	3.238.302	35.610.708	36.882.689	41.061.801	34.481.228	28.469.341
ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	13.254.628	9.422.513	10.297.540	9.760.608	9.596.776	12.548.708
CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	27.523.025	21.244.934	21.126.485	21.905.092	23.145.951	23.243.991
CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007	6.549.078	5.442.195	5.396.407	3.896.406	3.896.407	29.602
ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2007	15.533.938	16.033.882				
ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007	24.197.507					
CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008	793.025.014	824.753.665	836.116.537	835.550.761	837.098.268	714.669.401
ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008	47.066.108	63.769.939	65.532.179			
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2008	1.282.020	1.128.524	1.085.047	1.068.288	878.576	650.858
EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009	45.700.824	49.344.844	48.356.271			
USB BANK PLC/2009	523.559.888	541.955.468	704.959.084	761.006.792	656.578.275	676.584.292
R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010	5.089.040					
ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011	17.403.130	16.310.106	12.760.478	14.517.821	13.923.699	12.766.874
ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD	599.059	645.577	1.068.486	809.125	1.812.091	

*ΕΙΔΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ: R=RELATED/ΣΥΓΓΕΝΙΚΟΣ, U=UNRELATED/ΜΗ-ΣΥΓΓΕΝΙΚΟΣ

Παράρτημα 10

Συνολικό Πάγιο Ενεργητικό κατά Εταιρεία (Fixed Assets -FA)

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999				139.906.375	153.491.579	144.488.644
ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999				65.755.544	66.192.071	46.163.215
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ/2000		7.814.788	5.041.238	8.312.165	5.166.019	933.131
OPTION KASOULIDES LTD/1999						21.583.095
EUROPORIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000		5.480.129	1.504.132	1.017.080	0	0
CEILFLOOR LTD/2000				8.804.913	6.158.729	6.324.617
STARIO INVESTMENTS LTD/2000			0	0	288.589	389.554
LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000		10.336.179	5.333.672	5.545.031	8.676.407	9.379.937
NEMEΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ/2001		8.223.198	7.618.084	7.679.882	8.139.705	16.684.289
HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	95.060	99.534	99.912	105.996		
JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003		668.905	1.146.775	21.395.793	12.930.552	15.704.050
ROYALE HIGHGATE LTD/2003	6.605.984	6.234.873	6.403.453	5.842.496	4.437.337	3.905.247
ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005	0	873.863	9.891.984	12.741.250	11.317.500	9.345.000

CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005	3.864.629	4.381.807	3.294.620	3.468.563	3.707.906	4.850.897
K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD/2006	14.533.734	69.669.963	66.729.823	65.447.637	99.624.950	98.213.766
EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006	5.977.930					
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ/2006	0	62.460.152	16.282.549			
BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005	3.393.900					
MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006	462.769	424.474	425.891	215.440	0	0
DOMESTIC INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006	41.292.768	54.655.505	54.112.153	53.611.398	53.419.975	53.246.385
SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	1.245.971	1.375.614				
CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007	3.772.177	3.761.457	154.905.345	171.652.666	270.055.344	177.792.900
ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ/2007	9.090.108	12.741.250	11.317.500	9.345.000	8.359.000	
C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	22.515.057	12.777.481	12.636.954	12.070.041	22.719.560	23.024.698
UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007	2.062	997	0	0	0	0
WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007	180.601.277					
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ/2007	62.592.620	53.685.268				
LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007	9.425.196	10.572.657	10.534.705	9.912.320	3.257.104	1.224.685
PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD/2007	16.464.109	15.471.259	15.504.657			
ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ/2007	68.230.424	33.833.036	35.019.058			
WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007	426.471.031	483.041.421	488.539.321	495.043.270	513.683.285	516.743.184
CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007	126.369.593	125.290.693	127.893.127	148.525.495	145.794.960	127.056.059
LEMCO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD/2007	1.473.009	35.370.461	35.527.452	33.531.392	30.434.958	26.188.612
ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ/2007	0	0	0	0	0	11.913.669
CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	22.515.057	12.777.481	12.636.954	12.070.041	22.719.560	23.024.698
CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007	5.908.554	5.007.320	5.079.896	3.579.896	3.579.896	0
ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ/2007	2.416.964	2.475.465				
ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007	19.730.816					
CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008	646.623.097	690.537.143	709.237.650	725.550.761	720.767.393	620.156.767
ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008	44.129.779	59.380.798	57.119.444			
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ/2008	800.000	800.000	700.000	610.000	625.000	550.000
EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009	21.830	1.292.205	172.358			
USB BANK PLC/2009	154.905.345	171.652.666	270.055.344	177.792.900	150.636.549	140.008.432

R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010	4.184.821					
ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011	6.281.829	5.826.152	6.699.745	5.007.941	4.955.738	4.632.778
TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	526.000	526.000	550.000	630.000	1.110.000	

Παράρτημα 11

Δείκτης ROA Κατά Τομέα (Sector)

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	SECTOR	ΕΙΔΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ*
DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999				0,77%	-1,75%	-1,50%	HOSPITALITY/ TRAVEL & TOURISM	RELATED
ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999					2,37%	2,59%	CONSTR.	UNRELATED
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΔ/2000		-5,99%	32,41%	20,48%	-11,00%	14,43%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
OPTION KASOULIDES LTD/1999			0,00%	0,00%		4,77%	SERVICE	UNRELATED
EUROPORIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000		-31,16%	35,45%	1,30%	-9,31%	2,82%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
CEILFLOOR LTD/2000				-6,88%	-1,47%	0,03%	TRADE	RELATED
STARIO INVESTMENTS LTD/2000		-81,37%	79,93%	79,93%	-14,46%	22,72%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000		-5,99%	37,90%	20,10%	1,51%	1,71%	INSURANCE	RELATED
NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΔ/2001	-23,46%	-11,73%	3,37%	6,59%	8,44%	10,38%	CONSTRUCTION SERVICE	RELATED
HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	6,73%	9,19%	11,03%	12,19%				
JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003			26,98%	28,37%	25,25%	83,86%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
ROYALE HIGHGATE LTD/2003	-2,10%	-10,20%	19,87%	-7,64%	-8,02%	-1,88%	SERVICE	RELATED
ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005	1,74%	32,85%	12,54%	-6,78%	-17,29%		FINANCE/INVESTMENT	RELATED
CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005	-6,69%	3,06%	21,11%	26,44%	-0,14%	17,00%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
K&G COMPLEX PUB;IC COMPANY LTD/2006	-3,85%	38,10%	-0,75%	0,86%	0,50%	5,68%	CONSTRUCTION	UNRELATED
EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006	1,37%						FINANCE/INVESTMENT	RELATED
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2006	-39,63%	4,41%	-2,67%				FINANCE/INVESTMENT	RELATED
BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005	11,68%						TRADE	RELATED
MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006	9,50%	5,63%	14,56%	29,84%	-144,77%		MEDIA	RELATED
DOVE INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006	0,42%	1,44%	-2,36%	0,88%	-3,20%	-1,16%	HOSPITALITY/ TRAVEL & TOURISM	RELATED
SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	-36,94%	8,68%					TECHNOLOGY	RELATED
CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007	21,65%	153,37%	23,91%	40,96%	-75,21%	22,72%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007	13,33%	-6,78%	17,29%	27,74%	-23,54%		FINANCE/INVESTMENT	RELATED
C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	23,25%	0,78%	-2,55%	-0,72%	-0,45%	-0,41%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007	0,80%	0,70%	-0,36%	-0,82%	-1,41%	-1,89%	FINANCE/INVESTMENT	UNRELATED
WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007	12,92%						FINANCE/INVESTMENT	RELATED

ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	4,41%	-2,67%					FINANCE/INVESTMENT	RELATED
LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007	16,82%	-8,63%	-4,85%	32,20%	-63,06%		TRADE	RELATED
PHC FRANCHISE RESTAURNATS PUBLIC LTD/2007	5,20%	4,16%	4,66%				TRADE	RELATED
ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	27,23%	-45,12%					FINANCE/INVESTMENT	RELATED
WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007	3,24%	6,58%	3,75%	1,76%	1,30%	1,16%	RETAIL	RELATED
CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007	1,01%	1,34%	0,52%	0,23%	-1,40%	-4,60%	HOSPITALITY/ TRAVEL & TOURISM	RELATED
LEMECO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD/2007	-7,27%	-27,58%	3,45%	5,48%	-12,72%	16,78%	MANUFACTURING	UNRELATED
ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	10,61%	-38,36%	9,39%	-0,65%	1,65%	14,08%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	23,25%	0,78%	-0,26%	-0,72%	-0,45%	-0,41%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007	-3,84%	-9,80%	-8,55%	25,08%	10046,30%		TRADE	UNRELATED
ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΙΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2007	7,67%						TRADE	RELATED
ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007	-1,41%						TRADE	RELATED
CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008	4,63%	1,72%	2,54%	1,14%	0,86%	-3,50%	TRADE	RELATED
ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008	-0,12%	-1,65%	-6,04%				TRADE	UNRELATED
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2008	-56,91%	-2,49%	-2,33%	1,26%	-21,75%	32,59%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009	-0,65%	-1,02%	-8,86%				FINANCE/INVESTMENT	RELATED
USB BANK PLC/2009	0,07%	-1,21%	-1,27%	-0,11%	-2,43%	-1,94%	BANKING	
R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010	-5,85%						SERVICE	UNRELATED
ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011	-1,89%	-2,52%	-5,81%	-7,19%	-2,15%	-7,87%	SERVICE	RELATED
C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD/2011	0,01%						TRADE	RELATED

*ΕΙΛΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ: R=RELATED, U=UNRELATED

Παράρτημα 12

Δείκτης ROE Κατά Τομέα (Sector)

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	SECTOR	ΕΙΛΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ*
DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999				1,50%	-3,70%	-3,46%	HOSPITALITY /TRAVEL & TOURISM	RELATED
ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999					3,27%	3,53%	CONSTRUCTION	UNRELATED
ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ/2000		-13,31%	-90,42%	-94,76%	-91,78%	-82,88%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
OPTION KASOULIDES LTD/1999			0,00%	0,00%		9,54%	SERVICE	UNRELATED
EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000		-183,77%	277,08 %	2,77%	-21,07%	6,17%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
CEILFLOOR LTD/2000				-38,72%	-7,47%	0,15%	TRADE	RELATED
STARIO INVESTMENTS LTD/2000		-81,92%	-80,36%		-14,52%	22,82%	FINANCE/INVESTMENT	RELATED
LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000		-10,30%	-57,47%	179,99%	11,82%	13,00%	INSURANCE	RELATED
NEMESHS ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ/2001	-42,58%	-27,45%	8,27%	14,80%	8,44%	10,38%	CONSTRUCTION	RELATED
HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	12,78%	14,70%	11,03%	12,19%			SERVICE	RELATED

JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003		-19,71%	27,06%	29,46%	26,06%	-97,62%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
ROYALE HIGHGATE LTD/2003	-2,30%	-10,95%	-26,09%	-9,98%	-14,60%	-2,70%	SERVICE	RELATED
ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005	1,75%	32,94%	25,62%	-15,64%	-48,49%	-169,60%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005	-7,04%	3,18%	-21,76%	-29,27%	-0,16%	19,03%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD/2006	-7,57%	93,97%	-0,75%	0,86%	0,48%	5,71%	CONSTRUCTI ON	UNRELATED
EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006	5,28%						FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2006	-48,29%	5,06%	-2,86%				FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005	12,43%						TRADE	RELATED
MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006	28,27%	9,41%	-27,81%	-91,11%	-151,54%		MEDIA	RELATED
DOMESTIC INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006	0,61%	2,24%	-2,36%	1,45%	-5,68%	-2,12%	HOSPITALITY /TRAVEL & TOURISM	RELATED
SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD/2006	-160,26%	15,75%					TECHNOLOG Y	RELATED
CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007	21,80%	-156,74%	24,67%	-41,98%	-71,60%	-23,25%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	25,62%	-15,64%	-48,49%	169,56%	-616,54%		FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	35,18%	1,02%	-0,33%	-0,98%	-0,65%	-0,60%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007	1,76%	2,09%	-1,07%	-3,55%	-4,87%	-6,93%	FINANCE/INV ESTMENT	UNRELATED
WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007	20,62%						FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	5,06%	-2,90%					FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007	27,82%	-14,66%	-9,27%	-94,03%	-37,20%	-44,27%	TRADE	RELATED
PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD/2007	9,13%	7,97%	7,73%				TRADE	RELATED
ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	22,63%	-32,75%					FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007	9,82%	18,47%	9,71%	4,38%	3,35%	2,96%	RETAIL	RELATED
CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007	1,52%	2,00%	0,81%	0,35%	-3,11%	-12,15%	HOSPITALITY /TRAVEL & TOURISM	RELATED
LEMCO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD/2007	-10,34%	-2,72%	3,45%	5,89%	-13,50%	-17,13%	MANUFACTU RING	UNRELATED
ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007	10,67%	-38,36%	9,39%	-0,65%	1,65%	-14,08%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007	35,18%	1,02%	-0,33%	-0,98%	-0,65%	-0,60%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007	-5,69%	-39,49%	-19,78%	-44,57%	-49,48%		TRADE	UNRELATED
ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2007	8,36%						TRADE	RELATED
ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007	-18,54%						TRADE	RELATED
CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008	17,11%	6,29%	8,80%	3,95%	2,96%	-13,45%	TRADE	RELATED
ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008	-0,28%	-4,64%	-21,12%				TRADE	UNRELATED
ΤΟΞΟΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2008	-68,90%	-2,79%	-2,57%	1,35%	-23,76%	-35,81%	FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009	-199,59%	-15,58%	157,02 %				FINANCE/INV ESTMENT	RELATED
USB BANK PLC/2009	1,25%	-27,18%	-33,70%	-1,76%	-30,35%	-26,55%	BANKING	UNRELATED
R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010	-27,57%						SERVICE	RELATED
ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011	-2,21%	-2,84%	-6,08%	-8,05%	-2,37%	-8,67%	SERVICE	RELATED

*ΕΙΔΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ: R=RELATED/ΣΥΓΓΕΝΙΚΟΣ, U=UNRELATED/ΜΗ-ΣΥΓΓΕΝΙΚΟΣ

Παράρτημα 13**Στατιστικές Αναλύσεις Pearson Correlation**

		ROA Y0	ROE Y0	CR Y0	DR Y0	RE Y0	NP Y0	OP Y0
ROA Y0	Pearson Correlation	1	.623**	-.227	-.312	.222	-.426*	.159
	Sig. (2-tailed)		.000	.197	.088	.186	.011	.420
	N	38	38	34	31	37	35	28
ROE Y0	Pearson Correlation	.623**	1	-.209	-.327	.258	-.097	.127
	Sig. (2-tailed)	.000		.235	.072	.123	.581	.518
	N	38	38	34	31	37	35	28
CR Y0	Pearson Correlation	-.227	-.209	1	-.269	-.113	-.016	-.108
	Sig. (2-tailed)	.197	.235		.118	.533	.926	.561
	N	34	34	41	35	33	37	31
DR Y0	Pearson Correlation	-.312	-.327	-.269	1	-.180	.513**	-.110
	Sig. (2-tailed)	.088	.072	.118		.340	.002	.585
	N	31	31	35	38	30	34	27
RE Y0	Pearson Correlation	.222	.258	-.113	-.180	1	-.082	.169
	Sig. (2-tailed)	.186	.123	.533	.340		.643	.400
	N	37	37	33	30	37	34	27
NP Y0	Pearson Correlation	-.426*	-.097	-.016	.513**	-.082	1	-.123
	Sig. (2-tailed)	.011	.581	.926	.002	.643		.488
	N	35	35	37	34	34	41	34
OP Y0	Pearson Correlation	.159	.127	-.108	-.110	.169	-.123	1
	Sig. (2-tailed)	.420	.518	.561	.585	.400	.488	
	N	28	28	31	27	27	34	34

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		ROA Y1	ROE Y1	CR Y1	DR Y1	RE Y1	NP Y1	OP Y1
ROAY1	Pearson Correlation	1	.794**	.016	.034	.281	.127	.130
	Sig. (2-tailed)		.000	.936	.865	.119	.467	.478
	N	35	35	27	27	32	35	32
ROE Y1	Pearson Correlation	.794**	1	-.049	-.019	.377*	.058	.075
	Sig. (2-tailed)	.000		.808	.927	.031	.737	.676
	N	35	36	27	27	33	36	33
CR Y1	Pearson Correlation	.016	-.049	1	-.281	-.206	.021	.009
	Sig. (2-tailed)	.936	.808		.156	.292	.910	.962
	N	27	27	31	27	28	31	29
DR Y1	Pearson Correlation	.034	-.019	-.281	1	.147	-.185	.073
	Sig. (2-tailed)	.865	.927	.156		.455	.320	.713
	N	27	27	27	31	28	31	28
RE Y1	Pearson Correlation	.281	.377*	-.206	.147	1	-.102	-.032
	Sig. (2-tailed)	.119	.031	.292	.455		.553	.860
	N	32	33	28	28	36	36	33
NP Y1	Pearson Correlation	.127	.058	.021	-.185	-.102	1	.032
	Sig. (2-tailed)	.467	.737	.910	.320	.553		.851
	N	35	36	31	31	36	40	37
OP Y1	Pearson Correlation	.130	.075	.009	.073	-.032	.032	1
	Sig. (2-tailed)	.478	.676	.962	.713	.860	.851	
	N	32	33	29	28	33	37	37

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		ROA Y2	ROE Y2	CR Y2	DR Y2	RE Y2	NP Y2	OP Y2
ROA Y2	Pearson Correlation	1	.616**	-.023	.294	.100	.194	-.046
	Sig. (2-tailed)		.000	.915	.145	.606	.287	.816
	N	33	33	25	26	29	32	28
ROE Y2	Pearson Correlation	.616**	1	.073	-.099	.218	-.083	-.127
	Sig. (2-tailed)	.000		.729	.630	.256	.651	.520
	N	33	33	25	26	29	32	28
CR Y2	Pearson Correlation	-.023	.073	1	-.026	-.167	-.126	-.017
	Sig. (2-tailed)	.915	.729		.888	.395	.485	.929
	N	25	25	33	31	28	33	31
DR Y2	Pearson Correlation	.294	-.099	-.026	1	-.241	.111	-.037
	Sig. (2-tailed)	.145	.630	.888		.217	.544	.848
	N	26	26	31	33	28	32	30
RE Y2	Pearson Correlation	.100	.218	-.167	-.241	1	.047	-.111
	Sig. (2-tailed)	.606	.256	.395	.217		.791	.540
	N	29	29	28	28	36	35	33
NP Y2	Pearson Correlation	.194	-.083	-.126	.111	.047	1	-.005
	Sig. (2-tailed)	.287	.651	.485	.544	.791		.978
	N	32	32	33	32	35	40	35
OP Y2	Pearson Correlation	-.046	-.127	-.017	-.037	-.111	-.005	1
	Sig. (2-tailed)	.816	.520	.929	.848	.540	.978	
	N	28	28	31	30	33	35	36

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		ROA Y3	ROE Y3	CR Y3	DR Y3	RE Y3	NP Y3	OP Y3
ROA Y3	Pearson Correlation	1	.734**	.267	.426	.014	.099	.240
	Sig. (2-tailed)		.000	.242	.061	.951	.630	.238
	N	31	30	21	20	22	26	26
ROE Y3	Pearson Correlation	.734**	1	.236	.328	.018	.078	.131
	Sig. (2-tailed)	.000		.302	.158	.939	.706	.532
	N	30	30	21	20	21	26	25
CR Y3	Pearson Correlation	.267	.236	1	-.231	-.128	.130	.149
	Sig. (2-tailed)	.242	.302		.247	.551	.502	.478
	N	21	21	30	27	24	29	25
DR Y3	Pearson Correlation	.426	.328	-.231	1	-.084	-.038	.078
	Sig. (2-tailed)	.061	.158	.247		.690	.843	.712
	N	20	20	27	30	25	29	25
RE Y3	Pearson Correlation	.014	.018	-.128	-.084	1	.138	.738**
	Sig. (2-tailed)	.951	.939	.551	.690		.466	.000
	N	22	21	24	25	33	30	28
NP Y3	Pearson Correlation	.099	.078	.130	-.038	.138	1	.053
	Sig. (2-tailed)	.630	.706	.502	.843	.466		.781
	N	26	26	29	29	30	37	30
OP Y3	Pearson Correlation	.240	.131	.149	.078	.738**	.053	1
	Sig. (2-tailed)	.238	.532	.478	.712	.000	.781	
	N	26	25	25	25	28	30	34

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		ROA Y4	ROE Y4	CR Y4	DR Y4	RE Y4	NP Y4	OP Y4
ROA Y4	Pearson Correlation	1	.028	.071	.072	-.046	-.046	-.712**
	Sig. (2-tailed)		.881	.781	.777	.836	.832	.000
	N	31	31	18	18	23	24	25
ROE Y4	Pearson Correlation	.028	1	.110	.052	-.126	-.421*	.046
	Sig. (2-tailed)	.881		.665	.839	.566	.041	.827
	N	31	31	18	18	23	24	25
CR Y4	Pearson Correlation	.071	.110	1	-.050	-.154	.059	-.034
	Sig. (2-tailed)	.781	.665		.812	.495	.781	.885

	N	18	18	29	25	22	25	21
DR Y4	Pearson Correlation	.072	.052	-.050	1	-.003	.025	-.066
	Sig. (2-tailed)	.777	.839	.812		.988	.906	.784
	N	18	18	25	29	23	25	20
RE Y4	Pearson Correlation	-.046	-.126	-.154	-.003	1	-.382	-.084
	Sig. (2-tailed)	.836	.566	.495	.988		.059	.695
	N	23	23	22	23	32	25	24
NP Y4	Pearson Correlation	-.046	-.421*	.059	.025	-.382	1	-.260
	Sig. (2-tailed)	.832	.041	.781	.906	.059		.209
	N	24	24	25	25	25	34	25
OP Y4	Pearson Correlation	-.712**	.046	-.034	-.066	-.084	-.260	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.827	.885	.784	.695	.209	
	N	25	25	21	20	24	25	32

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

	ROA Y5	ROE Y5	CR Y5	DR Y5	RE Y5	NP Y5	OP Y5
ROA Y5	Pearson Correlation	1	.857**	.322	-.773**	-.043	.029
	Sig. (2-tailed)		.000	.262	.001	.862	.659
	N	26	25	14	15	19	19
ROE Y5	Pearson Correlation	.857**	1	.307	-.490	-.009	-.069
	Sig. (2-tailed)	.000		.267	.054	.969	.785
	N	25	27	15	16	20	18
CR Y5	Pearson Correlation	.322	.307	1	.025	-.132	.045
	Sig. (2-tailed)	.262	.267		.912	.569	.839
	N	14	15	27	22	21	23
DR Y5	Pearson Correlation	-.773**	-.490	.025	1	-.188	-.250
	Sig. (2-tailed)	.001	.054	.912		.414	.251
	N	15	16	22	26	21	23
RE Y5	Pearson Correlation	-.043	-.009	-.132	-.188	1	.114
	Sig. (2-tailed)	.862	.969	.569	.414		.623
	N	19	20	21	21	30	21
NP Y5	Pearson Correlation	.029	-.069	.045	-.250	.114	1
	Sig. (2-tailed)	.912	.785	.839	.251	.623	
	N	17	18	23	23	21	30
OP Y5	Pearson Correlation	.108	.108	-.002	.062	-.082	.179
	Sig. (2-tailed)	.659	.649	.995	.825	.755	.508
	N	19	20	15	15	17	16

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Παράρτημα 14

Στατιστική Ανάλυση Δείκτη Altman Z Score Y0-Y5

ALTMAN Z SCORE - ΧΡΟΝΙΚΟ ΣΗΜΕΙΟ ΕΞΑΓΟΡΑΣ (YEAR 0)							
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΔΕΙΚΤΕΣ				SCORE	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
		1	2	3	4		
1	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	1,21	0,63	0,21	0,28	1,91	ΥΨΗΛΟ
2	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	-	-	-	1,27	-3,48	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
3	STARIO INVESTMENTS LTD	6,46	5,32	5,47	780,13	775,80	ΧΑΜΗΛΟ
4	ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΛΤΔ	6,46	0,57	0,81	116,91	121,98	ΧΑΜΗΛΟ
5	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	3,74	0,31	0,38	0,14	3,81	ΧΑΜΗΛΟ

6	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΔ	1,20	-	-	0,98	-0,04	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
7	HYDROTHERM COMPANY LTD	3,18	1,54	0,70	0,07	5,48	ΧΑΜΗΛΟ
8	ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΤΔ	6,44	5,27	0,32	157,78	158,63	ΧΑΜΗΛΟ
9	ROYALE HIGHGATE LTD	1,39	1,03	0,12	4,23	6,52	ΧΑΜΗΛΟ
10	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	6,10	1,03	1,34	194,21	197,93	ΧΑΜΗΛΟ
11	CONFINE INVESTMENT PUBLIC LTD	5,42	1,27	0,09	234,44	238,68	ΧΑΜΗΛΟ
12	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	6,46	0,79	2,27	73,29	82,81	ΧΑΜΗΛΟ
13	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	2,33	0,12	0,08	11,00	13,38	ΧΑΜΗΛΟ
14	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	3,50	0,57	0,15	2,37	6,29	ΧΑΜΗΛΟ
15	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD	1,95	0,24	0,02	0,04	2,25	ΥΨΗΛΟ
16	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	5,33	1,92	2,21	0,01	1,21	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
17	BRAINSTROM ENTERPRISES LTD	4,01	2,10	0,78	1,48	8,38	ΧΑΜΗΛΟ
18	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	6,21	7,76	8,65	0,43	-22,19	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
19	DOVE INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	0,18	1,43	0,09	2,64	3,97	ΧΑΜΗΛΟ
20	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	3,09	7,89	2,11	1,07	-12,02	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
21	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	6,45	1,88	1,40	32,96	42,70	ΧΑΜΗΛΟ
22	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	1,49	0,88	1,25	0,46	2,32	ΥΨΗΛΟ
23	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	0,84	1,42	1,82	0,27	4,35	ΧΑΜΗΛΟ
24	UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC LTD	2,96	0,21	0,08	0,54	3,37	ΧΑΜΗΛΟ
25	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	1,08	0,27	1,49	1,07	3,37	ΧΑΜΗΛΟ
26	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	0,03	1,82	0,43	1,39	3,66	ΧΑΜΗΛΟ
27	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	0,53	1,38	0,17	0,28	2,36	ΥΨΗΛΟ
28	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	1,30	0,79	0,36	0,46	0,31	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
29	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	5,09	1,38	1,49	12,58	20,53	ΧΑΜΗΛΟ
30	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	0,46	0,41	0,39	0,13	0,47	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
31	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	0,90	0,10	0,17	0,93	2,10	ΥΨΗΛΟ
32	LEMECO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD	1,81	0,09	0,41	1,36	2,85	ΠΙΘΑΝΗ
33	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	6,46	1,81	0,51	43,69	52,47	ΧΑΜΗΛΟ
34	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	0,84	1,42	1,82	0,27	4,35	ΧΑΜΗΛΟ
35	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	9,78	3,27	2,37	0,12	-15,31	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
36	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ	0,65	0,44	0,57	4,88	6,53	ΧΑΜΗΛΟ
37	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	0,20	1,15	0,31	0,28	-0,76	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
38	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	0,47	0,21	0,27	0,09	0,10	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
39	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	0,13	0,16	0,41	0,28	-0,42	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
40	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ	1,85	1,11	3,57	1,67	1,06	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
41	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	0,02	2,24	0,31	1,70	-0,22	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
42	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	6,27	0,03	0,20	0,05	6,09	ΧΑΜΗΛΟ

43	USB BANK PLC	0,38	-	0,00	0,06	0,32	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
44	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	0,74	0,55	0,01	0,29	-1,00	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
45	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	3,22	1,09	0,16	2,20	6,35	ΧΑΜΗΛΟ
46	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	0,00	0,56	0,10	0,08	0,75	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
47	TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	0,71	0,89	0,60	6,73	5,95	ΧΑΜΗΛΟ
Δείκτες							
1	(Κφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού)*6,5						
2	(Κέρδη εις Νέο / Σύνολο ενεργητικού)*3,26						
3	(Κέρδη προ τόκων & φόρων / Total Assets)*6,72						
4	Κεφαλαιοποίηση / Σύνολο Υποχρεώσεων)*0,6						
Επόδοση (score)		Πιθανότητα Αποτυχίας					
.....<1,80		Πολύ υψηλή (very high)					
1,81<...<2,67		Υψηλή (high)					
2,68<...<2,99		Πιθανή (possible)					
3,00<...		Χαμηλή (low)					

ALTMAN Z SCORE - ΧΡΟΝΙΚΟ ΣΗΜΕΙΟ ΕΞΑΓΟΡΑΣ (Υ1)							
		ΔΕΙΚΤΕΣ					
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1	2	3	4	SCORE	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	0,05	0,07	-0,01	0,22	0,23	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
2	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	1,21	0,63	-0,21	0,28	1,91	ΥΨΗΛΟ
3	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	0,99	2,01	-2,09	0,57	-4,52	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
4	STARIO INVESTMENTS LTD	6,46	5,32	-5,47	235,26	230,93	ΧΑΜΗΛΟ
5	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	3,74	0,31	-0,50	0,83	4,38	ΧΑΜΗΛΟ
6	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ	0,16	0,97	-1,03	0,76	-1,08	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
7	HYDROTHERM COMPANY LTD	3,78	1,85	0,79	0,09	6,51	ΧΑΜΗΛΟ
8	ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΛΤΔ	6,44	5,27	-0,32	157,78	158,63	ΧΑΜΗΛΟ
9	ROYALE HIGHGATE LTD	1,19	0,83	-0,44	5,90	7,48	ΧΑΜΗΛΟ
10	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	6,01	0,09	1,80	194,41	202,31	ΧΑΜΗΛΟ
11	CONFINE INVESTMENT PUBLIC LTD	3,92	1,68	-2,74	153,37	156,23	ΧΑΜΗΛΟ
12	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	4,66	0,12	2,19	148,65	155,62	ΧΑΜΗΛΟ
13	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	1,99	0,22	0,24	14,29	16,74	ΧΑΜΗΛΟ
14	K&G COMPLEX PUB;IC COMPANY LTD	1,42	1,64	0,11	0,37	3,54	ΧΑΜΗΛΟ
15	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD	1,95	0,24	0,02	0,04	2,25	ΥΨΗΛΟ
16	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	0,04	1,82	0,43	1,39	3,68	ΧΑΜΗΛΟ
17	BRAINSTROM ENTERPRISES LTD	4,01	2,10	0,78	1,48	8,38	ΧΑΜΗΛΟ

18	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	2,54	-	0,77	-1,66	0,82	0,93	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
19	DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	0,12	-	1,48	0,11	0,30	1,77	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
20	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	2,53	-	4,04	0,70	2,39	1,57	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
21	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	6,36	-	0,25	10,26	29,53	25,38	ΧΑΜΗΛΟ
22	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	0,26	-	0,27	0,02	0,37	0,91	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
23	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	2,11	-	1,87	0,22	0,51	4,71	ΧΑΜΗΛΟ
24	UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC LTD	4,25	-	0,66	0,08	0,23	5,22	ΧΑΜΗΛΟ
25	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	1,75	-	1,97	-0,16	2,33	5,89	ΧΑΜΗΛΟ
26	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	0,60	-	1,14	-0,56	0,35	1,53	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
27	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	0,44	-	0,81	0,26	0,34	0,98	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
28	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	4,65	-	0,01	-2,16	100,10	102,58	ΧΑΜΗΛΟ
29	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	0,82	-	0,90	0,73	0,07	0,88	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
30	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	1,13	-	1,08	0,18	0,62	3,01	ΧΑΜΗΛΟ
31	LEMECO SILVEX PUPLIC COMPANY LTD	0,15	-	1,41	-0,12	3,45	4,89	ΧΑΜΗΛΟ
32	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	6,41	-	1,21	-2,56	25,69	30,75	ΧΑΜΗΛΟ
33	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	2,11	-	1,87	0,22	0,51	4,71	ΧΑΜΗΛΟ
34	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	6,05	-	0,90	5,33	0,01	-1,61	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
35	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	0,60	-	0,31	0,34	0,08	0,13	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
36	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD	0,13	-	0,16	0,46	0,28	0,45	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
37	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	1,79	-	1,12	0,00	1,76	4,67	ΧΑΜΗΛΟ
38	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	5,66	-	0,06	-0,08	0,05	5,57	ΧΑΜΗΛΟ
39	USB BANK PLC	0,29	-	0,01	-0,08	0,03	0,23	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
40	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	3,44	-	1,09	-0,22	2,99	7,30	ΧΑΜΗΛΟ
41	ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUBLIC LTD	0,26	-	1,03	-0,41	2,62	1,44	ΥΨΗΛΟ

ALTMAN Z SCORE - 2ον ΕΤΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗ (YEAR 2)							
Α/Α	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΔΕΙΚΤΕΣ				SCORE	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
		1	2	3	4		
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	-0,05	0,07	-0,01	0,22	0,23	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD	-0,30	0,23	0,43	2,77	3,13	ΧΑΜΗΛΟ
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	-0,82	-1,39	-0,50	0,44	-2,27	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
4	OPTION KASOULIDES LTD	0,76	0,45	0,51	0,24	1,96	ΥΨΗΛΟ
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	3,06	-0,98	0,12	0,84	3,04	ΧΑΜΗΛΟ
6	CEILFLOOR LTD	-0,15	0,00	0,03	0,14	0,02	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
7	STARIO INVESTMENTS LTD	5,63	-0,44	1,47	156,03	162,69	ΧΑΜΗΛΟ
8	ΚΥΚΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΛΤΔ	6,46	-0,57	-0,81	116,91	121,98	ΧΑΜΗΛΟ

9	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	3,46	-0,08	0,23	0,11	3,72	ΧΑΜΗΛΟ
10	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	-0,27	0,65	0,77	0,33	1,48	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
11	HYDROTHERM COMPANY LTD	3,18	1,54	0,70	0,07	5,48	ΧΑΜΗΛΟ
12	ΠΕΡΣΕΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΤΑ	6,44	-5,27	-0,32	157,78	158,63	ΧΑΜΗΛΟ
13	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	2,64	-0,03	0,82	3,91	7,33	ΧΑΜΗΛΟ
14	ROYALE HIGHGATE LTD	1,01	-0,49	-0,95	1,68	1,24	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
15	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ (CONFIN)	-0,27	0,02	-1,16	0,38	-1,03	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
16	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	6,46	0,79	2,27	73,29	82,81	ΧΑΜΗΛΟ
17	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	1,48	-0,17	1,19	5,43	7,94	ΧΑΜΗΛΟ
18	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	1,00	2,19	0,51	0,48	4,17	ΧΑΜΗΛΟ
19	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD	1,95	0,24	0,02	0,04	2,25	ΥΨΗΛΟ
20	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	5,33	-1,92	-2,21	0,01	1,21	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
21	BRAINSTROM ENTERPRISES LTD	4,01	2,10	0,78	1,48	8,38	ΧΑΜΗΛΟ
22	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	1,89	-0,01	1,43	0,31	3,62	ΧΑΜΗΛΟ
23	DOMESTIC INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	0,20	1,21	0,06	1,25	2,72	ΠΙΘΑΝΟ
24	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	-3,09	-7,89	-2,11	1,07	-12,02	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
25	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	6,35	-0,89	-1,60	28,79	32,66	ΧΑΜΗΛΟ
26	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	1,49	-0,88	1,25	0,46	2,32	ΥΨΗΛΟ
27	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	-1,00	1,62	0,09	0,33	1,04	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
28	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD	2,96	-0,10	0,08	0,54	3,47	ΧΑΜΗΛΟ
29	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	-16,92	-16,65	-1,42	0,27	-34,72	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
30	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD	-1,30	0,79	0,36	0,46	0,31	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
31	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	5,09	1,38	1,49	12,58	20,53	ΧΑΜΗΛΟ
32	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	-0,48	0,69	0,23	0,07	0,51	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
33	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	2,03	-0,06	-0,10	0,21	2,08	ΥΨΗΛΟ
34	LEMECO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD	0,39	1,05	-0,95	19,67	20,16	ΧΑΜΗΛΟ
35	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	0,24	0,44	-0,95	0,70	0,43	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
36	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	-1,01	1,62	0,09	0,33	1,04	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
37	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	558,45	678,61	548,14	0,02	1.785,19	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
38	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD	-0,20	-1,15	0,31	0,28	-0,76	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
39	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	-1,01	0,17	0,27	0,09	-0,48	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
40	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	0,94	-0,58	-2,32	6,36	4,41	ΧΑΜΗΛΟ
41	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LIMITED	0,02	-2,24	0,31	1,70	-0,22	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
42	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	-0,23	-0,35	-0,19	0,04	-0,73	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
43	USB BANK PLC	0,48	-0,09	0,12	0,05	0,56	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
44	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD	-0,74	-0,55	0,01	0,29	-1,00	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
45	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	3,54	0,59	-0,53	4,71	8,31	ΧΑΜΗΛΟ
46	C.C.C. HOLDINGS & INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	0,00	0,56	0,10	0,08	0,75	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
47	TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD	-0,36	-0,82	-0,38	0,59	-0,98	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ

ALTMAN Z SCORE - 3ον ΕΤΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗ (YEAR 3)							
		ΔΕΙΚΤΕΣ					
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1	2	3	4	SCORE	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	0,46	0,69	0,02	0,19	1,36	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD	-	0,71	0,68	0,27	1,13	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΔ	-	0,01	-	0,68	1,00	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
4	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	0,01	-	0,68	1,00	0,33	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
5	CEILFLOOR LTD	2,54	-	3,66	0,10	1,15	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
6	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	-	0,49	-	0,03	0,29	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
7	NEMΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΔ	0,49	0,71	0,65	0,32	2,34	ΥΨΗΛΟ
8	HYDROTHERM CO. LTD	0,88	2,14	0,92	0,10	7,48	ΧΑΜΗΛΟ
9	ROYALE HIGHGATE LTD	4,32	-	-	0,02	1,97	ΥΨΗΛΟ
10	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	0,55	1,45	1,65	10,10	18,01	ΧΑΜΗΛΟ
11	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	4,81	0,27	0,02	0,37	0,91	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
12	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	0,26	-	-	8,01	6,26	ΧΑΜΗΛΟ
13	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	1,19	1,26	1,68	0,43	4,14	ΧΑΜΗΛΟ
14	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	1,71	-	-	0,82	-1,46	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
15	DOMЕ INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	1,71	1,97	2,02	1,95	3,83	ΧΑΜΗΛΟ
16	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	0,36	1,40	0,12	10,95	16,25	ΧΑΜΗΛΟ
17	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	6,34	-	-	0,36	-2,67	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
18	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	-	0,81	1,54	0,42	4,71	ΧΑΜΗΛΟ
19	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD	0,68	1,75	0,05	0,08	5,34	ΧΑΜΗΛΟ
20	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	4,80	0,44	0,02	0,27	-1,89	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
21	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	-	0,16	1,99	0,13	1,01	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
22	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	0,30	1,05	0,13	0,48	3,03	ΧΑΜΗΛΟ
23	LEMЕCO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD	1,26	1,19	0,10	3,91	6,62	ΧΑΜΗΛΟ
24	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ	0,74	1,54	0,43	55,14	62,88	ΧΑΜΗΛΟ
25	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	6,46	1,30	0,02	0,42	4,80	ΧΑΜΗΛΟ
26	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	2,59	-	-	0,02	-11,08	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
27	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	-	2,67	0,12	0,08	-0,16	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
28	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ	0,85	0,36	0,26	5,12	8,99	ΧΑΜΗΛΟ
29	USB BANK PLC	2,73	1,14	0,00	0,05	0,40	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
30	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	0,40	-	0,04	3,59	7,66	ΧΑΜΗΛΟ
31	ΤΟΧΟΤΙS INVESTMENT PUBLIC LTD	-	-	-	0,77	-1,64	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ

ALTMAN Z SCORE - 4ον ΕΤΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗ (YEAR 4)							
		ΔΕΙΚΤΕΣ					
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1	2	3	4	SCORE	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	0,06	0,60	0,02	0,16	0,84	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD	-0,67	0,68	0,27	1,13	1,41	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ	-0,14	-1,08	-0,31	0,31	-1,22	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
4	OPTION KASOULIDES LTD	0,64	0,78	0,74	0,24	2,40	ΥΨΗΛΟ
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	2,88	-1,10	-0,52	0,84	2,11	ΥΨΗΛΟ
6	CEILFLOOR LTD	-0,24	-0,01	0,03	0,15	-0,07	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
7	STARIO INVESTMENTS LTD	5,64	-1,70	-1,06	202,33	205,21	ΧΑΜΗΛΟ
8	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	3,47	-0,72	0,26	0,24	3,25	ΧΑΜΗΛΟ
9	NEMΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ	-0,90	0,47	0,74	0,36	0,67	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
10	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	2,37	-0,30	-5,47	4,04	0,64	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
11	ROYALE HIGHGATE LTD	0,88	-0,06	-0,15	0,76	1,43	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
12	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	-0,27	0,02	-0,87	0,38	-0,73	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
13	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	0,94	-1,23	0,13	6,05	5,89	ΧΑΜΗΛΟ
14	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	1,11	1,93	0,13	0,39	3,55	ΧΑΜΗΛΟ
15	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	-6,21	-7,76	-8,65	0,43	-22,19	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
16	DOMЕ INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	0,34	1,26	0,07	0,25	1,91	ΥΨΗΛΟ
17	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	5,54	0,35	-4,53	9,85	11,21	ΧΑΜΗΛΟ
18	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	-1,93	-1,57	-1,13	0,34	-4,30	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
19	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	-0,47	1,65	0,08	0,34	1,60	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
20	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD	5,26	4,22	0,01	0,11	9,60	ΧΑΜΗΛΟ
21	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	-11,59	-8,31	-18,42	0,23	-38,10	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
22	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	-0,44	1,02	0,23	0,07	0,88	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
23	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	2,36	0,79	0,08	0,22	3,44	ΧΑΜΗΛΟ
24	LEMЕCO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD	0,43	1,31	-0,78	6,49	7,46	ΧΑΜΗΛΟ
25	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ	6,45	1,26	0,17	46,89	54,78	ΧΑΜΗΛΟ
26	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	-0,47	1,65	0,06	0,34	1,57	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
27	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	558,45	678,61	548,14	0,02	1.785,19	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
28	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	-1,04	0,37	0,25	0,08	-0,33	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
29	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ	1,81	0,68	-1,18	5,02	6,34	ΧΑΜΗΛΟ
30	USB BANK PLC	0,52	-0,02	-0,15	0,06	0,40	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
31	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	3,57	0,80	-0,18	4,21	8,40	ΧΑΜΗΛΟ
32	ΤΟΧΟΤΙS INVESTMENT PUBLIC LTD	-1,39	-0,03	1,21	0,30	0,08	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ

ALTMAN Z SCORE - 5ον ΕΤΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗ (YEAR 5)							
		ΔΕΙΚΤΕΣ					
A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1	2	3	4	SCORE	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD	-0,05	0,07	-0,01	0,22	0,23	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD	-0,30	0,23	0,43	2,77	3,13	ΧΑΜΗΛΟ

3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΑ	-0,82	-1,39	-0,50	0,44	-2,27	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
4	OPTION KASOULIDES LTD	0,76	0,45	0,51	0,24	1,96	ΥΨΗΛΟ
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD	3,06	-0,98	0,12	0,84	3,04	ΧΑΜΗΛΟ
6	CEILFLOOR LTD	-0,15	0,00	0,03	0,14	0,02	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
7	STARIO INVESTMENTS LTD	-0,44	1,47	1,47	156,03	158,53	ΧΑΜΗΛΟ
8	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD	3,46	-0,08	0,23	0,11	3,72	ΧΑΜΗΛΟ
9	NEMΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΑ	-0,27	0,65	0,77	0,33	1,48	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
10	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD	2,64	-0,03	0,82	3,91	7,33	ΧΑΜΗΛΟ
11	ROYALE HIGHGATE LTD	1,01	-0,49	-0,95	1,68	1,24	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
12	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ	-0,27	0,02	-1,16	0,38	-1,03	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
13	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD	1,48	-0,17	1,19	5,43	7,94	ΧΑΜΗΛΟ
14	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD	1,00	2,19	0,51	0,48	4,17	ΧΑΜΗΛΟ
15	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD	-6,21	-7,76	-8,65	0,43	-22,19	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
16	DOMЕ INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	0,20	1,21	0,06	1,25	2,72	ΠΙΘΑΝΟ
17	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD	6,35	-0,89	-1,60	28,79	32,66	ΧΑΜΗΛΟ
18	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	-1,02	-1,33	-0,96	0,34	-2,97	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
19	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD	-1,00	1,62	0,09	0,33	1,04	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
20	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD	6,12	-0,21	-0,06	0,28	6,13	ΧΑΜΗΛΟ
21	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD	-16,92	-16,65	-1,42	0,27	-34,72	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
22	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC	-0,48	0,69	0,23	0,07	0,51	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
23	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD	2,03	-0,06	-0,10	0,21	2,08	ΥΨΗΛΟ
24	LEMЕCO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD	0,39	1,05	-0,95	19,67	20,16	ΧΑΜΗΛΟ
25	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΑ	0,24	0,44	-0,95	0,70	0,43	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
26	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	-1,01	1,62	0,09	0,33	1,04	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
27	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD	558,45	678,61	548,14	0,02	1.785,19	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
28	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	-1,01	0,17	0,27	0,09	-0,48	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
29	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΑ	0,94	-0,58	-2,32	6,36	4,41	ΧΑΜΗΛΟ
30	USB BANK PLC	0,48	-0,09	0,12	0,05	0,56	ΠΟΛΥ ΥΨΗΛΟ
31	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD	3,54	0,59	-0,53	4,71	8,31	ΧΑΜΗΛΟ

Παράρτημα 15

Στατιστική Ανάλυση Συνδεσιμότητας Μοντέλου Altman Z Score και Δεικτών Χρέους, Ρευστότητας, και Κερδοφορίας

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΣΥΝΔΕΣΙΜΟΤΗΤΗΤΑΣ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ALTMAN Z SCORE ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΧΡΕΟΥΣ (DR), ΤΡΕΧΟΥΜΕΝΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CR) ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ/(ΖΗΜΙΑΣ) (NP/(NL), OP/(OL), RE/(RL), ROA								
DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
1	Y0				1.460.853	2.224.597		
	Y1				258.593	5.197.561		
	Y2				1.508.277	2.159.667		
	Y3	1,08	49%	0,71	2.610.910	-2.927.310	7.893.708	-1,75%
	Y4	0,35	53%	0,96	1.666.622	-3.260.641	4.521.646	-1,50%

	Y5	0,23	57%	0,96	5.769.787	-17.166.841	3.807.217	
	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>2</u>	Y0	1,91	17%	6,4	1.335.261	-729.539		
	Y1	1,91	11%		-246.510	-28.087	2.630.333	-5,99%
	Y2	-2,27	9%	0,99	-1.560.733	-25.267	-37.488	-20,48%
	Y3	-1,37	7%	1	-726.166	13.463	-1.740.100	-11,00%
	Y4	-1,22	8%	0,94	-209.779	-191.110	-2.599.927	-14,43%
	Y5	-2,27	9%	0,84	59.684	-212.118	-126.110	-32,41%
	EUROPFIT CAPITAL INVESTORS LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>3</u>	Y0	-3,48			-3.559.511	-6.095.941		
	Y1	-4,52			-3.105.324	-5.307.974	-9.750.925	-31,16%
	Y2	3,04	113%	0,89	-2.581.815	-4.519.435	-15.188.354	1,30%
	Y3	0,13	53%	1,88	224.648	169.392	-15.018.961	-9,31%
	Y4	2,11	56%	1,79	-516.315	-1.064.876	-4.054.419	2,82%
	Y5	3,04	54%	1,84	312.744	332.410	-3.722.009	-35,45%
	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>4</u>	Y0	3,81			1.465.610	2.338.217		
	Y1	4,38			-1.173.445	-2.798.658	3.419.886	-5,99%
	Y2	3,72	89%	3,88	-1.077.209	-12.015.188	-4.041.493	-20,10%
	Y3	3,54	89%	4,92	-625.696	-6.279.020	-6.803.490	1,51%
	Y4	3,25	87%	4,08	670.761	444.557	-6.529.681	1,71%
	Y5	3,72		3,92	646.496	562.649	-818.935	-37,90%
	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>5</u>	Y0	-0,04	45%	1,59	-2.126.236	-3.822.840	-2.951.825	-23,46%
	Y1	-1,08	57%	1,05	-1.471.995	-1.933.498	-4.885.323	-11,73%
	Y2	1,48	59%	1,17	228.743	636.141	-429.182	6,59%
	Y3	2,34	55%	1,29	1.152.769	1.339.445	3.054.898	8,44%
	Y4	0,67	53%	0,7	1.565.883	2.057.096	5.342.261	10,38%
	Y5	1,48	52%	0,88	1.830.970	2.844.684	3.519.048	3,37%
	HYDROTHERM COMPANY LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>6</u>	Y0	5,48	47%	2,04	139.018	154.471	1.080.310	6,73%

	Y1	6,51	38%	2,55	155.581	208.290	1.288.600	9,19%
	Y2	5,48	25%	3,82	167.385	244.359	1.532.959	12,19%
	Y3	7,48	29%	3,4	205.139	311.083	1.673.182	
	Y4							
	Y5							11,03%
	ROYALE HIGHGATE LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>7</u>	Y0	6,52	9%	3,51	-97.863	-197.967	1.742.061	-2,10%
	Y1	7,48	7%	3,67	-319.354	-850.256	2.127.598	-10,20%
	Y2	1,24	24%	1,89	-826.971	-1.603.123	506.096	-7,64%
	Y3	1,85	23%	1,73	-410.148	-557.660	-51.564	-8,02%
	Y4		45%	1,33	-227.247	-212.473	-175.893	-1,88%
	Y5	1,24		1,61	-938.232		-996.034	-19,87%
	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>8</u>	Y0	197,93	0%	232,45		-3.164.968	-3.712.728	
	Y1	202,31	0%	315,53		-2.105.426	428.167	
	Y2	7,33	4%	93,89	2.478.947	4.277.521	13.759.132	28,37%
	Y3	18,01	3%	127,63	7.663.710	11.912.315	22.701.960	25,25%
	Y4	0,64	14%	5,53	12.530.427	21.983.312	-2.610.006	-83,86%
	Y5	7,33	13%	5,95	-23.006.006	-40.487.954	-317.977	26,98%
	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>9</u>	Y0	82,81	48%	7,47	18.692	43.778	-979.081	1,74%
	Y1	155,62	57%	1,59	908.611	1.563.017	176.169	32,85%
	Y2	82,81	64%	1,01	1.341.280	1.647.705	1.594.049	-6,78%
	Y3	0,91	84%	0,34	37.461	-1.655.768	1.164.511	-17,29%
	Y4	-0,73		0,01	-1.562.043	-3.562.554	77.040	
	Y5					-319.000	-2.449.029	12,54%
	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>10</u>	Y0	13,38	2%	11,41	-43.615	-425.959	231.018	-6,69%
	Y1	16,74	2%	17,25	134.463	198.984	430.965	3,06%
	Y2	7,94	3%	92,83	-1.132.263	-1.155.539	-510.448	-26,44%
	Y3		10%	4,53	-1.135.245	-1.200.039	-1.760.416	-0,14%
	Y4	5,89	12%	3,34	92.201	-6.477	-1.766.893	17,00%
	Y5	7,94	11%	4,89	120.173		-357.509	-21,11%

K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
<u>11</u>	Y0	6,29	13%	4,96	-733.415	-1.265.212	5.737.427	-3,85%
	Y1	3,54	31%	29,1	1.516.051	34.313.012	40.048.159	38,10%
	Y2	4,17	32%	29,1	-774.901	-676.862	43.509.864	0,86%
	Y3	4,14	30%	29,1	4.474.619	761.668	44.248.253	0,50%
	Y4	3,55	23%	8,73	2.287.085	577.955	76.991.388	5,68%
	Y5	4,17	18%	6,33	9.167.240	6.855.402	80.617.189	-0,75%
MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
<u>12</u>	Y0	-22,19	66%	1,44	1.290.978	982.028	39.546	9,50%
	Y1	0,93	40%	2,32	-1.217.949	-1.120.088	-1.159.633	5,63%
	Y2	3,62	48%	1,94	-789.817	-809.145	-1.182.403	-29,84%
	Y3	-1,46	67%	1	-1.041.746	-1.098.008	-2.280.411	-144,77%
	Y4	-22,19	196%	0,51	-3.149.681	-3.543.553	-5.823.964	
	Y5	-22,19		0,51				-14,56%
DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
<u>13</u>	Y0	3,97	31%	0,51	563.200	177.945	18.605.863	0,42%
	Y1	1,77	36%	0,6	943.500	810.982	25.471.139	1,44%
	Y2	2,72	36%	0,9	837.113	-850.685	25.337.143	0,88%
	Y3	3,83	39%	2,02	1.104.011	528.792	25.808.011	-3,20%
	Y4	1,91	44%	1,79	619.424	-1.937.888	23.396.248	-1,16%
	Y5	2,72		1,36	573.338	-700.879	22.305.574	-2,36%
CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
<u>14</u>	Y0	42,7			16.424.759	17.056.951	45.549.551	21,65%
	Y1	25,38			-47.145.378	-47.339.176	-4.898.245	-153,37%
	Y2	32,66			9.292.972	9.089.877	-6.121.003	-40,96%
	Y3	16,25			-10.937.243	-10.875.446	11.818.174	-75,21%
	Y4	11,21			-10.693.535	-10.771.224	-551.067	-22,72%
	Y5	32,66			-2.901.100	-3.111.523	-3.325.351	23,91%
C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
<u>15</u>	Y0	4,35	34%	3,44	7.463.265	6.399.631	12.004.107	23,25%
	Y1	4,71	23%	5,34	701.532	-165.982	12.191.058	0,78%

	Y2	1,04	23%	8,87	189.767	-54.314	11.585.938	-0,72%
	Y3	4,71	27%	7,99	109.147	-103.590	11.784.150	-0,45%
	Y4	1,6	32%	0,2	280.788	-94.531	11.701.438	-0,41%
	Y5	1,04	32%	0,06	304.613	-94.531	11.585.938	-2,55%
	UNIFAST FINANCE & INVESTMENTS PUBLIC LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>16</u>	Y0	3,47		1,84	7.463.265	12.770	-83.061	0,80%
	Y1	5,22	35%	1,51	44.849	26.360	-56.701	0,70%
	Y2	3,47	30%	2,74	17.630	-13.356	-72.343	-0,82%
	Y3	5,34	51%	3,83	17.798	-42.674	-117.766	-1,41%
	Y4	9,6	52%	5,23	6.887	-55.823	-173.589	-1,89%
	Y5	6,13	52%	5,23			-247.818	-0,36%
	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>17</u>	Y0	2,36	40%	1,24	243.733	2.751.558	6.912.866	16,82%
	Y1	1,53	41%	1,4	-1.295.557	-1.348.318	5.469.041	-8,63%
	Y2	-34,72	48%	1,04	-503.832	-750.090	4.374.850	-32,20%
	Y3	-1,89			-2.138.079	-2.378.079	636.893	-63,06%
	Y4	-38,1	259%	0,07	-2.416.141	-2.656.141	-9.615.409	
	Y5	-34,72	426%	0,13			-10.005.511	-4,85%
	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>18</u>	Y0	0,47	54%	0,43	26.337.519	14.638.018	57.318.398	3,24%
	Y1	0,88	50%	0,12	53.514.309	32.315.935	84.697.868	6,58%
	Y2	0,51	50%	0,27	33.034.767	18.903.955	103.601.823	1,76%
	Y3	1,01	53%	0,28	22.509.674	8.855.670	110.293.825	1,30%
	Y4	0,88	54%	0,08	19.003.476	6.027.202	106.268.491	1,16%
	Y5	0,51	53%	0,08	17.997.095	6.717.765	109.714.052	3,75%
	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>19</u>	Y0	2,1	33%	3,1	4.106.832	1.603.397	4.696.776	1,01%
	Y1	3,01	33%	4,99	4.293.151	2.149.336	7.447.761	1,34%
	Y2	2,08	32%	5,64	3.304.250	880.951	8.809.811	0,23%
	Y3	3,03	32%	6,62	2.761.112	440.185	9.618.903	-1,40%
	Y4	3,44	44%	4,41	2.415.171	-3.839.966	6.177.877	-4,60%
	Y5	2,08	45%	2,78	-3.693.760	-11.419.759	-4.492.932	0,52%

LEMECO SILVEX PUPIC COMPANY LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
20	Y0	2,85	40%	2,04	-339.790	-402.137	91.100	-7,27%
	Y1	4,89	8%	0,97	-694.031	-968.586	16.827.708	-27,58%
	Y2	20,16	12%	1,48	1.741.566	1.271.981	18.099.689	5,48%
	Y3	6,62	7%	2,61	2.657.901	2.250.113	19.396.943	-12,72%
	Y4	7,46	5%	2,33	-4.253.157	-4.420.135	13.962.063	-16,78%
	Y5	20,16	2%	3,9	-4.014.760	-4.777.936	9.158.770	3,45%
ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
21	Y0	52,47	1%	165,59	1.411.454	1.405.942	7.346.368	10,61%
	Y1	30,75	1%	69,58	-3.594.748	-3.614.596	2.488.222	-38,36%
	Y2	0,43	4%	26,24	196.146	-445.630	4.106.184	-0,65%
	Y3	62,88	1%	154,69	-445.630	832.280	3.898.633	1,65%
	Y4	54,78	1%	129,34	158.004	157.991	3.723.700	-14,08%
	Y5	0,43	40%	150,44	-1.753.867	-1.754.657	1.668.866	9,39%
CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
22	Y0	-15,31	167%	0,06		-2.840.453	-6.576.452	-3,84%
	Y1	-1,61	101%	0,99	4.316.192	3.782.962	-1.501.879	-9,80%
	Y2	-1.785,19	103%	0,06	-66.781	-333.013	-1.834.891	-25,08%
	Y3	-11,08	133%	0,06	-1.120.075	-1.353.246	-3.188.137	-10046,30%
	Y4	-1.785,19	20404%	0,01	-2.414.604	-2.973.905	-6.082.146	
	Y5	-1.785,19			-32.000	-217.263	-6.299.409	-8,55%
CYPRUS TRADING CORPORATION PLC								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
23	Y0	0,1	73%	0,72	41.236.494	36.717.917	31.722.462	4,63%
	Y1	0,13	72%	0,64	41.398.639	11.603.365	51.468.897	1,72%
	Y2	-0,48	71%	0,62	40.283.282	19.365.021	59.435.813	1,14%
	Y3	-0,16	71%	0,5	32.129.309	9.482.107	69.865.813	0,86%
	Y4	-0,33	71%	0,45	31.383.098	7.124.667	69.488.979	-3,50%
	Y5	-0,48	71%	0,45			70.990.796	2,54%
ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD								
A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
24	Y0	-0,42	56%	1,58		1.350.345	-761.646	-0,12%
	Y1	0,45	64%	0,53	1.489.492	1.425.122	794.061	-1,65%
	Y2		71%	0,86	-3.986.387	-3.959.807	-3.165.746	

	Y3				-10.065.216	-12.265.216	-15.430.962	
	Y4							
	Y5		71%	0,86				-6,04%
	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>25</u>	Y0	1,06		4,14	-683.308	2.058.689	437.810	-56,91%
	Y1	4,67		18,73	279	-2.229.258	386.338	-2,49%
	Y2	4,41	64%	19,01	-25.267	-3.163.950	361.071	1,26%
	Y3	8,99	78%	44,57	-2.948	-1.702.611	374.534	-21,75%
	Y4	6,34	88%	27,17	-172.483	-859.827	183.424	-32,59%
	Y5	4,41	83%	16,02		-424.584	-115.055	-2,33%
	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>26</u>	Y0	6,09	93%	28,02	-325.740	-295.237	-468.818	-0,65%
	Y1	5,57	94%	9,48	-613.893	-503.592	-972.410	-1,02%
	Y2	-0,73	103%	0,97	-1.334.702	-4.283.162	-5.255.572	
	Y3							
	Y4							
	Y5							-8,86%
	USB BANK PLC							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>27</u>	Y0	0,32	94%	1,07	380.170	382.002	-19.917.805	0,07%
	Y1	0,23	94%	1,08	-6.533.540	-6.533.540	-26.404.763	-1,21%
	Y2	0,56	94%	1,06	4.287.000	-8.961.265	-35.367.223	-0,11%
	Y3	0,4	96%	1,05	4.049.000	-824.492	-36.191.715	-2,43%
	Y4	0,4	96%	1,07	7.222.000	-15.920.120	-52.113.880	-1,94%
	Y5	0,56	94%	1,03	12.564.000	-13.140.388	-18.597.056	-1,27%
	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD							
<u>A/A</u>	<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>Z'SCORE</u>	<u>DR</u>	<u>CR</u>	<u>OP/OL (EBIT)</u>	<u>NP/(NL)</u>	<u>RE/RL</u>	<u>ROA</u>
<u>28</u>	Y0	6,35	14%	4,43	-401.580	-328.751	5.843.054	-1,89%
	Y1	7,3	11%	5,67	-527.238	-410.456	4.880.019	-2,52%
	Y2	8,31	4%	10,71	-568.670	-1.044.084	2.939.924	-7,19%
	Y3	7,66	11%	6,18	-736.616	-741.197	3.612.514	-2,15%
	Y4	8,4	9%	6,83	-365.771	-299.299	3.313.215	-7,87%
	Y5	8,31	9%	6,93	-1.000.231	-1.004.808	2.308.407	-5,81%
	TOXOTIS INVESTMENT PUBLIC LTD							

A/A	ΕΤΟΣ	Z'SCORE	DR	CR	OP/OL (EBIT)	NP/(NL)	RE/RL	ROA
29	Y0	5,95	9%	9,35	-53.625	-48.625	-163.680	-8,12%
	Y1	1,44	22%	1,28	-38.732	-40.517	-204.197	-6,29%
	Y2	-0,98	59%	0,9	-58.919	-65.906	-270.103	-6,17%
	Y3	-1,64	60%	0,94	-84.191	-110.332	-380.430	-13,64%
	Y4	0,08	69%	0,64	337.636	230.122	-150.308	12,70%
	Y5							

Παράρτημα 16

Στατιστική Ανάλυση αυξομείωσης Δείκτη Z Score σε Σχέση με Τάσεις CR, DR, NP/(NL), OP/(OL), RE/(RL)

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	CR<...<ZS CR>...>ZS	CR<...>ZS CR>...<ZS	DR>...<ZS DR<...>ZS	DR<...>ZS DR>...<ZS	NP>...<ZS NP<...>ZS	NP>...>ZS NP<...<ZS	OP>...<ZS OP<...>ZS	OP>...>ZS OP<...<ZS	RE>...<ZS RE<...>ZS	RE>...>ZS RE<...<ZS
1	3			3		3	3		3	
2	4	1	6		1	5	1	5	1	4
3	2	2	2	2	2	4	3	3	2	3
4	4		3		3	3	3	3	4	1
5	5			6	4	2	4	2	3	3
6	4		1	3		4				4
7	5		2	2	2	2	2	3	1	4
8	5	1	1	5	4	2	2	2	2	4
9	3	2	3	1		5	1	4	3	2
10	5			5	3	1	2	3	3	2
11	6			6	2	4	2	4		6
12	4	2	2	3	2	3	2	3	2	3
13	5	1	2	3	1	5	4	2	4	2
14					5	1	5	1	4	2
15	5	1	3	3	2	4	3	3	3	3
16	4	2	3	2	3	2		5		
17	5		1	4	1	4	1	4	4	2
18	6			6	6		6		6	
19	3	3	3	3	3	3	2	4	2	4
20	3	3	1	5	3	3	3	3	1	5
21	4	2	2	4	1	5	3	3	2	4
22	5			5	1	5	1	4		6
23	6			6	5		5		6	
24	2			2	2		1		1	1
25	5	1	4		6		4	1	2	4
26	3		2	1	2	1	2	1		
27	6			6	1	5	5	1		
28	6			6	6		6			
29	5		1	4	5		5		5	

	123	21	42	96	76	76	81	64	64	69
	144		138		152		145		133	
	85%	15%	30%	70%	50%	50%	56%	44%	48%	52%

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ROA/+...>3,0 Z Score	ROA/+...<3,0 Z Score	ROA/-...<3,0 Z Score	ROA/-...>3,0 Z Score
1			2	
2			5	
3	1	1	2	1
4	2			3
5		4	2	
6	3			
7			3	2
8	3		1	
9	2		1	1
10	2			3
11	4			2
12		2	3	
13	1	2	2	1
14	2			4
15	2		3	1
16	2			4
17		1	4	
18		6		
19	1	3		2
20	2			4
21	2	1	1	2
22			5	
23		5	1	
24			2	
25	1		1	4
26				2
27		1	5	
28				6
29		1	3	1
	30	27	46	43
	146			
	21%	18%	32%	29%

Παράρτημα 17**Στατιστική Ανάλυση Συσχέτισης Pearson Correlation και CR,DR, NPA, OPA, και REA Y0-Y5****Correlation Altman Z Score Vs Current Ratio Y0-Y5****Correlations**

		Z Score Y0	CR Y0
ALTMAN Z Score Y0	Pearson Correlation	1	.851**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	24	24
Current Ratio Y0	Pearson Correlation	.851**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	24	24

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Z Score Y1	CR Y1
Z Score Y1	Pearson Correlation	1	.769**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	23	23
CR Y1	Pearson Correlation	.769**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	23	23

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Z Score Y2	CR Y2
Z Score Y2	Pearson Correlation	1	.022
	Sig. (2-tailed)		.918
	N	24	24
CR Y2	Pearson Correlation	.022	1
	Sig. (2-tailed)	.918	
	N	24	24

Correlations

		Z Score Y3	CR Y3
Z Score Y3	Pearson Correlation	1	.867**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	23	23
CR Y3	Pearson Correlation	.867**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	23	23

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Z Score Y4	CR Y4
Z Score Y4	Pearson Correlation	1	.104

	Sig. (2-tailed)		.636
	N	23	23
CR Y4	Pearson Correlation	.104	1
	Sig. (2-tailed)	.636	
	N	23	23

Correlations

		Z Score Y5	CR Y5
Z Score Y5	Pearson Correlation	1	.038
	Sig. (2-tailed)		.865
	N	22	22
CR Y5	Pearson Correlation	.038	1
	Sig. (2-tailed)	.865	
	N	22	22

Correlation Altman Z Score Vs Debt Ratio Y0-Y5**Correlations**

		Z Score Y0	DR Y0
Z Score Y0	Pearson Correlation	1	-.381
	Sig. (2-tailed)		.080
	N	22	22
DR Y0	Pearson Correlation	-.381	1
	Sig. (2-tailed)	.080	
	N	22	22

Correlations

		Z Score Y1	DR Y1
Z Score Y1	Pearson Correlation	1	-.112
	Sig. (2-tailed)		.619
	N	22	22
DR Y1	Pearson Correlation	-.112	1
	Sig. (2-tailed)	.619	
	N	22	22

Correlations

		Z Score Y2	DR Y2
Z Score Y2	Pearson Correlation	1	-.344
	Sig. (2-tailed)		.092
	N	25	25
DR Y2	Pearson Correlation	-.344	1
	Sig. (2-tailed)	.092	
	N	25	25

Correlations

		Z Score Y3	DR Y3
Z Score Y3	Pearson Correlation	1	-.505*
	Sig. (2-tailed)		.014
	N	23	23
DR Y3	Pearson Correlation	-.505*	1
	Sig. (2-tailed)	.014	
	N	23	23

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Z Score Y4	DR Y4
Z Score Y4	Pearson Correlation	1	-.999**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	22	22
DR Y4	Pearson Correlation	-.999**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	22	22

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Z Score Y5	DR Y5
Z Score Y5	Pearson Correlation	1	-.905**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	17	17
DR Y5	Pearson Correlation	-.905**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	17	17

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlation Altman Z Score VS OPA Y0-Y5**Correlations**

		Z SCORE Y0	OPA Y0
Z SCORE Y0	Pearson Correlation	1	-.023
	Sig. (2-tailed)		.916
	N	23	23
OPA Y0	Pearson Correlation	-.023	1
	Sig. (2-tailed)	.916	
	N	23	24

Correlations

		Z SCORE Y1	OPA Y1
Z SCORE Y1	Pearson Correlation	1	-.094
	Sig. (2-tailed)		.642
	N	27	27
OPA Y1	Pearson Correlation	-.094	1
	Sig. (2-tailed)	.642	
	N	27	27

Correlations

		Z SCORE Y2	OPA Y2
Z SCORE Y2	Pearson Correlation	1	.034
	Sig. (2-tailed)		.869
	N	26	26
OPA Y2	Pearson Correlation	.034	1
	Sig. (2-tailed)	.869	
	N	26	27

Correlations

		Z SCORE Y3	OPA Y3
Z SCORE Y3	Pearson Correlation	1	.041
	Sig. (2-tailed)		.847
	N	25	25
OPA Y3	Pearson Correlation	.041	1
	Sig. (2-tailed)	.847	
	N	25	25

Correlations

		Z SCORE Y4	OPA Y4
Z SCORE Y4	Pearson Correlation	1	.073
	Sig. (2-tailed)		.734
	N	24	24
OPA Y4	Pearson Correlation	.073	1
	Sig. (2-tailed)	.734	
	N	24	24

Correlations

		Z SCORE Y5	OPA Y5
Z SCORE Y5	Pearson Correlation	1	-.094
	Sig. (2-tailed)		.711
	N	18	18
OPA Y5	Pearson Correlation	-.094	1
	Sig. (2-tailed)	.711	
	N	18	18

Correlation Altman Z VS NPA Y0-Y5**Correlations**

		Z SCORE Y0	NPA
Z SCORE Y0	Pearson Correlation	1	-.084
	Sig. (2-tailed)		.677
	N	27	27
NPA	Pearson Correlation	-.084	1
	Sig. (2-tailed)	.677	
	N	27	27

Correlations

		Z SCORE Y1	NPA Y1
Z SCORE Y1	Pearson Correlation	1	-.094
	Sig. (2-tailed)		.642
	N	27	27
NPA Y1	Pearson Correlation	-.094	1
	Sig. (2-tailed)	.642	
	N	27	27

Correlations

		Z SCORE Y2	NPA Y2
Z SCORE Y2	Pearson Correlation	1	.034
	Sig. (2-tailed)		.869
	N	26	26
NPA Y2	Pearson Correlation	.034	1
	Sig. (2-tailed)	.869	
	N	26	27

Correlations

		Z SCORE Y3	NPA Y3
Z SCORE Y3	Pearson Correlation	1	.041
	Sig. (2-tailed)		.847
	N	25	25
NPA Y3	Pearson Correlation	.041	1
	Sig. (2-tailed)	.847	
	N	25	25

Correlations

		Z SCORE Y4	NPA Y4
Z SCORE Y4	Pearson Correlation	1	.073
	Sig. (2-tailed)		.734
	N	24	24
NPA Y4	Pearson Correlation	.073	1
	Sig. (2-tailed)	.734	
	N	24	24

Correlations

		Z SCORE Y5	NPA Y5
Z SCORE Y5	Pearson Correlation	1	-.094
	Sig. (2-tailed)		.711
	N	18	18
NPA Y5	Pearson Correlation	-.094	1
	Sig. (2-tailed)	.711	
	N	18	18

Correlation Altman Z VS REA Y0-Y5**Correlations**

		Z SCORE Y0	REA Y0
Z SCORE Y0	Pearson Correlation	1	-.051
	Sig. (2-tailed)		.812
	N	24	24
REA Y0	Pearson Correlation	-.051	1
	Sig. (2-tailed)	.812	

N		24	24
Correlations			
		Z SCORE Y1	REA Y1
Z SCORE Y1	Pearson Correlation	1	-.123
	Sig. (2-tailed)		.542
	N	27	27
REA Y1	Pearson Correlation	-.123	1
	Sig. (2-tailed)	.542	
	N	27	27

Correlations			
		Z SCORE Y2	REA Y2
Z SCORE Y2	Pearson Correlation	1	.079
	Sig. (2-tailed)		.702
	N	26	26
REA Y2	Pearson Correlation	.079	1
	Sig. (2-tailed)	.702	
	N	26	26

Correlations			
		Z SCORE Y3	REA Y3
Z SCORE Y3	Pearson Correlation	1	-.014
	Sig. (2-tailed)		.946
	N	25	25
REA Y3	Pearson Correlation	-.014	1
	Sig. (2-tailed)	.946	
	N	25	25

Correlations			
		Z SCORE Y4	REA Y4
Z SCORE Y4	Pearson Correlation	1	.107
	Sig. (2-tailed)		.619
	N	24	24
REA Y4	Pearson Correlation	.107	1
	Sig. (2-tailed)	.619	
	N	24	24

Correlations			
		Z SCORE Y5	REA Y5
Z SCORE Y5	Pearson Correlation	1	.124
	Sig. (2-tailed)		.574
	N	23	23
REA Y5	Pearson Correlation	.124	1
	Sig. (2-tailed)	.574	
	N	23	23

Παράρτημα 18

Στατιστική Ανάλυση Πορείας Δεικτών ΧΑΚ 2004-2019

DATE	FTSE2 0_C	ΓΕΝ_Δ_ K	ΕΝΑΔ_Δ_ K	ΕΠΕΝΔ_Δ_ K	ΚΥΡΙΑ_Δ_ K	ΞΕΝΟΔ_Δ_ K	ΠΑΡΑΔ_Δ_ K	ΤΡΑΠ_Δ_ K
31/12/2004	577	1.012	850	932	1.016	863	930	1.030
30/12/2005	1.331	1.705	1.037	1.134	1.728	1.147	1.086	1.852
29/12/2006	1.653	3.900	1.789	2.278	3.983	1.844	1.568	4.395
28/12/2007	380	4.821	2.909	2.302	4.908	2.251	2.136	5.436

31/12/2008	544	1.101	1.581	795	1.093	812	1.169	1.171
31/12/2009	357	1.597	1.357	952	1.617	662	1.075	1.782
31/12/2010	105	1.055	1.007	643	1.066	477	828	1.176
30/12/2011	54	296	739	455	287	371	657	311
31/12/2012	51	115	637	546	105	307	627	111
31/12/2013	49	103	747	744	92	425	596	
31/12/2014	39	86	752	812	64	430	865	
31/12/2015	39	68	661	832	51	408		
30/12/2016	39	66	754	798	44	557		
29/12/2017	42	70	879	888	44	833		
31/12/2018	40	67	872	1.071	45	720		
31/12/2019	39	65	829	997	45	757		

ΧΑΚ: Παραλαβή Excel File μέσω ηλεκτρονικού μηνύματος 13/7/2020

Παράρτημα 19

Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη Altman Z Score 2004-2014

ΔΙΑΜΕΣΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Z SCORE ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2004 - 2014														
A/A		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	H/A*	T**
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999	0,23											1	1
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999	3,13											1	1
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΤΔ/2000	-1,22	-2,27										2	2
4	OPTION KASOULIDES LTD/1999	1,96											1	1
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000	2,11	3,04										2	2
6	CEILFLOOR LTD/2000	-0,07	1,96										2	2
7	STARIO INVESTMENTS LTD/2000	205,21	158,53										2	2
8	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000	3,25	3,72										2	2
9	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΤΔ/2001	2,34	0,67	1,48									3	3
10	HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	5,48	7,48										4	2
11	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003	202,31	7,33	18,01	0,64	7,33							5	5
12	ROYALE HIGHGATE LTD/2003	7,48	1,24	1,85	1,43	1,24							5	5
13	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005		82,81	155,62	-1,03	0,91	-0,73	-1,03					6	6
14	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005		13,38	16,74	7,94	6,26	5,89	7,94					6	6
15	K&G COMPLEX PUB;IC COMPANY LTD/2006			6,29	3,54	4,17	4,14	3,55	4,17				6	6
16	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006			2,25	2,25								6	2
17	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2006			3,66	5,89	1,21							6	3
18	BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005		8,38	8,38	8,38								6	3
19	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006			-22,19	0,93	8,38	-1,46	22,19	-22,19				6	6
20	DOME INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006			3,97	1,77	2,72	3,83	1,91	2,72				6	6
21	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD/2006			-12,02	1,77	-12,02							6	3
22	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007				42,70	25,38	32,66	16,25	11,21	32,66			6	6
23	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007				82,81	2,32	155,62	2,32	-0,73	-1,03			6	6

24	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007				4,35	4,71	1,04	4,71	1,60	1,04			6	6
25	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007				3,37	5,22	3,47	5,34	9,60	6,13			6	6
26	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007				3,37								6	1
27	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007												6	0
28	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007				2,36	1,53	-34,72	-1,89	-38,10	-34,72			6	6
29	PHC FRANCHISE RESTAURNATS PUBLIC LTD/2007				0,31	0,98	0,31						6	3
30	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007				20,53	102,58	20,53						6	3
31	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007				0,47	0,88	0,51	1,01	0,88	0,51			6	6
32	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007				2,10	3,01	2,08	3,03	3,44	2,08			6	6
33	LEMECO SILVEX PUPLIC COMPANY LTD/2007				2,85	4,89	20,16	6,62	7,46	20,16			6	6
34	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007				52,47	30,75	0,43	62,88	54,78	0,43			6	6
35	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007				4,35	4,71	1,04	4,71	1,60	1,04			6	6
36	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007				15,31	-1,61	1.785,19	11,08	1.785,19	1.785,19			6	6
37	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2007				6,53								6	1
38	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007				-0,76		-0,76						6	2
39	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008					0,10	0,13	-0,48	-0,16	-0,33	0,48		6	6
40	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008					-0,42	0,45						6	2
41	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2008					1,06	4,67	4,41	8,99	6,34	4,41		6	6
42	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009						6,09	5,57	-0,73				6	3
43	USB BANK PLC/2009						0,32	0,23	0,56	0,40	0,40	0,56	6	5
44	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010							-1,00		-1,00			5	2
45	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011								6,35	7,30	8,31	7,66	4	4
46	C.C.C. HOLDINGS & INVEST. PUBLIC CO. LTD/2011								0,75		0,75		4	2
47	ΤΟΧΟΤΙΣ INVESTMENT PUVLIC LTD/2014											5,95	1	1
	MEDIAN	2,74	5,53	3,82	2,85	2,72	1,04	3,03	1,60	0,78	0,75	5,95	230	176
														77%

*H/A:Holistic Approach-Ολιστική Μέθοδος

ΔΙΑΜΕΣΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΡΟΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2004 - 2014

A/A		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	H/A*	T**
1	DBA DROUHNIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999	-3,46%											1	1
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999	3,53%											1	1
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ/2000	- 91,78%	- 82,88%										2	2
4	OPTION KASOULIDES LTD/1999	9,54%											1	1
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000	- 21,07%	6,17%										2	2
6	CEILFLOOR LTD/2000	-7,47%	0,15%										2	2
7	STARIO INVESTMENTS LTD/2000	- 14,52%	22,82%										2	2
8	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000	11,82%	13,00%										2	2
9	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ/2001	14,80%	8,44%	10,38%									3	3
10	HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	11,03%	12,19%										4	2
11	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003	- 19,71%	27,06%	29,46%	26,06%	-97,62%							5	5
12	ROYALE HIGHGATE LTD/2003	- 10,95%	- 26,09%	-9,98%	14,60%	-2,70%							5	5
13	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005		1,75%	32,94%	25,62%	-15,64%	-48,49%	-					6	6
14	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005		-7,04%	3,18%	21,76%	-29,27%	-0,16%	19,03%					6	6
15	K&G COMPLEX PUB;IC COMPANY LTD/2006			-7,57%	93,97%	-0,75%	0,86%	0,48%	5,71%				6	6
16	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006			5,28%									6	1
17	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2006			-48,29%	5,06%	-2,86%							6	3
18	BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005		12,43%										6	1
19	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006			28,27%	9,41%	-27,81%	-91,11%	151,54%					6	5
20	DOMEST INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006			0,61%	2,24%	-2,36%	1,45%	-5,68%	-2,12%				6	6
21	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD/2006			- 160,26%	15,75%								6	2
22	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007				21,80%	-	156,74%	24,67%	-41,98%	-71,60%	23,25%		6	6
23	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007				25,62%	-15,64%	-48,49%	169,56%	616,54%				6	5
24	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007				35,18%	1,02%	-0,33%	-0,98%	-0,65%	-0,60%			6	6
25	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007				1,76%	2,09%	-1,07%	-3,55%	-4,87%	-6,93%			6	6
26	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007				20,62%								6	1
27	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007				5,06%	-2,90%							6	2
28	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007				27,82%	-14,66%	-9,27%	-94,03%	-37,20%	-	44,27%		6	6
29	PHC FRANCHISE RESTAURNATS PUBLIC LTD/2007				9,13%	7,97%	7,73%						6	3
30	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007				22,63%	-32,75%							6	2
31	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007				9,82%	18,47%	9,71%	4,38%	3,35%	2,96%			6	6
32	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007				1,52%	2,00%	0,81%	0,35%	-3,11%	12,15%			6	6
33	LEMECO SILVEX PUPIC COMPANY LTD/2007				- 10,34%	-2,72%	3,45%	5,89%	-13,50%	17,13%			6	6

34	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ/2007				10,67%	-38,36%	9,39%	-0,65%	1,65%	14,08%			6	6
35	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007				35,18%	1,02%	-0,33%	-0,98%	-0,65%	-0,60%			6	6
36	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007				-5,69%	-39,49%	-19,78%	-44,57%	-49,48%				6	5
37	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2007				8,36%								6	1
38	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007				-	18,54%							6	1
39	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008					17,11%	6,29%	8,80%	3,95%	2,96%	13,45%		6	6
40	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008					-0,28%	-4,64%	-21,12%					6	3
41	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΛΤΔ/2008					-68,90%	-2,79%	-2,57%	1,35%	23,76%	35,81%		6	6
42	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009						-	199,59%	-15,58%	157,02%			6	3
43	USB BANK PLC/2009						1,25%	-27,18%	-33,70%	-1,76%	30,35%	26,55%	6	6
44	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010							-27,57%					5	1
45	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011								-2,21%	-2,84%	-6,08%	-8,05%	4	4
46	C.C.C. HOLDINGS & INVEST. PUBLIC CO. LTD/2011								0,01%				4	1
47	ΤΟΧΟΤΗΣ INVESTMENT PUBLIC LTD/2014										8,94%		1	1
	Median	-5,47%	7,31%	3,18%	9,61%	-2,86%	-0,25%	-4,61%	-2,21%	-6,93%	21,90%	-8,05%	230	169
														73%

**T:Tested-Εξετασθέν Δείγμα

Παράρτημα 20

Στατιστική Ανάλυση Διάμεσου Δείκτη ROE 2004-2014

ΔΙΑΜΕΣΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ROE ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2004 - 2014														
A/A		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	H/A*	T**
1	DROUSHIA HEIGHTS HOTEL CO LTD/1999	-3,46%											1	1
2	ASTARTI DEVELOPMENTS LTD/1999	3,53%											1	1
3	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΛΤΔ/2000	-	-										2	2
		91,78%	82,88%											
4	OPTION KASOULIDES LTD/1999	9,54%											1	1
5	EUROPROFIT CAPITAL INVESTORS LTD/2000	-	-										2	2
		21,07%	6,17%											
6	CEILFLOOR LTD/2000	-7,47%	0,15%										2	2
7	STARIO INVESTMENTS LTD/2000	-	-										2	2
		14,52%	22,82%											
8	LIBERTY LIFE INSURANCE LTD/2000	11,82%	13,00%										2	2
9	ΝΕΜΕΣΗΣ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΛΤΔ/2001	14,80%	8,44%	10,38%									3	3
10	HYDROTHERM COMPANY LTD/2002	11,03%	12,19%										4	2
11	JUPITER PORTFOLIO INVESTMENTS LTD/2003	-	-										5	5
		19,71%	27,06%	29,46%	26,06%	-97,62%								
12	ROYALE HIGHGATE LTD/2003	-	-										5	5
		10,95%	26,09%	-9,98%	14,60%	-2,70%								
13	ΕΠΕΝΔ. ΕΤ. Ο ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ/2005		1,75%	32,94%	25,62%	-15,64%	-48,49%	169,60%					6	6

14	CYVENTURE CAPITAL PUBLIC COMPANY LTD/2005		-7,04%	3,18%	21,76%	-29,27%	-0,16%	19,03%					6	6
15	K&G COMPLEX PUBLIC COMPANY LTD/2006			-7,57%	93,97%	-0,75%	0,86%	0,48%	5,71%				6	6
16	EUROINVESTMENT & FINANCE PUBLIC CO. LTD/2006			5,28%									6	1
17	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2006			-48,29%	5,06%	-2,86%							6	3
18	BRAINSTORM ENTERPRISES LTD/2005		12,43%										6	1
19	MULTICHOICE (CYPRUS) PUBLIC CO. LTD/2006			28,27%	9,41%	-27,81%	-91,11%	151,54%					6	5
20	DOVE INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2006			0,61%	2,24%	-2,36%	1,45%	-5,68%	-2,12%				6	6
21	SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD/2006			-160,26%	15,75%								6	2
22	CYTRUSTEES INVESTMENT PUBLIC COMPANY LTD/2007				21,80%	-156,74%	24,67%	-41,98%	-71,60%	-23,25%			6	6
23	ΦΟΙΝΙΚΑΣ ΑΜΜΟΧΩΣΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007				25,62%	-15,64%	-48,49%	169,56%	616,54%				6	5
24	C.P.I. HOLDINGS PUBLIC LTD/2007				35,18%	1,02%	-0,33%	-0,98%	-0,65%	-0,60%			6	6
25	UNIFAST FINANCE & INVESTMENT PUBLIC CO LTD/2007				1,76%	2,09%	-1,07%	-3,55%	-4,87%	-6,93%			6	6
26	WHITE KNIGHT HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD/2007				20,62%								6	1
27	ΛΗΔΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007				5,06%	-2,90%							6	2
28	LASER INVESTMENTS PUBLIC LTD/2007				27,82%	-14,66%	-9,27%	-94,03%	-37,20%	44,27%			6	6
29	PHC FRANCHISE RESTAURANTS PUBLIC LTD/2007				9,13%	7,97%	7,73%						6	3
30	ΑΘΗΝΑ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007				22,63%	-32,75%							6	2
31	WOOLWOTH (CYPRUS) PROPERTIES PLC/2007				9,82%	18,47%	9,71%	4,38%	3,35%	2,96%			6	6
32	CONSTANTINOU BROS HOTELS PUBLIC LTD/2007				1,52%	2,00%	0,81%	0,35%	-3,11%	12,15%			6	6
33	LEMECO SILVEX PUBLIC COMPANY LTD/2007				10,34%	-2,72%	3,45%	5,89%	-13,50%	17,13%			6	6
34	ΤΡΙΕΝΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΤΔ/2007				10,67%	-38,36%	9,39%	-0,65%	1,65%	14,08%			6	6
35	CPI HOLDINGS PUBLIC LTD/2007				35,18%	1,02%	-0,33%	-0,98%	-0,65%	-0,60%			6	6
36	CEILFLOOR PUBLIC COMPANY LTD/2007				-5,69%	-39,49%	-19,78%	-44,57%	-49,48%				6	5
37	ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΕΤΣΙΑΣ & ΥΙΟΙ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ/2007				8,36%								6	1
38	ASTRA SELF DRIVE CARS PUBLIC LTD/2007				-18,54%								6	1
39	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC/2008					17,11%	6,29%	8,80%	3,95%	2,96%	-13,45%		6	6
40	ATHOS DIAMOND CENTER PUBLIC LTD/2008					-0,28%	-4,64%	-21,12%					6	3
41	ΤΟΞΟΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΤΔ/2008					-68,90%	-2,79%	-2,57%	1,35%	23,76%	35,81%		6	6
42	EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD/2009						-199,59%	-15,58%	157,02%				6	3
43	USB BANK PLC/2009						1,25%	-27,18%	-33,70%	-1,76%	30,35%	26,55%	6	6
44	R.A.I. CONSULTANTS PUBLIC LTD/2010							-27,57%					5	1

45	ROLANDOS ENTERPRISES PUBLIC LTD/2011								-2,21%	-2,84%	-6,08%	-8,05%	4	4
46	C.C.C. HOLDINGS & INVEST. PUBLIC CO. LTD/2011								0,01%				4	1
47	TOXOTIS INVESTMENT PUVLIC LTD/2014											8,94%	1	1
	Median	-5,47%	7,31%	3,18%	9,61%	-2,86%	-0,25%	-4,61%	-2,21%	-6,93%	21,90%	-8,05%	230	169
														73%

*H/A: Holistic Approach-Ολιστική Μέθοδος

**T: Εξετασθέν Δείγμα

Παράρτημα 21

Διεθνής Βιβλιογραφία Ερευνητικών Δημοσιεύσεων Άρθρων Αποτίμησης Απόδοσης Εταιρειών με βάση το Μοντέλο Altman Z Score

A/A	Συγγραφείς/Έτος	Δημοσίευση	Θέμα
1	Tran Quoc Thinh; Dang Anh Tuan; Nguyen Thanh Huy; and Tran Ngoc Anh Thu (2020)	Investment Management & Financial Innovations; Sumy Vol. 17, Iss. 2, pp 377-388	Financial distress prediction of listed companies – empirical evidence on the Vietnamese stock market
2	Goetz, Sabrina (2020)	Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis; Berkeley Vol. 15, Iss. 1	Is Financial Distress Value Relevant? – Implications for Multiple-Based Valuation
3	Ames, Daniel; Coyne, Joshua; and Kim, Kevin (2020)	International Journal of Accounting and Information Management; Bingley Vol. 28, Iss. 2, pp 223-241.	The impact of life cycle stage on firm acquisitions
4	Minhas Akbar; Ahsan Akbar; Maresova, Petra, Yang; Minghui; ,and Hafiz Muhammad Arshad (2020)	Sustainability; Basel Vol. 12, Iss. 9,	Unraveling the Bankruptcy Risk–Return Paradox across the Corporate Life Cycle
5	Nik Nurul Hidayah; Nik Zainudin; Shahida, S; and Azam, Ahmad (2019)	Economic Journal of Emerging Markets; Yogyakarta Vol. 11, Iss. 2, pp 195-212.	Do bankruptcy profiles of Islamic banks differ across organizational structure? evidence from Malaysia
6	Succurro, Marianna; Arcuri, Giuseppe; and Costanzo, Giuseppina Damiana (2019)	Review of Accounting & Finance; Patrington Vol. 18, Iss. 2, pp 296-320	A combined approach based on robust PCA to improve bankruptcy forecasting
7	Zhou, Guanping (2019)	Journal of Applied Finance and Banking; Vol. 9, Iss. 6, pp 127-153.	Financial distress prevention in China: Does gender of board of directors matter?
8	Altman, Edward (2018)	International Journal of Financial Studies; Basel Vol. 6, Iss. 3	Applications of Distress Prediction Models: What Have We Learned After 50 Years from the Z-Score Models?
9	Erfani, G Rod; and Vasigh, Bijan (2018)	Basel Vol. 6, Iss. 4,	The Impact of the Global Financial Crisis on Profitability of the Banking Industry: A Comparative Analysis
10	Saji, Gurgaon (2018)	Vision 22(1) 50–60, SAGE Publications Vol. 22, Iss. 1, pp 50-60	Financial Distress and Stock Market Failures: Lessons from Indian Realty Sector

11	Sufian Radwan Al-Manaseer; and & Suleiman Daood Al-Oshaibat (2018)	International Journal of Economics and Finance; Vol. 10, No. 8; Pp 181-189	Validity of Altman Z-Score Model to Predict Financial Failure: Evidence From Jordan
12	Maurice Range; Agnes Njeru; and Gihuhi Waititu (2018)	International Journal of Academic Research in Business & Social Sciences, Vol. 8, No. 6, pp 578-601	Using Altman's Z score (Book Value of Equity/Total Liabilities) Ratio Model Assessing Likelihood of Bankruptcy for Sugar Companies in Kenya
13	I.K.H.H. Madhushani and B.A. Hirindu Kawshala (2018)	International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 8, Issue 2, pp 393-405	The Impact of the Financial Distress on Financial Performance
14	<u>Galetto, Maurizio;</u> <u>Franceschini, Fiorenzo;</u> <u>Mastrogiacono, Luca</u> (2017)	The International Journal of Quality & Reliability Management; Bradford Vol. 34, Iss. 2, pp 231-250.	ISO 9001 certification and corporate performance of Italian companies
15	Edward I. Altman; Małgorzata Iwanicz-Drozdowska; Erkki K. Laitinen, and Arto Suvas (2017)	Journal of International Financial Management & Accounting 28:2, pp 131-172	Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model
16	Zane Swanson and John Theis (2017)	Journal of Accounting, Auditing & Finance 2019, Vol. 34(3), pp 347-360	Study of Going-Concern Opinions
17	Rohini Sajjan (2016)	International Journal of Research, Vol. 4, Iss. 4, pp 152-158	Predicting Bankruptcy of Selected Firms By Applying Altman Z Score Model
18	Setyani Dwi Lestari; Retno Fuji Oktaviani; and Willy Arafah (2016)	International Journal of Business and Management Invention, Volume 5 Issue , pp 30-39	Financial Distress Prediction With Altman Z-Score And Effect On Stock Price: Empirical Study On Companies Subsectors Chemical Listed In Indonesia Stock Exchange Period 2009-2014
19	Muhammad Shoukat Malik, Mustabsar Awais; Ahmad Timsal; and Faisal Hayat (2016)	International Journal of Academic Research, Vol.4 Issue. 2, pp 140-158	Z-Score Model: Analysis and Implication on Textile Sector of Pakistan
20	Mustabsar Awais; Faisal Hayat; Noreen Mehar; and Waqar-ul-Hassan (2015)	Developing Country Studies, Vol.5, No.13, pp 30-36	Do Z-Score and Current Ratio have Ability to Predict Bankruptcy?
21	Sasivimol Meeampol; Polwat Lerskullawat, Ausa Wongsorntham; Phanthipa Srinamnuang; Vimol Rodpetch; and Rungsimaporn Noonoi (2014)	International Conference, Protoroz Slovenia, June 25-27	Applying Emerging Market Z-Score Model To Predict Bankruptcy: A Case Study Of Listed Companies In The Stock Exchange Of Thailand
22	Rajkumar, P. (2015)	Scientific Research Journal (SCIRJ), Volume III, Issue XII	Using Altman's Model and Current Ratio to Assess the Financial Distress of Listed Companies in the Default board of Colombo Stock Exchange
23	Vineet Chouhan; Bibhas Chandra; Shubham and Goswami (2014)	International Letters of Social and Humanistic Sciences, Vol. 26, pp 92-105	Predicting financial stability of select BSE companies revisiting Altman Z score
24	Gowri Muthukumar and Sekar M. (2014)	Journal of Management, Vol.11 (2), pp 19-34	Fiscal Fitness of Select Automobile Companies in India:

			Application of Z-score and Springate Models
25	Siew Bee Thai; Han Hwa Goh; Boon Heng Teh; JiaChian Wong; and Tze San Ong (2014)	International Journal of Business and Social Science Vol. 5, No. 12; pp 197-207	A Revisited of Altman Z- Score Model for Companies Listed in Bursa Malaysia
26	Saša Muminović (2013)	International Journal of Finance and Accounting 2013, 2(1), pp 13-18	Revaluation and Altman's Z-score – the Case of the Serbian Capital Market
27	Kasiligan, R., and Jayabal, G. (2012)	Management Edge, Vol. 5, No. 2, pp 53-64	Manufacturing Company using Du Pont and Altman Model
28	Ali Abusalah Elmabrok Mohammed, and Ng Kim-Soon (2012)	International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 2, Issue 7	Using Altman's Model and Current Ratio to Assess the Financial Status of Companies Quoted In the Malaysian Stock Exchange
29	S C Bardia (2012)	The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, Vol. XI, No. 1, pp 47-61	Predicting Financial Distress and Evaluating Long-Term Solvency: An Empirical Study
30	Ying Wang and Michael Campbell (2010)	Journal of Business and Management – Vol. 16, No. 1, pp 75-88	Business Failure Prediction for Publicly Listed Companies in China

Παράρτημα 22

Πίνακας Ερευνητικών Δημοσιεύσεων Άρθρων Ε&Σ Διεθνούς Βιβλιογραφίας

A/A	Συγγραφείς/ Έτος	Δημοσίευση	Θέμα	Κατάληξι σε Συμπέρασμα	Εισηγήσεις Μελλοντικής Έρευνας	Εισήγηση Χαρτογραφημένου Πλάνου Ενσωμάτωσης /Οδικός Χάρτης
1	Rao et al. (1991)	Management Science, Vol. 37, No. 3, March 1991	A Balance Model for Evaluating Firms for Acquisition	NAI	NAI	OXI
2	Love (2000)	IRC Press industrial Relations Centre	Mergers and Acquisitions: The Role of HRM in Success	NAI	NAI	OXI
3	Martin and Eisenhardt (2001)	Academy of Management Proceedings 2001	Exploring Cross-Business Synergies	NAI	NAI	OXI
4	Kode et al (2003)	S.Afr. J. Bus. Manage, 2003, 34 (1)A	A Conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature	NAI	NAI	OXI
5	Yook (2004)	Quarterly Journal of Business & Economics, Vol 42, No 3 and 4	The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA	NAI	OXI	OXI
6	Cartwright and Schoenberg (2006)	British Academy of Management ,British Journal of Management, Vol. 17, S1–S5 (2006)	Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities	NAI	NAI	OXI
7	Moeller and Brady (2007)	Published by John Wiley & Son Ltd.	Intelligent & M&A, Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, Published by John Wiley & Son Ltd	NAI	NAI	NAI
8	Stahl and Vogt (2008)	Organization Science, Vol.19,No.1, JAN-FEB 2008, P160-176	Do Cultural Differences Matter in Merger and Acquisitions? A Tentative Model and Examination	NAI	NAI	OXI
9	Hayes et al.(2010)	Economics & Business Journal:	A Study of the Efficacy of Altman's Z To Predict	NAI	OXI	OXI

		Inquiries & Perspectives, Volume 3 Number 1 October 2010	Bankruptcy of Specialty Retail Firms Doing Business in Contemporary Times			
10	Bassen et al. (2010)	Applied Financial Economics, 2010, 20, 543–559	M&A success of German acquisitions in the US – evidence from capital market and survey data	NAI	OXI	OXI
11	Lin and Lee (2010)	Emerging Markets Finance & Trade / January–February 2010, Vol. 46, No. 1, pp. 96–107	The Bigger the Better? Merger and Acquisition Performance of Financial Holding Corporations	NAI	NAI	OXI
12	Kasilingam and Jaybal (2012)	BVIMR Management Edge, Vol. 5, No. 2(2012) PP 53-64	Profitability and Solvency Analysis of A Manufacturing Company using Dupont and Altman Model	NAI	OXI	OXI
13	Mahesh and Prasad, (2012)	International Journal of Engeneering Management Scinece, VOL.3(3) 2012:362-369, ISSN 2229-600X	Post Merger and Acquisition Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies	NAI	OXI	OXI
14	Sanobar (2012)	ASIAN JOURNAL OF MANAGEMENT RESEARCH, ISSN 2229 – 3795	Business bankruptcy prediction models: A significant study of the Altman's Z-score model	NAI	OXI	OXI
15	Singh (2012)	International Journal of Innovations in Engineering and Technology (IJET), Vol. 1 Issue 1 June 2012	Mergers and Acquisitions: Some Issues & Trends	NAI	NAI	OXI
16	Vazirani (2012)	SIES Journal of Management, September 2012, Vol. 8(2)	Mergers and Acquisitions Performance Evaluation – A Literature Review	NAI	NAI	OXI
17	Wang and Moini (2012)	E-Leader Berlin 2012	Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: Evidence from Denmark	NAI	NAI	OXI
18	Erdogan (2012)	International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 4; April 2012	The Determinants of Mergers and Acquisitions: Evidence from Turkey	NAI	NAI	OXI
20	Liu, and Wang (2013),	Scientific Research, Open Journal of Social Sciences, Vol. 1, No. 6, 17-25, 2013	Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective	NAI	OXI	OXI
21	Trivedi (2013)	The Journal of Institute of Public Enterprise, Vol.36,No 3&4, 2013	A Study on Pre & Post Performance Evaluation of Merger and Acquisition of Selected Indian Banks	NAI	OXI	OXI
22	Alam et al. (2014)	International Journal of BRIC Business Research (IJBBR) Vol. 3, No.1, Feb 2014	Strategic Management: Managing Mergers & Acquisitions	NAI	NAI	OXI
23	Daniliouc et al. (2014)	International Review of Finance, 14:4, 2014: pp. 587–612	The Interaction of Post-Acquisition Integration and Acquisition Focus in Relation to Long-Run Performance	NAI	OXI	OXI
24	Krug et al.(2014)	The Academy of Management Perspectives, 2014, Vol. 28, No. 2, 147–163.	TOP MANAGEMENT TURNOVER FOLLOWING MERGERS AND ACQUISITIONS: SOLID RESEARCH TO DATE BUT STILL	NAI	NAI	OXI

			MUCH TO BE LEARNE			
25	Muthukumar and Sekar (2014)	Journal of Management, Vol.11(2), July, 29, 2011 and Revised September 2014	Fiscal Fitness of Select Automobile Companies in India: Application of Z-Score and Springate Models	NAI	OXI	OXI
26	Pradhan (2014)	International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 5, No. 6, December 2014	Z Score Estimation for Indian Banking Sector	NAI	OXI	OXI
27	Soni (2014),	Journal of Management, September 2014, Vol. 10(2)	A Study on Pre Merger and Post Merger/ Acquisition Selected financial Parameters for Selected Cement Companies in India	NAI	OXI	OXI
28	Rani et al. (2014)	Decision (December 2014) 41(4):371–398, Indian Institute of Management Calcutta 2014.	Impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions	NAI	NAI	OXI
29	Joash, and Njangiru, (2015),	International Journal of Innovative Research & Development, Vol 4 Issue 8, July, 2015.	The Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks (A Survey of Commercial Banks in Kenya)	NAI	NAI	OXI
30	Kovela and Skok (2015)	International Journal of Business and Management; Vol. 10, No. 3; 2015, Published by Canadian Center of Science and Education 279	Mergers and Acquisitions in Banking: A Framework for Effective IT Integration	NAI	NAI	NAI
31	Meschi and M'etais, (2015)	British Academy of Management. Published by John Wiley & Sons Ltd, 9600 Garsington Road, Oxford OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA, 02148, USA, 2015	Too Big to Learn: The Effects of Major Acquisition Failures on Subsequent Acquisition Divestment	NAI	OXI	OXI
32	Leepsa and Mishra (2016)	Vilakshan, XIMB Journal of Management, Vol.13 (I), March, 2016	Past Studies on Post M&A Performance: A Review of Manufacturing Firms in India	NAI	NAI	OXI
33	Rathinam and Sridharan (2016)	IUP Journal of Bank Management, Vol. XV, No. 1, 2016	Post-Mergers and Acquisitions of Select Indian Banks	NAI	OXI	OXI
34	Saboo et al.(2017)	Journal of Marketing Research, VOL. liv (April 2017), 219-238	Influencing Acquisition Performance in High-Technology Industries: The Role of INNOVATION and Relational Overlap	NAI	NAI	OXI
35	Nguyen and Phan (2017)	Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 52, No. 2, Apr. 2017, pp. 613–644	Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions	NAI	OXI	OXI
36	Barick and Kapil (2018)	IUP Journal of Applied Economics, Vol. XVII, No. 1, 2018	Pre-Acquisition Performance Analysis of Indian Target Firms	NAI	NAI	OXI

Παράρτημα 23

Στατιστικές Παλινδρόμησης / Regression Analysis ROA/ROE vs CR,DR,FA,OP,NP,REA

ROA-CR

Model Summary^b									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.715 ^a	.512	.390	2.03399	.512	4.195	1	4	.110

a. Predictors: (Constant), CR

ROA-DR

Model Summary^b									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.309 ^a	.096	-.131	2.76883	.096	.422	1	4	.551

a. Predictors: (Constant), DR

ROA - FA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.531 ^a	.282	.102	1.46146	.282	1.569	1	4	.279

a. Predictors: (Constant), FA

ROA-TA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.303 ^a	.092	-.135	2.21728	.092	.404	1	4	.560

a. Predictors: (Constant), TA

ROA - REA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.368 ^a	.135	-.081	1.60362	.135	.625	1	4	.473

a. Predictors: (Constant), REA

ROA - OP

Model Summary									
----------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.717 ^a	.513	.392	1.20291	.513	4.220	1	4	.109

a. Predictors: (Constant), OP

ROA - NP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.884 ^a	.781	.726	.80776	.781	14.230	1	4	.020

a. Predictors: (Constant), NP

ROE-CR

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.683 ^a	.467	.334	1.83852	.467	3.503	1	4	.135

a. Predictors: (Constant), CR

ROE-DR

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.467 ^a	.218	.023	2.22636	.218	1.117	1	4	.350

a. Predictors: (Constant), DR

ROE - NP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.814 ^a	.663	.579	1.46095	.663	7.883	1	4	.048

a. Predictors: (Constant), NP

ROE - OP

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.699 ^a	.489	.361	1.80014	.489	3.827	1	4	.122

a. Predictors: (Constant), OP

ROE - REA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				

Model	R	Adjusted R	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.471 ^a	.222	2.22090	.222	1.142	1	4	.345

a. Predictors: (Constant), REA

ROE - FA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.457 ^a	.208	.011	2.24032	.208	1.053	1	4	.363

a. Predictors: (Constant), FA

ROE - TA

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.237 ^a	.056	-.180	2.44621	.056	.238	1	4	.651

a. Predictors: (Constant), TA

Παράρτημα 24

Οικονομικές καταστάσεις 2012 – Rime Business Intelligence Credit Report

BALANCE SHEET	INDIVIDUAL ACCOUNTS As at 31/12/2020 CURRENCY: EUR Management accounts
ASSETS	
Non-Current Assets	
Property, Plant & Equipment	3.558.132
Investments In related Companies	-
Investment Properties/Real Estate	-
Other Financial Assets	-
Other Intangible Assets	-
Total Non-Current Assets	3.558.132
Current Assets	
Inventory	2.491.437
Debtors & Accounts Receivables	852.844
Cash & Cash Equivalent	113.141
Total Current Assets	3.457.422
TOTAL ASSETS	7.015.554

EQUITY & LIABILITIES	
Equity	
Issued & Paid Up Capital	8.550
Other Reserves	930.005
Retained Earnings	2.769.467
NET WORTH	3.708.022
Non-Current Liabilities	
Long Term Mortgages/Loans	1.134.487
Total Non-Current Liabilities	1.134.487
Current Liabilities	
Trade Creditors/Accounts Payable	1.274.705
Directors Accounts	
Bank Overdrafts	874309
Short Term Loans/Borrowings	
Taxation	24.031
Total Current Liabilities	2.173.045
TOTAL EQUITY & LIABILITIES	7.015.554

PROFIT & LOSS	INDIVIDUAL ACCOUNTS 01/01/2020 - 31/12/2020 CURRENCY: EUR Management accounts
Total Income	5.107.625
Cost of Sales	3.150.752
Gross Profit / (Loss)	1.956.873
Administration Expenses	1.467.914
Selling, Advertising and Distribution Expenses	-
Other Operating Expenses	160.000
Other Operating Income	58.252
Net Operating Income /(Loss)	387.211
Interest Payable/Finance Costs	175752
Profit /(Loss) Before Taxes	211.459
Income Tax	21.145
Profit /(Loss) After Taxes	190.314
NET PROFIT/(LOSS)	190.314