



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ελένη Τσουλιάη

Πειραιάς 2013



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο "Η επίδραση των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην αποτίμηση των επιχειρήσεων", έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτήτριας

Όνοματεπώνυμο Ελένη Τσουλιάη

Ημερομηνία 02/02/2013

Αφιερώνεται στη μητέρα μου

Ως μικρό δείγμα της απέραντης αγάπης μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ελένη Τ. Τσουλιάη

Σημαντικοί όροι: εξαγορές, συγχωνεύσεις, στρατηγικές ανάπτυξης, δημιουργία αξίας, κίνητρα, λόγοι αποτυχίας, αποτίμηση επιχειρήσεων, δείγμα ελληνικών εταιρειών, πλειοδότες εταιρείες, ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων, μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων, υπόδειγμα αγοράς, Ε&Σ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικειμενικός σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση και κατανόηση του σύγχρονου φαινομένου των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων (ορισμοί, είδη, κίνητρα, λόγοι αποτυχίας Ε&Σ), γίνεται μια σύντομη ιστορική ανασκόπηση της δραστηριότητας των εξαγορών και συγχωνεύσεων ενώ παράλληλα μελετώνται και οι τελευταίες τάσεις, και πραγματοποιείται μία ανασκόπηση στη σύγχρονη βιβλιογραφία έτσι ώστε να παρουσιαστεί το φαινόμενο των Ε&Σ σε όσο το δυνατόν περισσότερες διαστάσεις. Η εν λόγω εργασία εξετάζει εμπειρικά την απόδοση ενός δείγματος 47 εξαγορών και συγχωνεύσεων (Ε&Σ), που ανακοινώθηκαν κατά την περίοδο 1993-2013 στην Ελλάδα. Η μεθοδολογία η οποία υιοθετείται είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων μέσω του υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων, με απώτερο σκοπό τη διερεύνηση του κατά πόσο οι ανακοινώσεις των Ε&Σ δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των πλειοδοτριών εταιρειών που ανακοινώνουν συμφωνίες Ε&Σ. Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι η ανακοίνωση των Ε&Σ, κατά μέσο όρο, αυξάνει το συνολικό πλούτο των μετόχων και οι πλειοδότες εταιρείες επωφελούνται στις περισσότερες περιπτώσεις. Παρατηρείται θετική και στατιστικά σημαντική αύξηση της απόδοσης της μετοχής την ημέρα της ανακοίνωσης της συμφωνίας Ε&Σ, η οποία όμως φαίνεται να εξομαλύνεται την επόμενη ημέρα, ενώ δύο ημέρες μετά το γεγονός της ανακοίνωσης, η εικόνα αντιστρέφεται.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερω τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας κ. Αρτίκη Παναγιώτη για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας εργασίας, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον και σύγχρονο θέμα. Επίσης, τις θερμότερες ευχαριστίες και ευγνωμοσύνη μου στο φίλο και συμφοιτητή μου Γιώργο Φωτεινόπουλο, του οποίου τα σχόλια και οι παρατηρήσεις συνέβαλαν ουσιαστικά στην εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την ηθική και οικονομική τους συμπαράσταση καθ' όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 1: Κύματα Ε&Σ (Πηγή: KPMG).....	19
Πίνακας 2: Μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές Ε&Σ (1990-1999) (Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances).....	21
Πίνακας 3: Μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές Ε&Σ (2000-2010) (Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances).....	22
Πίνακας 4: Μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές Ε&Σ (2011-2013) (Πηγή: Businessweek.com)	23
Πίνακας 5: Ε&Σ στην Ελλάδα (2008) (Πηγή: Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε.).....	26
Πίνακας 6: Συνολικό δείγμα	84
Πίνακας 7: Μέσες μη κανονικές αποδόσεις.....	91
Πίνακας 8: Στατιστικοί έλεγχοι	91
Πίνακας 9: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Ioniki.....	94
Πίνακας 10: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Alpha Investments	95
Πίνακας 11: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Delta Singular	95
Πίνακας 12: Ανακοίνωση συμφωνίας Altec Holdings-Unisoft Sysware	96
Πίνακας 13: Ανακοίνωση συμφωνίας Attica Holdings-Strintzis Lines.....	96
Πίνακας 14: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Επενδύσεις Εργασίας.....	97
Πίνακας 15: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Bank of Athens	97
Πίνακας 16: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Πρόδος.....	98
Πίνακας 17: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Telesis Investment.....	98
Πίνακας 18: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Ergobank.....	99
Πίνακας 19: Ανακοίνωση συμφωνίας FollieFollie-Duty FreeShops.....	99
Πίνακας 20: Ανακοίνωση συμφωνίας Interinvest-Nexus	100
Πίνακας 21: Ανακοίνωση συμφωνίας Intracom-Intrasoft.....	100
Πίνακας 22: Ανακοίνωση συμφωνίας MarfinGroup-MarfinClassic.....	101
Πίνακας 23: Ανακοίνωση συμφωνίας National Bank-National Mortgage.....	101
Πίνακας 24: Ανακοίνωση συμφωνίας Sciens-Διωλκός.....	102
Πίνακας 25: Ανακοίνωση συμφωνίας Ασπίς Πρόνοια-Ασπίς Επενδυτική	102
Πίνακας 26: Ανακοίνωση συμφωνίας Νηρεύς-Feedus.....	103
Πίνακας 27: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Χίου, Μακεδονίας, Θράκης	103
Πίνακας 28: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Indl.....	104
Πίνακας 29: Ανακοίνωση συμφωνίας Χαλκόρ-Fitco.....	104

Πίνακας 30: Ανακοίνωση συμφωνίας Αγροτική Ασφαλιστ-Αγροτική Ζωής.....	105
Πίνακας 31: Ανακοίνωση συμφωνίας AS Petzetakis-Macedonian Plast	105
Πίνακας 32: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Εμπορική	106
Πίνακας 33: Ανακοίνωση συμφωνίας Athens Medical-Κλινική Π.Φάληρο	106
Πίνακας 34: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-ProtonBank	107
Πίνακας 35: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Γενική Τράπεζα.....	107
Πίνακας 36: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Millenium	108
Πίνακας 37: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Κύπρου.....	108
Πίνακας 38: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Αγροτική	109
Πίνακας 39: Ανακοίνωση συμφωνίας Elliniki Technodomiki-Aktor	109
Πίνακας 40: Ανακοίνωση συμφωνίας Everest-Olympic Catering	110
Πίνακας 41: Ανακοίνωση συμφωνίας Cosmote-Γερμανός	110
Πίνακας 42: Ανακοίνωση συμφωνίας Intrakat-Intranet.....	111
Πίνακας 43: Ανακοίνωση συμφωνίας Mytilinaios-Aluminium	111
Πίνακας 44: Ανακοίνωση συμφωνίας Mytilineos-Delta Project	112
Πίνακας 45: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Αγροτική (2)	112
Πίνακας 46: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Ταχ. Ταμειυτήριο.....	113
Πίνακας 47: Ανακοίνωση συμφωνίας NaoussaSpin-Doudos	113
Πίνακας 48: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-ΝέαProton	114
Πίνακας 49: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Νέο Ταχ. Ταμειυτήριο	114
Πίνακας 50: Ανακοίνωση συμφωνίας Phoenix-Metrolife	115
Πίνακας 51: Ανακοίνωση συμφωνίας Piraeus Leasing-ETBA Leasing	115
Πίνακας 52: Ανακοίνωση συμφωνίας Ελληνικά Πετρέλαια-Petrola	116
Πίνακας 53: Ανακοίνωση συμφωνίας Παντεχνική-Σαραντόπουλος.....	116
Πίνακας 54: Ανακοίνωση συμφωνίας Θεμελιοδομή-Nestos	117
Πίνακας 55: Ανακοίνωση συμφωνίας Alpha Trust Andromeda-Alpha Asset Management.....	117
Πίνακας 56: Μη κανονικές αποδόσεις (AR)	119
Πίνακας 57: Στατιστικός έλεγχος - Μέσες μη κανονικές αποδόσεις.....	120

Κατάσταση Γραφημάτων

Γράφημα 1: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά γεωγραφική περιοχή (Πηγή: Mergers & Acquisitions Review Full Year 2012, Thomson Reuters 2012)	28
Γράφημα 2: Συνολική Δραστηριότητα Ε&Σ σε παγκόσμιο επίπεδο (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg).....	29
Γράφημα 3: Δραστηριότητα Ε&Σ (ΕΜΕΑ) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)	29
Γράφημα 4: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά κλάδο (ΕΜΕΑ) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg).....	30
Γράφημα 5: Δραστηριότητα Ε&Σ (Americas) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)	30f
Γράφημα 6: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά κλάδο (Americas) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg).....	31
Γράφημα 7: Δραστηριότητα Ε&Σ (ΑΡΑC) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)	31
Γράφημα 8: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά κλάδο (ΑΡΑC) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)	32
Γράφημα 9: Όγκος Δραστηριότητας Ε&Σ ανά κλάδο (2003) (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg).....	32
Γράφημα 10: Όγκος δραστηριότητας Ε&Σ ανά περιοχή (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg).....	34
Γράφημα 11: Κλάδοι με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα Ε&Σ (Πηγή: 2013 M&A Outlook Survey, KPMG).....	35
Γράφημα 12: Δημοφιλέστερες γεωγραφικές περιοχές (Πηγή: 2013 M&A Outlook Survey, KPMG).....	36
Γράφημα 13: Η δραστηριότητα των Ε&Σ ανά κλάδο	85
Γράφημα 14: Η δραστηριότητα των Ε&Σ ανά έτος.....	85
Γράφημα 15: Επίδραση Ε&Σ	90

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	I
Ευχαριστίες.....	II
Κατάσταση Πινάκων.....	III
Κατάσταση Γραφημάτων.....	V
Κεφάλαιο 1.....	1
Εισαγωγή.....	1
1.1 Αντικειμενικός σκοπός.....	1
1.2 Μεθοδολογία.....	2
1.3 Διάρθρωση.....	2
Κεφάλαιο 2.....	4
Θεωρητικό πλαίσιο Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.....	4
2.1 Εισαγωγή.....	4
2.1.1 Είδη Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.....	5
2.1.2 Τρόποι πραγματοποίησης Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	6
2.1.3 Κίνητρα – Λόγοι πραγματοποίησης.....	7
2.2 Κίνητρα Ε&Σ.....	7
2.3 Λόγοι αποτυχίας Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.....	13
Βιβλιογραφία 2 ^{ου} Κεφαλαίου.....	15
Κεφάλαιο 3.....	16
Ιστορική αναδρομή των Ε&Σ και πρόσφατες τάσεις.....	16
3.1 Παγκόσμιο επίπεδο.....	16
3.2 Οι Ε&Σ στην Ελλάδα.....	23
3.3 Πρόσφατες τάσεις.....	27
Βιβλιογραφία 3 ^{ου} Κεφαλαίου.....	38
Κεφάλαιο 4.....	40
Βιβλιογραφική ανασκόπηση.....	40
4.1 Εισαγωγή.....	40

4.2	Ανασκόπηση αρθρογραφίας	41
4.2.1	Ηνωμένες Πολιτείες.....	42
4.2.2	Ευρωπαϊκή Ένωση	47
4.2.3	Ηνωμένο Βασίλειο.....	53
4.2.4	Λοιπές χώρες.....	55
4.2.5	Παγκόσμιο επίπεδο.....	58
4.3	Συμπεράσματα.....	65
	Βιβλιογραφία 4 ^{ου} Κεφαλαίου	68
	Κεφάλαιο 5.....	71
	Μεθοδολογία και Δείγμα.....	71
5.1	Εισαγωγή.....	71
5.1.1	Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (Event studies).....	71
5.1.2	Λογιστικές Μελέτες (Accounting studies).....	73
5.1.3	Κλινικές Μελέτες (Clinical studies).....	74
5.1.4	Έρευνες σε διευθυντικά στελέχη (Surveys of executives).....	74
5.2	Μεθοδολογία	75
5.3	Δείγμα	80
5.3.1	Κριτήρια επιλογής δείγματος	81
5.3.2	Χαρακτηριστικά δείγματος.....	81
5.3.3	Συλλογή δεδομένων	86
	Βιβλιογραφία 5 ^{ου} Κεφαλαίου	87
	Κεφάλαιο 6.....	89
	Αποτελέσματα και συμπεράσματα.....	89
6.1	Αποτελέσματα εμπειρικής μελέτης	89
6.2	Συμπεράσματα.....	92
6.3	Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	93
	Παράρτημα.....	94
	Βιβλιογραφία	121

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αποτελούν μία από τις βασικότερες στρατηγικές επέκτασης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων, οι οποίες είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Αποτελούν συναλλαγές υψίστης σημασίας, τόσο λόγω των σημαντικών επιπτώσεών τους στα εμπλεκόμενα μέρη, όσο και λόγω των υπέρογκων κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτές, και γι' αυτό το λόγο έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον διαφόρων ερευνητών τα τελευταία χρόνια.

Αυτό που απασχολεί ιδιαίτερα τους ανά τον κόσμο μελετητές, και θα αποτελέσει κεντρικό αντικείμενο και της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αφορά στην αξιολόγηση της επίδρασης των Ε&Σ στην αποδοτικότητα των εμπλεκόμενων μερών. Στην πάροδο των χρόνων, αναπτύχθηκαν διάφορες μεθοδολογίες που επιχειρούν να απαντήσουν στο ανωτέρω ερώτημα, όπως η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων μέσω υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων (event studies – abnormal returns), η μέθοδος αξιολόγησης βάσει των λογιστικών στοιχείων (accounting studies), οι κλινικές μελέτες (clinical studies) και οι έρευνες στα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων (surveys of executives).

Η παρούσα εργασία επιχειρεί να παρουσιάσει τη δραστηριότητα των Ε&Σ, αναδεικνύοντας τη σημασία των επιχειρηματικών αυτών επιλογών για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται στις σχετικές διαδικασίες. Επιχειρεί να παρουσιάσει μία ολοκληρωμένη προσέγγιση των Ε&Σ εξετάζοντας θέματα αποδοτικότητας, που έχουν απασχολήσει ιδιαίτερος την ακαδημαϊκή κοινότητα και όχι μόνο.

1.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων με τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων, η οποία εφαρμόστηκε πρώτη φορά από τους Fama et al. (1969) και τυποποιήθηκε περαιτέρω από τους Brown & Warner (1980, 1985).

Πιο συγκεκριμένα, συγκρίνονται οι πραγματικές αποδόσεις των μετοχών των πλειοδοτριών εταιρειών, για μία περίοδο πέντε ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των Ε&Σ, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, οι οποίες υπολογίζονται με βάση ιστορικά στοιχεία μιας περιόδου ενός έτους πριν την ανακοίνωση, που είναι «καθαρή» από το εν λόγω γεγονός. Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων, γίνεται ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης μέσω της χρήσης του υποδείγματος αγοράς (market model), το οποίο αποτελεί μια απλούστευση του *CAPM* και έτσι λαμβάνει υπ' όψιν του τον κίνδυνο της αγοράς. Το πρόσημο της διαφοράς μεταξύ αυτών των αποδόσεων καταδεικνύει κατά πόσο οι Ε&Σ καταστρέφουν ή δημιουργούν αξία.

Το δείγμα το οποίο χρησιμοποιήθηκε στην προκείμενη μελέτη, περιλαμβάνει 47 περιπτώσεις επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν συμφωνίες Ε&Σ κατά την περίοδο 1993-2013 στον ελλαδικό χώρο. Τα δεδομένα του δείγματος (τιμές μετοχών και τιμές γενικού δείκτη χρηματιστηρίου Αθηνών) αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων *Bloomberg*.

1.3 Διάρθρωση

Η εργασία χωρίζεται σε τρία κυρίως μέρη. Τα τέσσερα πρώτα κεφάλαια αποτελούν το πρώτο μέρος της εργασίας και αναφέρονται στην εισαγωγή του θέματος, στη

θεωρητική προσέγγιση των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, στα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις στη σύναψη τέτοιων συμφωνιών, καθώς και στους λόγους αποτυχίας τους. Επιπλέον, γίνεται μια ιστορική αναδρομή, καθώς και μια προσπάθεια παρουσίασης των πρόσφατων τάσεων της δραστηριότητας των Ε&Σ σε παγκόσμιο και εγχώριο επίπεδο. Το δεύτερο μέρος της εργασίας περιλαμβάνει το τέταρτο κεφάλαιο, όπου γίνεται παρουσίαση διαφόρων ερευνών αναφορικά με την αποδοτικότητα των Ε&Σ, που διεξήχθησαν σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές για μία περίοδο 25ετίας. Στα πλαίσια μιας ολοκληρωμένης παρουσίασης των παραπάνω θεματικών ενοτήτων, πραγματοποιείται μια εμπειρική μελέτη που έχει ως απώτερο σκοπό τον προσδιορισμό της επίδρασης των ανακοινώσεων των Ε&Σ στη χρηματιστηριακή αξία των πλειοδοτριών εταιρειών, και αποτελεί το τελευταίο μέρος της εν λόγω διπλωματικής εργασίας. Σε αυτό το τελευταίο μέρος της εργασίας, περιλαμβάνονται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε, τα αποτελέσματα που προέκυψαν και τέλος, τα συμπεράσματα που εξήχθησαν. Εν συντομία, η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων, όπου υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις των πλειοδοτριών επιχειρήσεων μέσω του υποδείγματος αγοράς (market model), και το δείγμα περιλαμβάνει 47 περιπτώσεις ανακοινώσεων συμφωνιών Ε&Σ, που έλαβαν χώρα κατά τη περίοδο 1993-2013 στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας υποστηρίζουν ότι, η ανακοίνωση των Ε&Σ από τις πλειοδότες εταιρείες, για το μεγαλύτερο μέρος του δείγματος, αυξάνει το συνολικό πλούτο των μετόχων και οι πλειοδότες εταιρείες επωφελούνται στις περισσότερες περιπτώσεις. Η έρευνα έδειξε θετική και στατιστικά σημαντική αύξηση της απόδοσης της μετοχής την ημέρα της ανακοίνωσης της συμφωνίας Ε&Σ, η οποία όμως φαίνεται να εξομαλύνεται την επόμενη ημέρα, ενώ δύο ημέρες μετά το γεγονός της ανακοίνωσης, η εικόνα αντιστρέφεται πλήρως, καθώς οι πλειοδότες εταιρείες εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές απώλειες της αξίας της μετοχής τους.

Κεφάλαιο 2

Θεωρητικό πλαίσιο Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

2.1 Εισαγωγή

Συγχώνευση (Merger) ονομάζεται η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφώμενης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση (έναντι μετοχών βάσει μίας καθορισθείσης σχέσεως ανταλλαγής). Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύση χωρίς εκκαθάριση), ενώ η απορροφώσα τη διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της. (Κυριαζής, 2007)

Από την άλλη πλευρά, **εξαγορά (Acquisition)** ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής σε άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. (Παπαδάκης, 2002) Οι εξαγορές χωρίζονται σε απλές και συγχωνευτικές. Στην πρώτη περίπτωση, η εξαγοράστρια εταιρεία κατέχει ένα μέρος της εταιρείας-στόχου χωρίς όμως να σημαίνει ότι αποκτά τον ολικό έλεγχο της. Η εξαγοραζόμενη εταιρεία εξακολουθεί να υπάρχει ως αυτοτελής οντότητα. Στη δεύτερη περίπτωση της συγχωνευτικής εξαγοράς, η εξαγοράστρια εταιρεία αποκτά την πλήρη κυριότητα και τον αποκλειστικό έλεγχο της εταιρείας-στόχου. Η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει να υπάρχει ως αυτοτελής οντότητα. Η εξαγορά εταιρειών ως μέσο ανάπτυξης λαμβάνει συνήθως χώρα μεταξύ εταιρειών άνισου μεγέθους.

Ουσιαστικά, δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Ε&Σ), παρά μόνο στο είδος του ανταλλάγματος που καταβάλλεται κατά την υλοποίησή τους, καθώς και στο δικαίωμα λόγου των ιδιοκτητών της εταιρείας-στόχου στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας μετά τη διαδικασία ενοποίησης.

2.1.1 Είδη Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

Οι Ε&Σ διακρίνονται σύμφωνα με το είδος τους σε:

- ❖ **Οριζόντιες** – δύο επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται άμεσα στις ίδιες αγορές και παράγουν τα ίδια προϊόντα.
- ❖ **Κάθετες** – όταν ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις υπάρχει σχέση επιχείρησης-προμηθευτή ή επιχείρησης-πελάτη και η εξαγορά αποσκοπεί στην καθετοποίηση της παραγωγής, τη μείωση του κόστους παραγωγής και κατά συνέπεια τον πλήρη έλεγχο των τιμών. Ουσιαστικά, πρόκειται για εξαγορά ενός τμήματος λειτουργίας της αλυσίδας αξίας της επιχείρησης.
- ❖ **Συμπληρωματικές** – όταν οι δραστηριότητες των δύο επιχειρήσεων είναι ασυσχέτιστες μεταξύ τους.
- ❖ **Επέκτασης αγοράς** – όταν δύο επιχειρήσεις πωλούν τα ίδια προϊόντα σε διαφορετικές αγορές με σκοπό την πρόσβαση σε μεγαλύτερη αγορά και κατά συνέπεια σε μεγαλύτερη πελατειακή βάση.
- ❖ **Επέκτασης προϊόντων** – όταν δύο επιχειρήσεις πωλούν διαφορετικά αλλά συσχετισμένα προϊόντα στην ίδια αγορά.
- ❖ **Φιλικές** – όταν η συγχώνευση ή η εξαγορά είναι επιθυμητή και από τις δύο επιχειρήσεις και καθορίζεται από κοινού το αντίτιμο της πράξης.
- ❖ **Επιθετικές** – όταν η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας δεν εγκρίνει την πρόταση εξαγοράς.
- ❖ **Μοχλευμένη εξαγορά** – το χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτής της περίπτωσης εξαγοράς είναι ότι η εξαγοράστρια εταιρεία δεν χρησιμοποιεί τα ίδια της κεφάλαια για τη χρηματοδότηση της εξαγοράς αλλά ξένα (τουλάχιστον το 75%) που προέρχονται από τραπεζικό δανεισμό.
- ❖ **Εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκηση** – όταν η επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. (DePamphilis, 2010)

2.1.2 Τρόποι πραγματοποίησης Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Οι Ε&Σ μπορούν να πραγματοποιηθούν με ποικίλους τρόπους οι οποίοι περιγράφονται ακολούθως:

- ❖ **Συγχώνευση (absorption merger)** πραγματοποιείται με την πλήρη απορρόφηση της περιουσίας μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάρισή τους, από μια άλλη εταιρεία που συνεχίζει τη δραστηριότητά της. Οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας λαμβάνουν είτε μετρητά είτε κινητές αξίες της εξαγοράζουσας επιχείρησης.
- ❖ **Συνένωση (consolidation)** πραγματοποιείται όταν δύο επιχειρήσεις, οι οποίες λύνονται χωρίς να υπαχθούν σε εκκαθάριση, ενώνονται και δημιουργούν μια νέα εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή, η συγκέντρωση των περιουσιακών στοιχείων των αρχικών επιχειρήσεων επέρχεται με τη λύση και εισφορά των περιουσιακών τους στοιχείων στη νέα εταιρεία.
- ❖ **Απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού (acquisition of assets)** λαμβάνει χώρα όταν μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού μιας άλλης εταιρείας, χωρίς όμως να αποκτά στοιχεία του παθητικού της.
- ❖ **Απόκτηση μετοχών της εταιρείας-στόχου (shares acquisition)** είναι η περίπτωση κατά την οποία μέρος ή το σύνολο των μετοχών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μεταβιβάζεται στην εξαγοράζουσα. Με αυτόν τον τρόπο, η εξαγοράζουσα ουσιαστικά γίνεται επενδυτής της εταιρείας-στόχου.
- ❖ **Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς (public buyout offer)** πραγματοποιείται όταν η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας καταθέτει δημόσια προσφορά προκειμένου να αγοράσει μέρος από τις μετοχές της εταιρείας-στόχου. Στη συνέχεια, απευθύνεται σε οικονομικούς αναλυτές και συμβούλους ούτως ώστε να προσδιοριστεί η τιμή που προτίθεται να καταβάλει η εξαγοράζουσα εταιρεία για την εταιρεία-στόχο σε όρους χρηματικού ανταλλάγματος, μετοχών ή συνδυασμού και των δύο. Η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει ως σκοπό τη συγκέντρωση των μετοχών της εταιρείας-στόχου (συνήθως άνω του 51%), ώστε να αποκτήσει τον έλεγχό της. (DePamphilis, 2010)

2.1.3 Κίνητρα – Λόγοι πραγματοποίησης

Ένα συν ένα κάνει τρία: αυτή η ισότητα είναι η κύρια ιδέα που κρύβεται πίσω από μία συγχώνευση ή μια εξαγορά. Η βασική επιδίωξη των στελεχών που προβαίνουν σε εξαγορά μίας εταιρείας ή σε συγχώνευση είναι η δημιουργία αξίας στους μετόχους μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των δύο επικείμενων εταιρειών ξεχωριστά. Κύριος στόχος είναι η δημιουργία μιας ενιαίας, περισσότερο ανταγωνιστικής και αποδοτικής επιχείρησης, που θα είναι σε θέση να αποκτήσει μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς ή να επιτύχει μεγαλύτερη αποδοτικότητα. Πέρα όμως από αυτό το βασικό κίνητρο, υπάρχουν και άλλοι σημαντικοί λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις επιλέγουν τις Ε&Σ ως στρατηγικές ανάπτυξης και επέκτασης.

2.2 Κίνητρα Ε&Σ

Σε αυτό το σημείο γίνεται παρουσίαση των κυριότερων κινήτρων που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μια στρατηγική ανάπτυξης μέσω Ε&Σ. Οι λόγοι πραγματοποίησης των Ε&Σ είναι ποικίλοι και περίπλοκοι και μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα: το βραχυπρόθεσμο, το μεσοπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο. (Σακέλλης, 2001)

Σε **βραχυπρόθεσμο επίπεδο** τα κίνητρα για μια Ε&Σ μπορεί να είναι:

- ❖ **Αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS):** Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί μία από τις σημαντικότερες παραμέτρους που επιδρούν στην αύξηση της τιμής της μετοχής και στη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.

- ❖ **Μείωση του δείκτη P/E:** Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που χρησιμοποιείται κατά κόρον από τους επενδυτές, τους αναλυτές και τα στελέχη κατά την αποτίμηση επιχειρήσεων. Παριστάνει το «premium», το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις Ε&Σ, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρείας, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις εκείνες όπου η εταιρεία εμφανίζει μειωμένη κερδοφορία.
- ❖ **Οι συνέργειες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας:** Συχνά, οι επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια εταιρεία, της οποίας η χρηματοοικονομική διάρθρωση είναι περισσότερο «υγιής».
- ❖ **Τα φορολογικά οφέλη:** Οι επιχειρήσεις συχνά προβαίνουν σε Ε&Σ με σκοπό να καρπωθούν φορολογικές ωφέλειες είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο προηγούμενων παραγόντων.

Σε **μεσοπρόθεσμο επίπεδο** τα κίνητρα για μια Ε&Σ μπορεί να είναι:

- ❖ **Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης:** Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου, πλέον, ισολογισμού της νέας εταιρείας συνεπάγεται μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.ά.), και κατά συνέπεια αυξάνεται η δανειοληπτική ικανότητά της.

- ❖ **Μείωση του συνολικού δανεισμού:** Μειώνονται τα επίπεδα του συνολικού δανεισμού της νέας εταιρείας και ταυτόχρονα βελτιώνεται η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Τέλος, σε **μακροπρόθεσμο** επίπεδο τα κίνητρα για μια Ε&Σ μπορεί να είναι:

- ❖ **Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας:** Η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας. Η αύξηση της παραγωγής οδηγεί σε μικρότερη ποσοστιαία αύξηση του κόστους, γεγονός που συντελεί στη μείωση του μοναδιαίου κόστους. Συνήθως, οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη συγχώνευση έχοντας ως στόχο τη μείωση του συνολικού μέσου κόστους. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν σε όλα τα στάδια της αλυσίδας αξίας της επιχείρησης, δηλαδή στην αγορά πρώτων υλών, στη διαχείριση των αποθεμάτων, στην παραγωγική διαδικασία, στη διάθεση και διανομή των προϊόντων. Επιπλέον, οικονομίες κλίμακας εντοπίζονται στην έρευνα και ανάπτυξη, καθώς και στη διαφήμιση. Η μείωση του κόστους γίνεται ιδιαίτερα εμφανής σε περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων στην ίδια χώρα.
- ❖ **Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών σκοπού:** Οικονομίες σκοπού παρατηρούνται όταν δύο ή περισσότερα προϊόντα παράγονται από μία επιχείρηση, σε αντιδιαστολή με την παραγωγή αυτών των προϊόντων από δύο ή περισσότερες μεμονωμένες επιχειρήσεις, λόγω ύπαρξης οικονομικών πλεονεκτημάτων. Πιο συγκεκριμένα, οι οικονομίες σκοπού εμφανίζονται πρωτίστως από τον καταμερισμό του σταθερού κόστους σε περισσότερα από ένα προϊόντα, καθώς και από την κοινή χρήση υπηρεσιών, για τις οποίες έχουν ήδη γίνει δαπάνες απόκτησής τους, για την παραγωγή ενός προϊόντος και οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν χωρίς νέα επιπρόσθετη δαπάνη και για την παραγωγή και ενός ακόμη ή περισσότερων προϊόντων. (Wheelen, Hunger, 2009)

- ❖ **Αύξηση μεριδίου αγοράς:** Το μεγαλύτερο μέγεθος της επιχείρησης που προκύπτει από τη συγχώνευση, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της δύναμης της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία αποκτά ένα πλεονέκτημα ασφάλειας και υπεροχής απέναντι στους ανταγωνιστές της. Η συγχώνευση επιχειρήσεων που αρχικά δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, με διαφορετικούς πελάτες, συνεπάγεται την αύξηση του μεριδίου στην αγορά που ανταγωνίζεται η νέα εταιρεία. Επομένως, η επιχείρηση ενδυναμώνεται σε σχέση με τους προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές, και είναι σε θέση να υψώσει μεγαλύτερα εμπόδια σε επιχειρήσεις που επιδιώκουν να εισέλθουν στον κλάδο και να μετριάσει την απειλή από υποκατάστατα προϊόντα.

- ❖ **Υπέρβαση εμποδίων εισόδου:** Κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά εμφανίζονται ποικίλα εμπόδια, όπως για παράδειγμα επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, σε εγκαταστάσεις, σε διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων. Στην περίπτωση όπου ο κλάδος εμφανίζει ήδη αυξημένο ανταγωνισμό, δυσχεραίνεται περισσότερο η θέση της επιχείρησης. Μέσω των Ε&Σ με εγχώρια επιχείρηση, οι επιχειρήσεις αποκτούν πρόσβαση όχι μόνο σε ένα εγκαταστημένο δίκτυο διανομής, αλλά είναι σε θέση να αποκτήσουν και τη γνώση της αγοράς, και πιθανότατα μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης-στόχου (brand loyalty). Κατά συνέπεια, οι Ε&Σ αποτελούν το μέσο για την υπέρβαση των εμποδίων εισόδου σε μία αγορά. (Wheelen, Hunger, 2009)

- ❖ **Δυναμική επέκταση σε νέες αγορές:** Σε περίπτωση που επιθυμούν την επέκτασή τους σε καινούργιες αγορές, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο εναλλακτικές. Η πρώτη εναλλακτική λύση αφορά στη δημιουργία νέας γραμμής προϊόντων (ή ακόμη και νέας εταιρείας που θα παράγει τη νέα γραμμή προϊόντων), και η δεύτερη αφορά σε εξαγορά επιχείρησης, που είτε δραστηριοποιείται στην εν λόγω αγορά είτε έχει τη δυνατότητα να ανταγωνιστεί σε αυτή, διαθέτοντας τους κατάλληλους παραγωγικούς συντελεστές και την απαραίτητη τεχνογνωσία. Η δεύτερη εναλλακτική λύση θεωρείται ταχύτερη και καλύτερη στην προώθηση μιας νέας δραστηριότητας στην αγορά. Με αυτόν τον τρόπο, η επιχείρηση επωφελείται από τις οικονομίες κλίμακας που δημιουργούνται, καθώς και από τη χρήση

κοινών καναλιών διανομής που οδηγεί σε πώληση περισσότερων μονάδων προϊόντος και κατά συνέπεια σε αύξηση της κερδοφορίας. (Wheelen, Hunger, 2009)

- ❖ **Διαφοροποίηση – μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων:** Όπως είναι γνωστό η παραγωγή ενός νέου ή καινοτόμου προϊόντος παρουσιάζει υψηλό ρίσκο, αφού απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα μέχρι αυτό να ωριμάσει και να είναι σε θέση να αποφέρει κέρδος στην εταιρεία. Τα στελέχη των επιχειρήσεων, θέλοντας να μετριάσουν αυτό το ρίσκο, συχνά προτιμούν ως λύση την εξαγορά μιας επιχείρησης, η οποία θα έχει όλη την απαραίτητη τεχνογνωσία και τα κανάλια διανομής που απαιτούνται για την επιτυχή διάθεση του νέου προϊόντος στην αγορά. (Wheelen, Hunger, 2009)
- ❖ **Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού:** Υπερβάλλον ανταγωνισμός είναι πιθανό να εμφανιστεί σε κάθε αγορά, είτε παραγωγικών συντελεστών, είτε τελικού προϊόντος. Οι επιχειρήσεις αναζητούν τρόπους για μείωση της εξάρτησής τους από τις εν λόγω αγορές, επεκτείνοντας τις δραστηριότητές τους μέσω Ε&Σ σε άλλους κλάδους με μικρότερο ανταγωνισμό, ώστε να επιτύχουν διασπορά κινδύνου.
- ❖ **Συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής:** Το εν λόγω κίνητρο συγχώνευσης συναντάται στις περιπτώσεις εξαγορών επιχειρήσεων που κατέχουν κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών τους, όπως για παράδειγμα πρόσβαση σε φθηνές πρώτες ύλες, δυνατότητα εκμετάλλευσης σπάνιων πόρων, ικανά στελέχη ή κάποια σημαντική πατέντα, αλλά δεν είναι σε θέση να το αξιοποιήσουν. Ένα παράδειγμα θα μπορούσε να είναι όταν μία επιχείρηση διαθέτει όλη την απαραίτητη τεχνογνωσία ώστε να παράγει φθηνά και γρήγορα ένα μοναδικό προϊόν, αλλά δεν διαθέτει πρόσβαση στα κατάλληλα κανάλια διανομής που απαιτούνται για την αποτελεσματική προώθηση και πώληση του προϊόντος στην αγορά. Η εξαγορά της επιχείρησης αυτής από μία άλλη δημιουργεί ευκαιρίες και για τις δύο, εξαλείφοντας τα συγκριτικά μειονεκτήματα και προσφέροντας ωφέλειες σε αμφότερες τις εταιρείες. (Steiner, 1975)

- ❖ **Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας εταιρείας-στόχου:** Σε περιπτώσεις όπου η εταιρεία-στόχος εμφανίζει χαμηλά επίπεδα αποδοτικότητας είναι πιθανό κάποιες επιχειρήσεις να επιθυμούν να προβούν σε συγχώνευση ή εξαγορά με αυτή, ευελπιστώντας ότι με την κατάλληλη διοίκηση θα οδηγήσουν την εταιρεία-στόχο σε αύξηση της αποδοτικότητας και σε μετέπειτα αύξηση των επιπέδων κερδοφορίας.
- ❖ **Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης:** Σε αυτή την περίπτωση η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας θεωρεί ότι είναι σε θέση να αναλάβει τη διοίκηση της εξαγορασθείσας και να επιτύχει καλύτερα αποτελέσματα, κρίνοντας την προηγούμενη διοίκηση ως μη αποτελεσματική. Κάτι τέτοιο συχνά απαντάται σε περιπτώσεις όπου η εξαγορασθείσα εταιρεία βρίσκεται αντιμέτωπη με οικονομικό αδιέξοδο και υπό την πίεση των πιστωτών της. Γενικά, αυτό το κίνητρο είναι συνηθισμένο στις λεγόμενες «επιθετικές» εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συγκατάθεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.
- ❖ **Η θεωρία «Hubris»:** Το γεγονός ότι μεγαλύτεροι οργανισμοί προσφέρουν συνήθως υψηλότερες αμοιβές για τα ανώτατα στελέχη αποτελεί πρόσθετο κίνητρο πραγματοποίησης Ε&Σ. Τα ανώτατα στελέχη, πολλές φορές παρακινούμενα από προσωπικά συμφέροντα, αδιαφορούν για τα συμφέροντα των μετόχων και υποκινούμενα από προσωπικές φιλοδοξίες, προχωρούν σε Ε&Σ. Επίσης, πολλές φορές, η ύπαρξη κάποιου «bonus» ωθεί τα στελέχη σε αυτή την κατεύθυνση, αδιαφορώντας πολλές φορές για τα προβλήματα που έχουν να αντιμετωπίσουν, ενώ αρκετές φορές επιδεικνύουν και αλαζονική συμπεριφορά ως προς τις δυνατότητές τους. (Steiner, 1975)
- ❖ **Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης:** Οι επιχειρήσεις που επιλέγουν το δρόμο των Ε&Σ αποκτούν περισσότερα εφόδια που τις καθιστούν ικανές να επιτύχουν υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, σε σχέση με αυτόν που θα μπορούσαν να επιτύχουν μεμονωμένα.

2.3 Λόγοι αποτυχίας Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

Αμέτρητες μελέτες έχουν γίνει όλα αυτά τα χρόνια από ερευνητές της ακαδημαϊκής κοινότητας, συμβουλευτικές εταιρείες και επενδυτικές τράπεζες, σε μια προσπάθεια να υπολογιστεί το ποσοστό επιτυχίας των Ε&Σ. Μία από τις πιο πολυσυζητημένες πηγές από τον τύπο και τους ανθρώπους των επιχειρήσεων είναι η μελέτη της KPMG που διεξήχθη το 1999 και βασίστηκε σε ένα μεγάλο δείγμα κορυφαίων Ε&Σ μεταξύ του 1996 και του 1998, η οποία έδειξε ότι μόνο στο 17% αυτών των συμφωνιών αυξήθηκε η αξία των μετόχων, στο 30% ήταν αμετάβλητη, ενώ στο 53% μειώθηκε (KPMG, 1999). Καταλαβαίνει λοιπόν κανείς, ότι κάτι πολύ σοβαρό πηγαίνει λάθος κατά τη διάρκεια της διαδικασίας των Ε&Σ.

Η δραστηριότητα των Ε&Σ είναι μια εξαιρετικά πολύπλοκη διαδικασία και δημιουργεί ένα πλήθος προβλημάτων, ορισμένα από τα οποία μπορούν να προβλεφθούν ενώ κάποια άλλα όχι. Η αποτυχία των συμφωνιών για εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να οφείλεται σε μία σειρά από διάφορους παράγοντες, οι οποίοι μπορούν να παρουσιαστούν είτε πριν τη συμφωνία είτε μετά το πέρας αυτής.

Μερικοί από τους λόγους για τους οποίους αποτυγχάνουν συνήθως οι Ε&Σ πριν από το κλείσιμο της συμφωνίας (DePamphilis, 2010) είναι:

- ❖ Αλαζονική συμπεριφορά των διοικούντων
- ❖ Λάθος επιλογή εταιρείας-στόχου
- ❖ Έλλειψη επαρκούς αξιολόγησης της εταιρείας-στόχου
- ❖ Πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά που οδηγεί σε συσσώρευση χρέους αντί για κερδοφορία
- ❖ Υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργειών
- ❖ Έλλειψη πλάνου για τις ενέργειες που πρέπει να γίνουν μετά τη συμφωνία
- ❖ Έλλειψη σαφούς οράματος και στρατηγικής

Μερικοί από τους λόγους για τους οποίους αποτυγχάνουν συνήθως οι Ε&Σ έπειτα από το κλείσιμο της συμφωνίας (DePamphilis, 2010) είναι:

- ❖ Έλλειψη ηγεσίας
- ❖ Υπερβολική εστίαση στην εκμετάλλευση των συνεργειών που προκύπτουν από την ενοποίηση και παραμέληση ευκαιριών για περαιτέρω ανάπτυξη
- ❖ Αναποτελεσματική επικοινωνία στο εσωτερικό του οργανισμού
- ❖ Έλλειψη συμμετοχής των μεσαίου επιπέδου στελεχών
- ❖ Διαφορετικές εταιρικές κουλτούρες και διαφορετικές νοοτροπίες εργαζομένων
- ❖ Αύξηση κόστους εξαιτίας μειωμένης παραγωγικότητας εργαζομένων
- ❖ Έλλειψη διαχείρισης αλλαγής

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Βιβλιογραφία 2^{ου} Κεφαλαίου

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

DePamphilis D., 2010, “Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know”, Academic Press

Gauchan A. P., 2007, “Mergers, Acquisitions and Corporate restructurings”, 4th edition, Willey

Steiner P., 1975, “Mergers: Motives, Effects, Policies”, University of Michigan Press

Wheelen L.T. Hunger D., 2009, “Strategic Management and Business Policy: Achieving Sustainability”, 12th edition, Pearson

Ελληνική Βιβλιογραφία

Κυριαζής Α. Δ, 2007, «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδόσεις Σμπίλια

Λαζαρίδης Γ. Θ., 2005, «Αποτίμηση επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.

Παπαδάκης Μ. Β., 2007, «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και διεθνής εμπειρία», τόμος Α & Β, εκδόσεις Μπένου

Σακέλλης Ι. Ε., 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης από άποψη νομική, φορολογική, Λογιστική», εκδόσεις Βρυκουσ

Κεφάλαιο 3

Ιστορική αναδρομή των Ε&Σ και πρόσφατες τάσεις

3.1 Παγκόσμιο επίπεδο

Οι Ε&Σ αποτελούν δημοφιλείς επιχειρηματικές στρατηγικές για περισσότερα από εκατό χρόνια και σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία και τις έρευνες που έχουν διεξαχθεί έως σήμερα, έχει παρατηρηθεί ότι πραγματοποιούνται κατά κύματα. Έχουν γίνει πολλές προσπάθειες για την εξήγηση αυτού του πολύπλοκου φαινομένου και έχουν διατυπωθεί διάφορες απόψεις, αλλά δεν υπάρχει έως τώρα κάποια ολοκληρωμένη θεωρία που να εξηγεί ποιοι παράγοντες συντελούν στην έλευση ενός νέου κύματος Ε&Σ.

Γενικά, υπάρχουν μακροοικονομικοί και μικροοικονομικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη δραστηριότητα των Ε&Σ και μπορούν να συνοψισθούν ως εξής:

- Αναδιρθώσεις σε κλάδους
- Εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες
- Κυβερνητικές ρυθμίσεις ή απορρυθμίσεις
- Γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση

Ο Gort (1969) και οι Mitchell και Mulherin (1996) επιχείρησαν να εξηγήσουν τα κύματα των Ε&Σ, υποστηρίζοντας ότι οι Ε&Σ ενδέχεται να προκληθούν ως αντίδραση σε απρόβλεπτες κρίσεις στο οικονομικό, τεχνολογικό ή νομοθετικό περιβάλλον ενός κλάδου, που απαιτούν μεγάλης κλίμακας ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων. Ωστόσο, αυτές οι κρίσεις από μόνες τους, υποστηρίζει ο Harford

(2004), δεν είναι αρκετές για να πυροδοτήσουν τον ερχομό ενός κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων. Είναι επίσης απαραίτητο να υπάρχει επαρκής κεφαλαιακή ρευστότητα για να πραγματοποιηθεί αυτή η ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων.

Μία ιδιαίτερα δημοφιλής θεωρία είναι η Διοικητική θεωρία (Managerial theory), η οποία διατυπώθηκε από τον Mueller (1969). Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι τα συμφέροντα και οι προσωπικές φιλοδοξίες των διοικούντων μιας επιχείρησης για απόκτηση κύρους ή μεγαλύτερου πλούτου, συχνά αποτελούν το κίνητρο για τη σύναψη Ε&Σ.

Ο Jensen (1986), διατύπωσε τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow theory), η οποία υποστηρίζει ότι ορισμένες συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται για την εξάλειψη του κόστους αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με τις ελεύθερες ταμειακές ροές, και κάποιες άλλες πραγματοποιούνται ώστε τα διευθυντικά στελέχη να εκπληρώσουν τις φιλοδοξίες τους για επέκταση της επιρροής τους, μέσω της αξιοποίησης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Οι Ε&Σ όπως προαναφέρθηκε, δεν αποτελούν κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών. Η οικονομική ιστορία έχει καταγράψει έξι σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα οποία λαμβάνουν χώρα κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Το **πρώτο κύμα** των συγχωνεύσεων και εξαγορών ξεκίνησε το 1893 και χαρακτηρίζεται από τη δημιουργία οριζόντιων συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες, που ως στόχο είχαν τη δημιουργία μονοπωλίων, όπως αυτό των σιδηροδρόμων, του πετρελαίου, του χάλυβα κ.ά. Αυτό το κύμα έληξε λόγω της έναρξης του Β' Παγκοσμίου Πολέμου.

Από τα μονοπώλια περνάμε στην ενοποίηση των κυριότερων βιομηχανιών και στο **δεύτερο κύμα** των συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο ξεκίνησε το 1919. Αυτό το δεύτερο κύμα χαρακτηρίζεται από τη δημιουργία ολιγοπωλίων (καθώς έχει θεσπιστεί

αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία) και την κάθετη ολοκλήρωση. Είναι η περίοδος της απαρχής των μεγάλων κατασκευαστών αυτοκινήτων, όπως η Ford και η FIAT. Το κραχ του 1929 και η μεγάλη οικονομική ύφεση ήταν οι λόγοι για τους οποίους ήρθε το τέλος του δεύτερου κύματος.

Η αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία οδηγεί τις επιχειρήσεις των αμερικάνικων επιχειρήσεων στο **τρίτο κύμα** συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο χαρακτηρίζεται από έντονη τάση για επέκταση και διαφοροποίηση. Πρωταρχικός σκοπός των διοικούντων των εταιρειών είναι η σύναψη συμφωνιών που θα τους επιτρέψει την είσοδο σε νέες αγορές. Στις αρχές του 1970, οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων, που συγκροτήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτού του κύματος, παρουσίασαν δραματική πτώση και κατ' αυτόν τον τρόπο το τρίτο κύμα φτάνει στο τέλος του.

Το **τέταρτο κύμα** καλύπτει την περίοδο 1974 – 1989 και χαρακτηρίζεται από τους στόχους εξαγοράς, που ήταν πολύ μεγαλύτεροι σε μέγεθος σε σύγκριση με αυτούς στο τρίτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Συγχωνεύσεις έλαβαν χώρα μεταξύ των βιομηχανιών πετρελαίου και φυσικού αερίου, σε φαρμακευτικές βιομηχανίες, σε τράπεζες και αεροπορικές βιομηχανίες. Οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες διευκόλυναν μια σειρά από «εχθρικές εξαγορές» για λογαριασμό των μεγάλων εταιρικών τους πελατών, μέσω της χρήσης δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου. Αυτή η εποχή τελείωσε με την κατάρρευση των δομών του κεφαλαίου των τραπεζών, λόγω της έντονης δραστηριότητας δανεισμού που εξυπηρετούσε τη χρηματοδότηση αυτών των συναλλαγών.

Το **πέμπτο κύμα** οδηγήθηκε από την παγκοσμιοποίηση, την έκρηξη της χρηματιστηριακής αγοράς και την άρση νομοθετικών ρυθμίσεων, που άλλοτε περιόριζαν τη συγχωνευτική δραστηριότητα. Καλύπτει την περίοδο 1993 – 2000 και είναι το μεγαλύτερο όλων, τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας, αγγίζοντας το αστρονομικό ποσό των 1,75 τρισεκατομμυρίων δολαρίων το έτος 2000. Οι Ε&Σ έλαβαν χώρα κυρίως στους κλάδους των τραπεζών και των τηλεπικοινωνιών και χρηματοδοτήθηκαν κυρίως με ίδια κεφάλαια παρά με ξένα. Έξι από τις δέκα μεγαλύτερες συμφωνίες στην ιστορία των συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιήθηκαν κατά το διάστημα 1998-2001. Το τέλος αυτής της εποχής ήρθε με

το «σκάσιμο» της φούσκας της χιλιετίας και τα μεγάλα σκάνδαλα εταιρειών, όπως η Enron και η Worldcom.

Το **έκτο κύμα** συγχωνεύσεων προέκυψε το 2003, τρία χρόνια περίπου μετά το «σκάσιμο» της φούσκας των εταιρειών του διαδικτύου και το τέλος του πέμπτου κύκλου συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η συγχωνευτική δραστηριότητα κορυφώθηκε το 2006 με περισσότερα από ένα τρισεκατομμύριο δολάρια, τα οποία δαπανήθηκαν για συμφωνίες εντός των Ηνωμένων Πολιτειών. Το έκτο κύμα έλαβε τέλος περίπου στα τέλη του 2007, όταν οι επενδυτές και τα στελέχη των επιχειρήσεων άρχισαν να δείχνουν τα πρώτα σημάδια σκεπτικισμού σχετικά με την κατάσταση των ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων¹, τις πιστωτικές αγορές και τις πιθανές παράπλευρες επιδράσεις τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομία στο σύνολό της.

Κύματα	Περίοδος	Χαρακτηριστικά
Πρώτο Κύμα	1893 – 1904	Οριζόντιες συγχωνεύσεις
Δεύτερο Κύμα	1919 – 1929	Κάθετες συγχωνεύσεις
Τρίτο Κύμα	1955 – 1970	Συγχωνεύσεις για επέκταση και διαφοροποίηση
Τέταρτο Κύμα	1974 – 1989	Συμπληρωματικές συγχωνεύσεις, εχθρικές εξαγορές
Πέμπτο Κύμα	1993 – 2001	Διασυνοριακές, «mega» συγχωνεύσεις
Έκτο Κύμα	2003 – 2008	Παγκοσμιοποίηση, χρήση ιδίων κεφαλαίων, σκεπτικισμός μετόχων

Πίνακας 1: Κύματα Ε&Σ (Πηγή: KPMG)

¹ Mortgage-backed securities (MBS)

Από το 2008 έως το 2010, η συγχωνευτική δραστηριότητα βυθίστηκε στα χαμηλότερα επίπεδα από το 2004 εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης. Είναι το 2011 η αρχή του έβδομου κύματος; Θα μπορούσε κάλλιστα να ονομάζεται «Η άνοδος των BRICS²»; Η πρόσφατη προσχώρηση της Νότιας Αφρικής στην ένωση των πέντε καλύτερα αναδυόμενων οικονομιών του κόσμου αναμένεται να ενισχύσει τις εισερχόμενες επενδύσεις και να επηρεάσει σημαντικά τη συγχωνευτική δραστηριότητα στην Αφρική.

Παρακάτω παρατίθενται στοιχεία για τις μεγαλύτερες συμφωνίες των περιόδων 1990-1999, 2000-2010 και 2011-2013, σύμφωνα με το Ινστιτούτο IMAA και το businessweek.com.

1990 - 1999

Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (σε δολάρια)
1999	Vodafone Airtouch PLC[30]	<i>Mannesmann</i>	202.000.000.000
1999	Pfizer[31]	<i>Warner-Lambert</i>	90.000.000.000
1998	Exxon[32][33]	<i>Mobil</i>	77.200.000.000
1998	Citicorp	<i>Travelers Group</i>	73.000.000.000
1999	SBC Communications	<i>Ameritech Corporation</i>	63.000.000.000

² BRICS: το ακρωνύμιο για την ένωση των πέντε μεγάλων αναδυόμενων οικονομιών, Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα και Νότια Αφρική

1999	Vodafone Group	<i>AirTouch Communications</i>	60.000.000.000
1998	Bell Atlantic[34]	GTE	53.360.000.000
1998	BP[35]	Amoco	53.000.000.000
1999	Qwest Communications	US WEST	48.000.000.000
1997	Worldcom	MCI Communications	42.000.000.000

Πίνακας 2: Μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές Ε&Σ (1990-1999)
(Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances)

2000 - 2010

Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (σε δολάρια)
2000	Fusion: AOL Inc. (America Online)[36][37]	Time Warner	164.747.000.000
2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75.961.000.000
2004	Royal Dutch Petroleum Company	"Shell" Transport & Trading Co.	74.559.000.000
2006	AT&T Inc.[38][39]	BellSouthCorporation	72.671.000.000
2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband	72.041.000.000

2009	Pfizer Inc.	Wyeth	68.000.000.000
2000	Spin-off: Nortel Networks Corporation		59.974.000.000
2002	Pfizer Inc.	Pharmacia Corporation	59.515.000.000
2004	JPMorgan Chase & Co.[40]	Bank One Corporation	58.761.000.000
2008	InBev Inc.	Anheuser-Busch Companies, Inc.	52.000.000.000

Πίνακας 3: Μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές Ε&Σ (2000-2010)
(Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances)

2011 - 2013

Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (σε δολάρια)
2011	Google	Motorola Mobility	9.800.000.000
2011	Microsoft Corporation	Skype	8.500.000.000
2011	Berkshire Hathaway	Lubrizol	9.220.000.000
2012	Deutsche Telekom	MetroPCS	29.000.000.000
2013	Softbank	Sprint Corporation	21.600.000.000

2013	Berkshire Hathaway	H. J. Heinz Company	28.000.000.000
2013	Microsoft Corporation	Nokia Handset & Services Business	7.200.000.000

Πίνακας 4: Μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές Ε&Σ (2011-2013)
(Πηγή: Businessweek.com)

3.2 Οι Ε&Σ στην Ελλάδα

Το ξεκίνημα της δεκαετίας του 1990 αποτέλεσε την απαρχή των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ελλαδικό χώρο και αυτό επειδή η οικονομική ενοποίηση των χωρών της τότε ΕΟΚ, και κατά συνέπεια το άνοιγμα των συνόρων, ουσιαστικά υποχρέωσε τις ελληνικές επιχειρήσεις να προβούν σε σύναψη συμμαχιών, ούτως ώστε να ενδυναμώσουν την παρουσία τους εντός και εκτός συνόρων. Στο μέσον της δεκαετίας του 1990, αυτή η τάση για αύξηση έδειχνε να μετριάζεται, με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων συνεχώς να μειώνεται. Παρόλα αυτά, λίγο πριν το τέλος της δεκαετίας, αυτή η καθοδική τάση εξομαλύνθηκε και άρχισε να σημειώνεται το πρώτο μεγάλο κύμα εξαγορών, το οποίο επηρέασε όλους τους κλάδους και ιδιαίτερα αυτόν των τραπεζών, στον οποίο παρατηρήθηκαν σημαντικές αλλαγές στα μερίδια αγοράς, με αξιοσημείωτη άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων. Ενδεικτικά αναφέρεται πως στη χώρα μας πραγματοποιήθηκαν περισσότερες από 350 Ε&Σ, αριθμός ρεκόρ για τα ελληνικά δεδομένα. Αφορμή για την πυροδότηση αυτού του κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί η δίχως προηγούμενο άνθηση που επικράτησε στην ελληνική κεφαλαιαγορά, κυρίως το 1999, η οποία έδωσε στις ελληνικές εταιρείες για πρώτη φορά την ευκαιρία άντλησης σημαντικών επενδυτικών κεφαλαίων, που χρησιμοποιήθηκαν για τη σύναψη συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθιστώντας τες ικανές να προσαρμοστούν στις σύγχρονες ανάγκες του παγκοσμιοποιημένου επιχειρηματικού περιβάλλοντος και ανταγωνισμού.

Αυτή η σημαντική αύξηση της αξίας των συναλλαγών για Ε&Σ, πρόκειται να συνεχιστεί τα επόμενα χρόνια και να κορυφωθεί έως το 2007, για να αρχίσει η αποκλιμάκωση του φαινομένου από το 2008 και έπειτα, όπου η διεθνής οικονομική κρίση κάνει την εμφάνισή της, αποτελώντας τροχοπέδη στην ανάπτυξη και την επενδυτική δραστηριότητα. Ως απόρροια της οικονομικής κρίσης, οι ελληνικές εταιρείες, ως ένα βαθμό, αναγκάζονται να αναζητήσουν συνέργειες με επιχειρήσεις του κλάδου τους και να επαληθεύσουν τη ρήση «η ισχύς εν τη ενώσει». Οι συμφωνίες αυτές φανερώνουν πολλά για τις τάσεις στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο.

Ενδεικτικά, ακολουθεί πίνακας με σημαντικές συναλλαγές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους 2008, τόσο μεταξύ εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, όσο και μη εισηγμένων.

Αγοραστής	Στόχος	Ποσοστό εξαγοράς	Αξία συναλλαγής (σε εκατ. ευρώ)
Deutsche Telecom	OTE (πακέτο Marfin Investment Group)	20,0%	2.550
Excel Maritime Carriers	Quintana Maritime	100,0%	1.400
The Carlyle Group	Νεοχημική Λαυρεντιάδης	73,5%	667
Grimaldi Group	Minoan Lines Shipping	67,0%	595
Deutsche Telecom	OTE	3,0%	437

Dubai Financial	<i>Marfin Investment Group</i>	6,5%	375
Paramount Services Holding Limited	<i>Alpha Bank</i>	4,0%	296
Attica Group	<i>Blue Star Maritime</i>	51,2%	290
Alapis	<i>Όμιλος Γερολυμάτου</i>	99,3%	200
Iberdrola Removables	<i>Χ. Ρόκας</i>	47,3%	174
ΓΕΚ	<i>ΤΕΡΝΑ</i>	45,4%	158
CNP Assurances	<i>Ασφαλιστικός βραχίονας MPB</i>	50,0%	145
South Easter Europe Fund LP	<i>Medicon System</i>	75,0%	133
RTL Group	<i>Alpha Media Group</i>	66,6%	126
Stena Bulk	<i>Paradise Tankers Holding</i>	35,0%	70
Άλφα Βήτα Βασιλόπουλος	<i>Plus Hellas</i>	100,0%	70

South Easter Europe Fund LP	<i>Χρυσή Ευκαιρία</i>	75,0%	64
Μυτιληναίος	<i>Κόρινθος Power</i>	65,0%	60
Marks & Spencer International Holdings	<i>Marks & Spencer Marinopoulos</i>	50,0%	50
Τράπεζα Πειραιώς	<i>Proton Bank</i>	31,3%	25

Πίνακας 5: Ε&Σ στην Ελλάδα (2008)
(Πηγή: Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε.)

Η Marfin Investment Group (MIG) πρωταγωνίστησε κατά το 2008, με τη μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή, η οποία αφορά τη μεταβίβαση του 20% του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ, αρχικά προς τη MIG, και έπειτα από τη MIG προς τη Deutsche Telecom. Η εξέλιξη αυτή έφερε τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών στην πρώτη θέση των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

Την ίδια χρονιά, ακολούθησε ο κλάδος της ναυτιλίας με την εξαγορά της Quintana Maritime από την Excel Maritime Carriers έναντι 1,4 δισεκατομμυρίων ευρώ, ενώ ιδιαίτερη κινητικότητα παρουσιάστηκε και στο χώρο της τουριστικής ναυτιλίας, με συναλλαγές που άγγιξαν το ποσό του ενός δισεκατομμυρίου ευρώ.

Στον κλάδο των φαρμάκων υπήρξαν ανακατατάξεις δυνάμεων με την εξαγορά του Ομίλου Γερολυμάτου από την Alaris, η οποία πρόσφερε 200 εκατομμύρια ευρώ, ενώ στον κλάδο της υγείας, η Global Finance, μέσω της επενδυτικής εταιρείας της South

Eastern Europe Fund LP, προχώρησε στην εξαγορά του 75% της Medicon System (Ευρωκλινική Αθηνών, Ευρωκλινική Παίδων) από τον όμιλο Eureka.

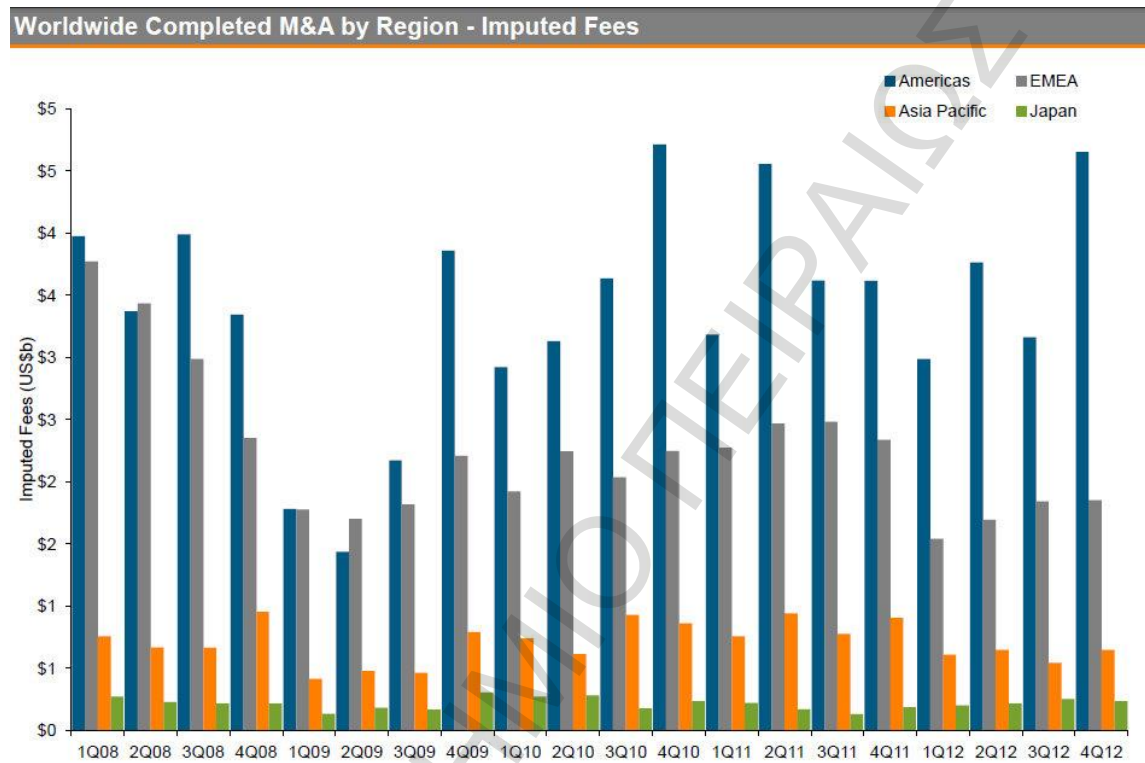
3.3 Πρόσφατες τάσεις

Όσον αφορά τις πιο πρόσφατες εξελίξεις στην παγκόσμια αγορά των Ε&Σ, από το 2008 και έπειτα σημειώνεται σημαντική πτώση στη δραστηριότητά τους, εξαιτίας της καταβράθρωσης των χρηματιστηριακών αγορών και της πρωτοφανούς παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, ενώ σημάδια ανάκαμψης αρχίζουν να διαφαίνονται από το έτος 2010 και μετά.

Κατά τη διάρκεια του έτους 2012, η αξία της παγκόσμιας δραστηριότητας των Ε&Σ ανήλθε σε 2,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, εμφανίζοντας 2% αύξηση σε σχέση με τα επίπεδα του έτους 2011. Στις αναδυόμενες αγορές, η αξία των Ε&Σ ανήλθε σε 723 δισεκατομμύρια δολάρια κατά το έτος 2012, αυξημένη κατά 9% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Οι διασυνοριακές συναλλαγές αποτέλεσαν το 36% του συνολικού αριθμού των Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους, σημειώνοντας αύξηση 6% σε σχέση με το έτος 2011, αγγίζοντας με αυτόν τον τρόπο τα 944 δισεκατομμύρια δολάρια για το έτος 2012. Πρωταγωνιστές των διασυνοριακών συναλλαγών ήταν οι κλάδοι της ενέργειας, και των καταναλωτικών αγαθών. Ο κλάδος της ενέργειας εμφάνισε τη μεγαλύτερη δραστηριότητα κατά τη διάρκεια του 2012, καθώς σε αυτόν πραγματοποιήθηκε το 18% των συνολικών Ε&Σ, ενώ οι κλάδοι των χρηματοοικονομικών και της ακίνητης περιουσίας αντιπροσωπεύουν το 13% και το 11% της συνολικής δραστηριότητας των Ε&Σ, αντίστοιχα (Thomson Reuters, 2012).

Ακολουθεί διάγραμμα στο οποίο φαίνεται η δραστηριότητα των Ε&Σ ανά γεωγραφική περιοχή για τα έτη από 2008 έως 2012. Τη μερίδα του λέοντος κατέχει η περιοχή της Αμερικής, η οποία εμφανίζει τη μεγαλύτερη αξία συμφωνιών σε κάθε έτος. Η περιοχή

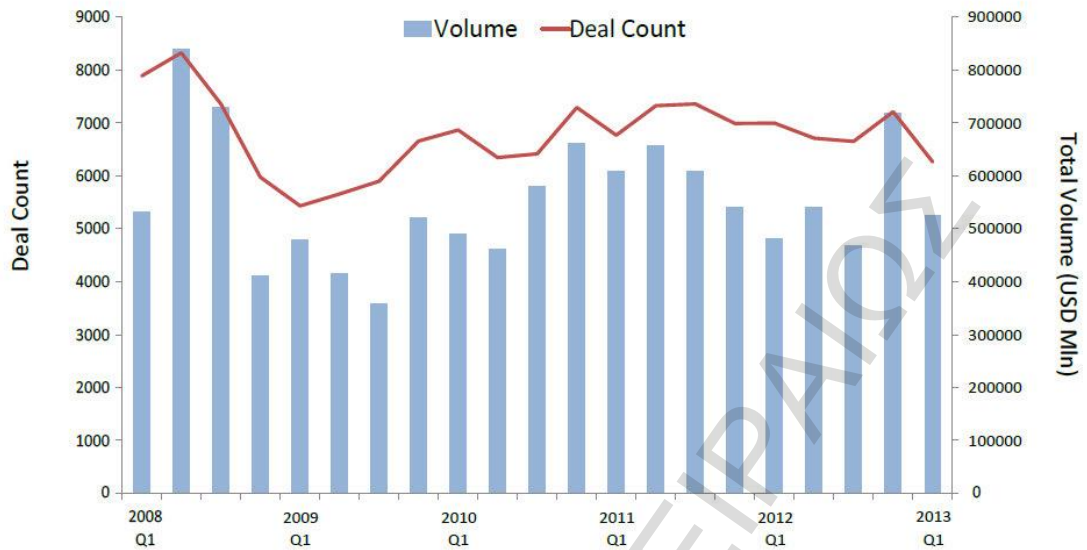
της Ευρώπης, Μέσης Ανατολής και Αφρικής (EMEA) εμφανίζει υψηλό όγκο συναλλαγών, ο οποίος όμως μειώνεται σταδιακά μέχρι το έτος 2012.



Γράφημα 1: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά γεωγραφική περιοχή
 (Πηγή: Mergers & Acquisitions Review Full Year 2012, Thomson Reuters 2012)

Για τη διευκόλυνση του αναγνώστη, ακολουθούν ξεχωριστά γραφήματα με τη δραστηριότητα των Ε&Σ σε παγκόσμιο επίπεδο, σε επίπεδο Ευρώπης-Μέσης Ανατολής-Αφρικής (EMEA), σε επίπεδο Αμερικής (Americas), και σε επίπεδο Ασίας-Ειρηνικού (APAC), τα οποία συνοδεύονται από γραφήματα που παρουσιάζουν πληροφορίες σχετικά με τους κλάδους στους οποίους συγκαταλέγονται οι περισσότερες εταιρείες-στόχοι, καθώς και οι εξαγοράστριες εταιρείες.

Global M&A Quarterly Volume

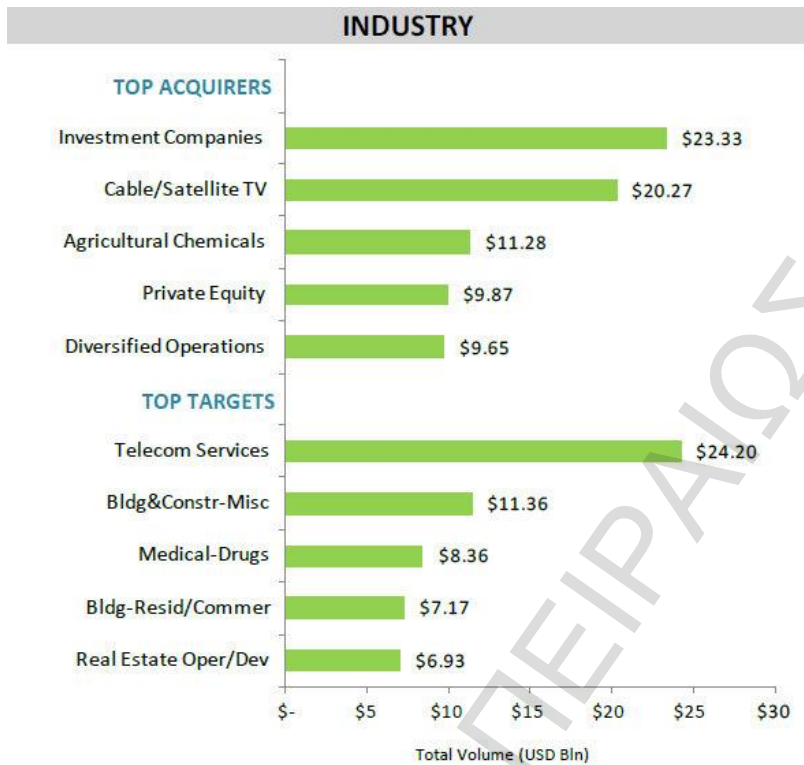


Γράφημα 2: Συνολική Δραστηριότητα Ε&Σ σε παγκόσμιο επίπεδο
(Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)

EMEA M&A Quarterly Volume



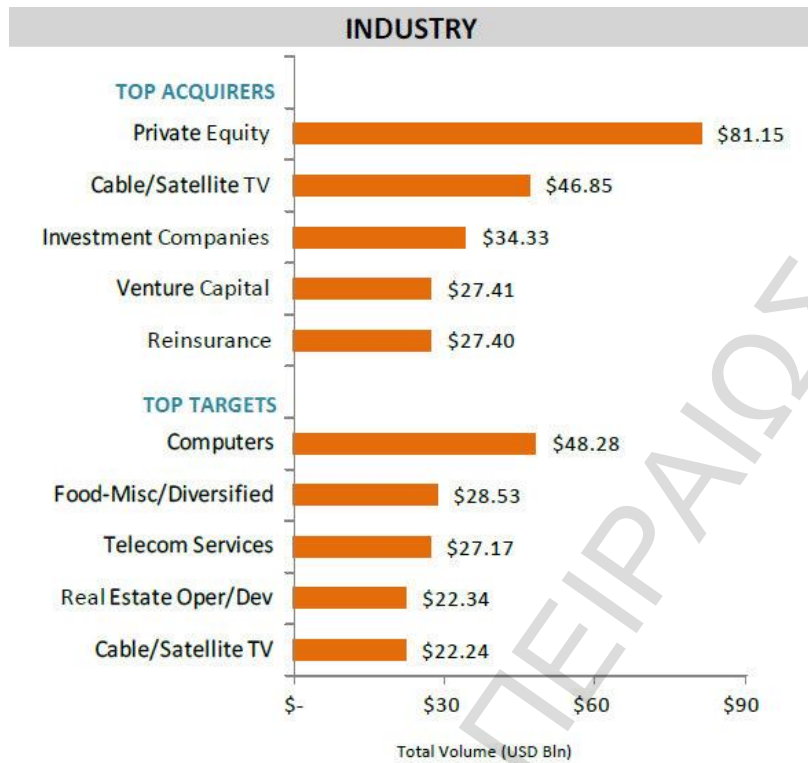
Γράφημα 3: Δραστηριότητα Ε&Σ (EMEA)
(Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)



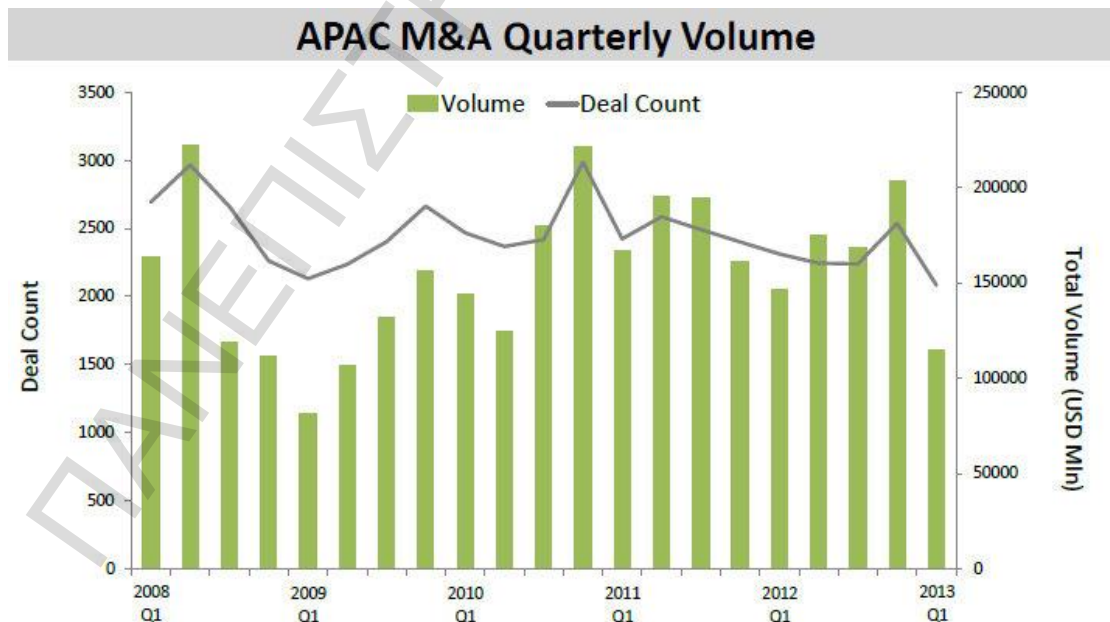
Γράφημα 4: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά κλάδο (EMEA)
 (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)



Γράφημα 5: Δραστηριότητα Ε&Σ (Americas)
 (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)



Γράφημα 6: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά κλάδο (Americas)
 (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)

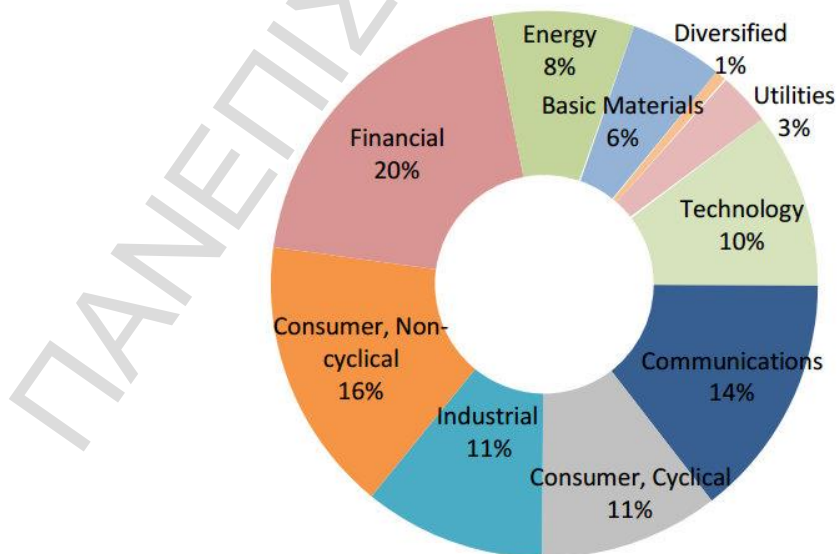


Γράφημα 7: Δραστηριότητα Ε&Σ (APAC)
 (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)



Γράφημα 8: Δραστηριότητα Ε&Σ ανά κλάδο (APAC)
 (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)

Total Volume by Industry: Q1 2013



Γράφημα 9: Όγκος Δραστηριότητας Ε&Σ ανά κλάδο (2003)
 (Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)

Ο κλάδος στον οποίο παρατηρήθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός συναλλαγών ήταν αυτός των αναλώσιμων – καταναλωτικών αγαθών (Consumer Non-Cyclical). Παρόλο που ο συνολικός αριθμός των συμφωνιών για το πρώτο τρίμηνο του 2013 μειώθηκε σε 1.251, σημειώνοντας πτώση 13% σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του περασμένου έτους, η συνολική αξία αυξήθηκε 58% αγγίζοντας τα 85 δισεκατομμύρια δολάρια.

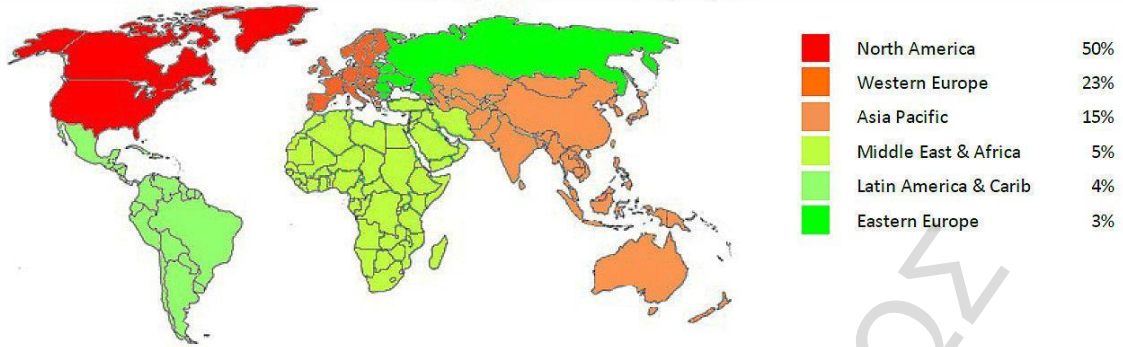
Το πρώτο τρίμηνο του 2013, ο συνολικός αριθμός των συναλλαγών μειώθηκε σε κάθε κλάδο, εκτός από αυτόν των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (Financial), σε σχέση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους.

Οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών σε όρους συνολικής αξίας συναλλαγών ήταν αυτοί των Εταιρειών Επενδύσεων (Investment Companies), Ιδιωτικών Επενδυτικών Κεφαλαίων (Private Equity) και της Καλωδιακής / Δορυφορικής Τηλεόρασης (Cable / Satellite TV), με συνολικό όγκο 194 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι συμφωνίες στον κλάδο Ιδιωτικών Επενδυτικών Κεφαλαίων άγγιξαν τον αριθμό των 450, σημειώνοντας 18% πτώση από το πρώτο τρίμηνο του 2012.

Δύο από τις πέντε μεγαλύτερες συμφωνίες σε όρους συνολικής αξίας, επιτεύχθηκαν στους κλάδους των Τηλεπικοινωνιών (Telecoms) και της Καλωδιακής / Δορυφορικής Τηλεόρασης (Cable / Satellite TV).

Παρακάτω, παρατίθεται γράφημα στο οποίο αναγράφονται τα ποσοστά των Ε&Σ για κάθε γεωγραφική περιοχή για το πρώτο τρίμηνο του έτους 2013. Το υψηλότερο ποσοστό των Ε&Σ πραγματοποιείται στη Βόρεια Αμερική, ενώ το χαμηλότερο στην Ανατολική Ευρώπη.

Heat Map: Q1 2013 Volume by Region



Γράφημα 10: Όγκος δραστηριότητας E&S ανά περιοχή
(Πηγή: Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013, Bloomberg)

Οι συμφωνίες για E&S ξεπέρασαν τον αριθμό των 6.200 σε παγκόσμιο επίπεδο το πρώτο τρίμηνο του 2013, παρουσιάζοντας πτώση μεγαλύτερη του 13% από περίοδο σε περίοδο και 10% από χρόνο σε χρόνο. Οι επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ηνωμένες Πολιτείες αποτέλεσαν τους πιο ελκυστικούς στόχους, με συναλλαγές που ξεπέρασαν τα 270 δισεκατομμύρια δολάρια σε αξία, αντιπροσωπεύοντας περισσότερο από το 40% του παγκόσμιου όγκου.

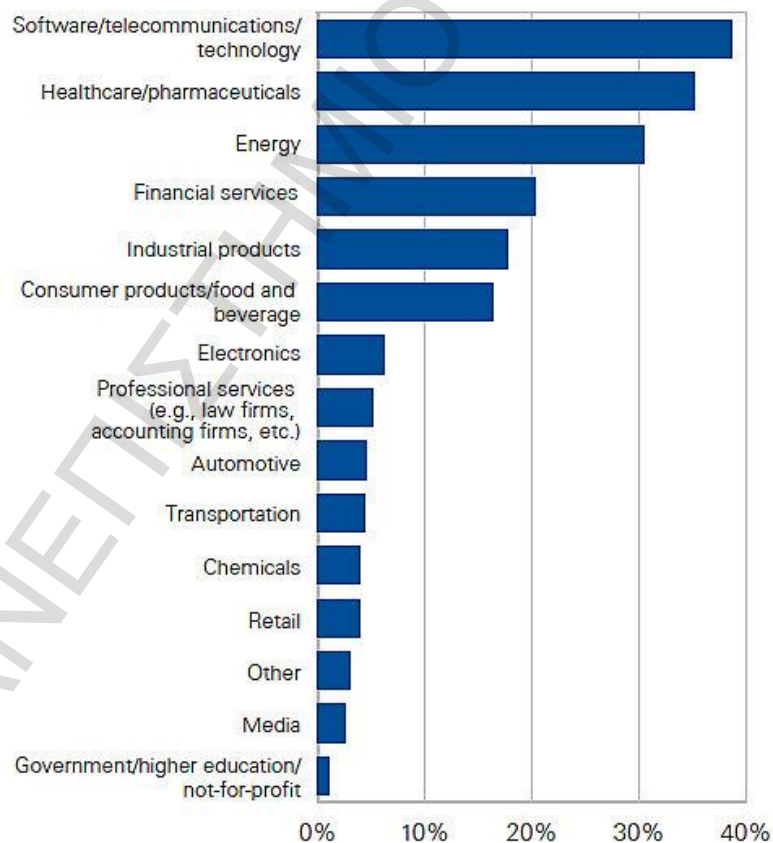
Οι εξαγορές ανάμεσα σε εταιρείες που εδρεύουν στις Ηνωμένες πολιτείες αποτέλεσαν το 35% του συνολικού όγκου με αθροιστική αξία σχεδόν 180 δισεκατομμύρια δολάρια. Η συναλλαγή της HJ Heinz Co. του πρώτου τριμήνου του 2013, αξίας 27,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ήταν υψηλότερη σε αξία και από τη μεγαλύτερη συμφωνία που έγινε σε όλη την περιφέρεια Ευρώπης-Μέσης Ανατολής-Αφρικής (EMEA) και Ασίας.

Ο όγκος συναλλαγών E&S του Ηνωμένου Βασιλείου αποτέλεσε το 30% όλης της ευρωπαϊκής δραστηριότητας, με την πλέον αξιοσημείωτη αυτού του τριμήνου να είναι η εξαγορά της Virgin Media Inc, αξίας άνω των 18 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Η διασυννοριακή δραστηριότητα αντιπροσωπεύει το 36% του όγκου συμφωνιών, χαμηλότερο του 48% που είχε το πρώτο τρίμηνο του 2012, μαζί με μια πτώση της τάξης του 9% των Ε&Σ στις αναπτυσσόμενες αγορές.

Σύμφωνα με έρευνα που διεξήγε η KPMG, οι κλάδοι οι οποίοι θα εμφανίσουν τη μεγαλύτερη κινητικότητα σε Ε&Σ από το 2013 και έπειτα, θα είναι αυτοί των τηλεπικοινωνιών / λογισμικού / τεχνολογίας με ποσοστό 39%, ακολουθούμενοι από τον κλάδο της υγείας / φαρμακευτικών προϊόντων με ποσοστό 35%, της ενέργειας με 31% και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με 20%.

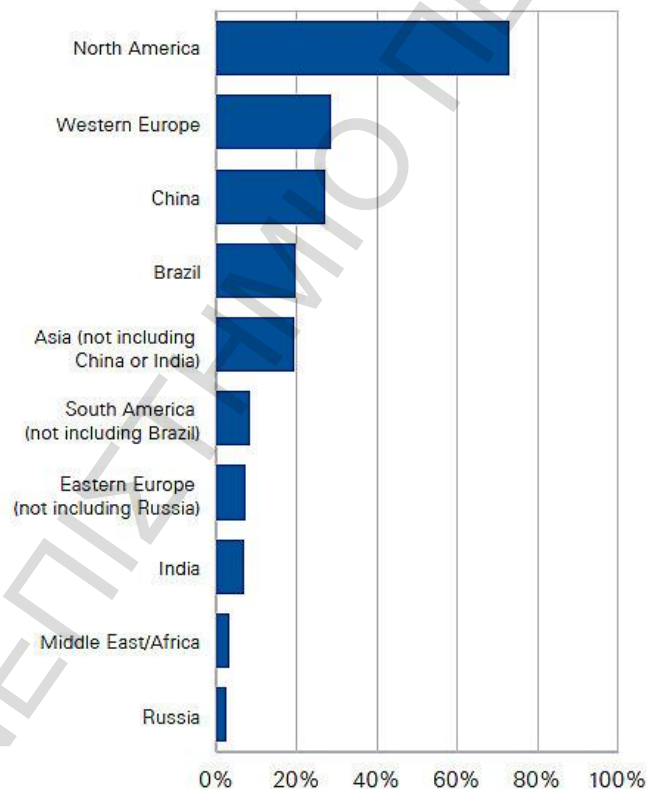
Industries with the Most Activity



Γράφημα 11: Κλάδοι με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα Ε&Σ (Πηγή: 2013 M&A Outlook Survey, KPMG)

Η έρευνα κατέδειξε ότι η Βόρεια Αμερική αναμένεται να είναι ο πιο δημοφιλής προορισμός για συμφωνίες Ε&Σ, σύμφωνα με το 73% των ερωτηθέντων, ενώ ακολουθούν η δυτική Ευρώπη με 28%, η Κίνα με 27%, η Βραζιλία με 20%, και η Ασία – με εξαίρεση την Κίνα και την Ινδία – με 19%. Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους θα δημιουργήσει ευκαιρίες επενδύσεων, ιδίως στους κλάδους που αντιμετωπίζουν σημαντικές δυσκολίες. Οι προοπτικές ανάπτυξης των αναδυόμενων αγορών τις καθιστούν ιδανικές για τη σύναψη συμφωνιών Ε&Σ για τις επιχειρήσεις που επιδιώκουν αύξηση εσόδων.

Most Popular Regions



Γράφημα 12: Δημοφιλέστερες γεωγραφικές περιοχές
(Πηγή: 2013 M&A Outlook Survey, KPMG)

Η αγορά των Ε&Σ και η οικονομία εν γένει αντιμετώπισε πολλαπλές προκλήσεις τα τελευταία χρόνια. Η μεγαλύτερη βεβαιότητα γύρω από τη δημοσιονομική και

φορολογική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών και η κινητικότητα στην ευρωπαϊκή κρίση χρέους πρόκειται να ενισχύσει περαιτέρω την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και να βελτιώσει τις παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές. Παρά το γεγονός ότι η αβεβαιότητα εξακολουθεί να υφίσταται, οι «dealmakers» είναι συγκρατημένα αισιόδοξοι και η συντριπτική πλειοψηφία από αυτούς είπε ότι πρόκειται να αναζητήσει ευκαιρίες για ανάπτυξη μέσω εξαγορών κατά το τρέχον έτος. Συμπερασματικά, η αγορά των Ε&Σ αναμένεται να βελτιωθεί το 2013 και να επεκταθεί στο εγγύς μέλλον.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Βιβλιογραφία 3^{ου} Κεφαλαίου

Αρθρογραφία

Alexandridis G., Mavrovitis C. & Travlos N., 2012, “How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave”, The European Journal of Finance

Gort, M., 1969, “An economic disturbance theory of mergers”, Quarterly Journal of Economics

Gugler K., Mueller D., Weischselbaumer M., 2012, “The determinants of merger waves: An international perspective”, International Journal of Industrial Organization

Harford J., 2004, “What drives merger waves?”, University of Washington Business School

Jensen, M. C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, American Economic Review

Mitchell, M.L., and Mulherin, J.H., 1996, “The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity”, Journal of Financial Economics

Mueller, D., 1969, “A Theory of Conglomerate Mergers,” Quarterly Journal of Economics

Έρευνες

“Mergers & Acquisitions Review Full Year 2012”, Thomson Reuters, 2012

“2013 M&A Outlook Survey”, KPMG, 2013

“Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013”, Bloomberg, 2013

Ηλεκτρονικές πηγές

<http://www.kpmg.com>

<http://www.bloomberg.com>

<http://businessweek.com>

<http://www.pwc.com>

<http://www.ey.com>

<http://www.intralinks.com>

<http://www.mergermarket.com>

<http://www.imaa-institute.org>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κεφάλαιο 4

Βιβλιογραφική ανασκόπηση

4.1 Εισαγωγή

Το πολύπλοκο φαινόμενο των Ε&Σ έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον διαφόρων μελετητών τα τελευταία 30 χρόνια, οι οποίοι προσπάθησαν να δώσουν λύσεις στο ερώτημα αν και κατά πόσο οι Ε&Σ εταιρειών βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα, τόσο των απορροφεισών εταιρειών, όσο και του ομίλου γενικότερα. Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζεται πληθώρα σημαντικών ερευνών που πραγματοποιήθηκαν από το έτος 1988 έως και το 2013, σε μια προσπάθεια να διαλευκανθεί το τοπίο. Τα θέματα τα οποία διερευνώνται στις επιμέρους έρευνες αφορούν κατά κύριο λόγο τα εξής:

- ❖ Οι συνέπειες των Ε&Σ στον πλούτο των μετόχων
- ❖ Η αποτίμηση χρηματιστηριακής αξίας των Ε&Σ
- ❖ Ο αντίκτυπος των Ε&Σ στη λειτουργική επίδοση των επιχειρήσεων
- ❖ Ο αντίκτυπος των διασυννοριακών Ε&Σ στην αποτίμηση των επιχειρήσεων
- ❖ Η μακροπρόθεσμη κερδοφορία των εταιρικών Ε&Σ
- ❖ Τα οφέλη που προκύπτουν για τους μετόχους των εταιρειών που ανακοινώνουν εξαγορές
- ❖ Η επίδοση των εξαγοραστριών εταιρειών τόσο γύρω από την ανακοίνωση των Ε&Σ όσο και κατά την περίοδο μετά την ολοκλήρωσή τους
- ❖ Η υπεραξία που πληρώνεται στις Ε&Σ
- ❖ Οι επιπτώσεις των ανακοινώσεων των Ε&Σ στην αξία των μετόχων για την εξαγοράστρια εταιρεία και την εταιρεία-στόχο
- ❖ Οι παράγοντες που ωθούν τις εμπορικές τράπεζες σε εξαγορές

Οι έρευνες έλαβαν μέρος κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά και σε χώρες όπως η Ιαπωνία, ο Καναδάς, η Ισπανία, και σε αναπτυσσόμενες αγορές της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής.

4.2 Ανασκόπηση αρθρογραφίας

Για τη διευκόλυνση του αναγνώστη, οι έρευνες διακρίνονται με κριτήριο τη γεωγραφική περιοχή, στην οποία δραστηριοποιούνται οι εταιρείες που συμμετέχουν στο δείγμα της εκάστοτε έρευνας. Πιο συγκεκριμένα, χωρίζονται στις εξής γεωγραφικές περιοχές:

- ❖ Ηνωμένες Πολιτείες
- ❖ Ευρωπαϊκή Ένωση
- ❖ Ηνωμένο Βασίλειο
- ❖ Λοιπές χώρες (Καναδάς, Σουηδία, Ισπανία, Ιαπωνία, αναπτυσσόμενες αγορές της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας)

Επειδή υπάρχουν και κάποιες μελέτες που χρησιμοποιούν δεδομένα από όλο τον κόσμο και δεν μπορούν να ταξινομηθούν σύμφωνα με τις παραπάνω κατηγορίες, κρίνεται απαραίτητη η δημιουργία μίας επιπρόσθετης κατηγορίας με τίτλο:

- ❖ Παγκόσμιο επίπεδο

4.2.1 Ηνωμένες Πολιτείες

Οι **Doukas & Travlos** (1988) χρησιμοποίησαν δείγμα αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες ανακοίνωσαν διεθνείς εξαγορές την περίοδο 1975-1983. Διερεύνησαν την επίδραση των διασυνοριακών Ε&Σ των πολυεθνικών επιχειρήσεων στις τιμές των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών στην Αμερική. Για τη διενέργεια της έρευνας έγινε χρήση του *market model*, υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις και διεξήχθη διαστρωματική παλινδρόμηση. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι εταιρείες με προηγούμενη δράση στο εξωτερικό, αλλά όχι στην χώρα που εδρεύει η εταιρεία-στόχος, παρουσιάζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς. Οι εταιρείες χωρίς καμία πρότερη δράση στο εξωτερικό, εμφανίζουν μικρές θετικές μη κανονικές αποδόσεις, μη στατιστικά σημαντικές. Όσες εταιρείες έχουν ήδη δραστηριοποιηθεί στις χώρες όπου εδρεύει η εταιρεία-στόχος, παρουσιάζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Οφέλη για τους μετόχους των αγοραστριών επιχειρήσεων προκύπτουν μέσω της ταυτόχρονης γεωγραφικής και βιομηχανικής διαφοροποίησης, ειδικά σε λιγότερο αναπτυγμένες χώρες.

Ο **Harford** (1999), σε μία προσπάθεια να προσδιορίσει αν η παρουσία υψηλής ρευστότητας στις επιχειρήσεις οδηγεί τα στελέχη σε επενδυτικές αποφάσεις που μειώνουν την αξία της επιχείρησης, χρησιμοποίησε δείγμα εταιρειών από τις Ηνωμένες Πολιτείες για την περίοδο 1950-1994, εστιάζοντας σε εξαγορές. Με βάση τη διαχείριση αποθεμάτων και τις *buffer-stock* θεωρίες της διαχείρισης ρευστότητας, αναπτύσσεται ένα μοντέλο αναφοράς κανονικών ταμειακών αποθεμάτων. Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι οι εταιρείες με ιδιαίτερα υψηλή ρευστότητα είναι περισσότερο πιθανό να προβούν σε εξαγορές. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αντιμετωπίσουν προβλήματα αντιπροσώπευσης (*agency problems*), ευθύνονται για το μεγαλύτερο ποσοστό εξαγορών. Αυτές οι εξαγορές καταστρέφουν αξία, όπως καταδεικνύει η πτώση στην τιμή της μετοχής τη στιγμή της ανακοίνωσης της εξαγοράς, καθώς και η επακόλουθη κακή λειτουργική επίδοση της συνδυασμένης εταιρείας. Τα αποτελέσματα των εξαγορών έχουν επιπτώσεις στον τρόπο με τον οποίο το διοικητικό συμβούλιο και οι επενδυτές αξιολογούν τη μερισματική πολιτική και τη διαχείριση ταμειακών αποθεμάτων. Οι διοικούντες επαναπαύονται όταν βλέπουν ότι η εταιρεία διαθέτει

μεγάλα ταμειακά αποθέματα και έτσι δεν δίνουν τη δέουσα σημασία κατά την αξιολόγηση επενδύσεων, καταστρέφοντας με αυτόν τον τρόπο την αξία προς τους μετόχους.

Οι **Fuller, Netter & Stegemoller** (2002) μελέτησαν τις αποδόσεις των μετόχων εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες έχουν εξαγοράσει πέντε ή περισσότερες εισηγμένες ή μη εισηγμένες ή θυγατρικές εταιρείες-στόχους μέσα σε διάστημα τριών χρόνων, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 3.135 εξαγορών που έλαβαν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής την περίοδο 1990-2000. Ακολουθείται η μεθοδολογία επιχειρηματικών συμβάντων σύμφωνα με τους Brown και Warner (1985), για τον υπολογισμό των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων για μια περίοδο πέντε ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μέτοχοι της πλειοδότης εταιρείας κερδίζουν όταν η πλειοδότης εταιρεία εξαγοράζει μια μη εισηγμένη ή μια θυγατρική μιας εισηγμένης εταιρείας, ενώ αντίθετα χάνουν όταν η πλειοδότης εταιρεία εξαγοράζει μια εισηγμένη. Το κέρδος ή η απώλεια είναι μεγαλύτερο σε απόλυτη τιμή όταν η εταιρεία-στόχος είναι μεγαλύτερη και όταν η πλειοδότης εταιρεία χρησιμοποιεί μετοχές για τη χρηματοδότηση της εξαγοράς. Όταν οι εξαγοράστριες εταιρείες αποκτούν μη εισηγμένες εταιρείες ή θυγατρικές, αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία σε μια αγορά με σχετικά χαμηλή ρευστότητα. Οι ακόμα μεγαλύτερες αποδόσεις που απολαμβάνουν οι πλειοδότες όταν κάνουν προσφορές με μετοχές για μια μη εισηγμένη εταιρεία, μπορεί να προκύπτουν από φορολογικά και άλλα οφέλη.

Οι **Seth, Song & Pettit** (2002) μελέτησαν ένα δείγμα 100 διασυνοριακών εξαγορών εταιρειών των Ηνωμένων Πολιτειών από ξένες εταιρείες, που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1981-1990. Κύριο μέλημα της έρευνας είναι η διερεύνηση των εναλλακτικών λόγων οι οποίοι ευθύνονται για τη δημιουργία ή καταστροφή αξίας στις διασυνοριακές εξαγορές. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι αυτή των επιχειρηματικών συμβάντων για την εκτίμηση μη κανονικών αποδόσεων των εξαγοράστριων εταιρειών και των εταιρειών-στόχων. Η έρευνα αποδεικνύει ότι οι παράγοντες οι οποίοι ευθύνονται για τη δημιουργία αξίας σε διασυνοριακές εξαγορές είναι η κοινή χρήση πάγιων περιουσιακών στοιχείων, η κοινή χρήση άυλων περιουσιακών στοιχείων και η χρηματοοικονομική διαφοροποίηση. Αντίθετα, ο παράγοντας ο οποίος ευθύνεται για την καταστροφή αξίας στις διασυνοριακές εξαγορές, είναι η μείωση του επικερδητικού κινδύνου.

Οι **Moeller, Schlingemann & Stulz** (2004) ερεύνησαν ένα δείγμα 12.023 Ε&Σ εισηγμένων και μη επιχειρήσεων από εισηγμένες επιχειρήσεις στις ΗΠΑ. Το δείγμα αφορά την περίοδο 1980-2001 και περιλαμβάνει μόνο όσες εταιρείες καταλήγουν να αποκτήσουν όλες τις μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών και δεν έχουν ήδη τον έλεγχο όλων των περιουσιακών τους στοιχείων. Σε αυτή την έρευνα εξετάζονται τα οφέλη που προκύπτουν για τους μετόχους των εταιρειών που ανακοινώνουν εξαγορές εισηγμένων, μη εισηγμένων, ή θυγατρικών άλλων επιχειρήσεων. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι αυτή των μη κανονικών αποδόσεων και της μεθόδου Καθαρής Παρούσας Αξίας που δημιουργείται από τις Ε&Σ, τρεις ημέρες κοντά στην ανακοίνωση της συμφωνίας. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι μικρές επιχειρήσεις ανταποκρίνονται καλύτερα από ότι οι μεγάλες όταν κάνουν μια ανακοίνωση εξαγοράς, παρουσιάζοντας μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις από αυτές των μεγάλων εταιρειών. Οι μικρές επιχειρήσεις που αποκτούν εισηγμένες, κατά μέσο όρο αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων, σε αντίθεση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Οι μη κανονικές αποδόσεις εταιρειών που χρησιμοποιούν μετοχές σε μία Ε&Σ είναι μικρότερες από αυτές των εταιρειών που χρησιμοποιούν μετρητά για την πληρωμή.

Ο **Rosen** (2004) χρησιμοποίησε ένα δείγμα Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν από επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών κατά την περίοδο 1982-2001, με σκοπό να ερευνηθούν οι συνέπειες που έχουν οι Ε&Σ στις χρηματιστηριακές τιμές των πλειοδοτών εταιρειών. Γίνεται χρήση ενός εμπειρικού μοντέλου και της μεθόδου μη κανονικών αποδόσεων. Εξετάζεται η βραχυχρόνια αντίδραση της αγοράς σε μια ανακοίνωση Ε&Σ για μια περίοδο 5 ημερών, όπου υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις για την πλειοδότη εταιρεία, ενώ παράλληλα εξετάζεται και η μακροχρόνια αντίδραση σε ορίζοντα τριετίας, υπολογίζοντας τις *buy-and-hold* μη κανονικές αποδόσεις. Τα ευρήματα της έρευνας υποδεικνύουν ότι η βραχυπρόθεσμη αντίδραση σε μια ανακοίνωση αντιστρέφεται σε μακροπρόθεσμη βάση. Οι εξαγορές που ανακοινώθηκαν σε *hot mergers markets*³ οδηγούν μακροπρόθεσμα σε μείωση της τιμής της μετοχής του πλειοδότη, ενώ παρατηρήθηκε ότι σχετίζονται με μακροπρόθεσμες αποδόσεις που όμως δεν είναι υψηλότερες, αλλά κατά πάσα πιθανότητα χαμηλότερες, από αυτές οι οποίες ανακοινώνονται σε *cold stock markets*⁴. Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι *ceteris paribus* η βραχυχρόνια αντίδραση σε μια ανακοίνωση αντιστρέφεται πλήρως σε διάστημα τριών ετών από τη στιγμή της ανακοίνωσης.

³ Αγορές/χώρες στις οποίες υπάρχει έντονη δραστηριότητα Ε&Σ

⁴ Αγορές/χώρες στις οποίες η δραστηριότητα Ε&Σ είναι πολύ μικρή

Οι **Meschi & Metais** (2006) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 291 εξαγορών από γαλλικές επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες, που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1988-2004. Σκοπός της έρευνας είναι να ερευνηθεί κατά πόσο μια αγοράστρια εταιρεία με εκτενή εμπειρία πάνω στις εξαγορές, μπορεί να υπερνικήσει έναν αγοραστή με ελάχιστη ή καμία εμπειρία στις εξαγορές. Επιπλέον, εξετάζεται κατά πόσο ένας αγοραστής που χρησιμοποιεί ποικίλους τρόπους ανάπτυξης (ετερογενής εμπειρία, δηλαδή η εταιρεία αναπτύσσεται όχι μόνο με εξαγορές αλλά και κοινοπραξίες) και έχει αποκτήσει την ανάλογη εμπειρία, μπορεί να υπερνικήσει μια εταιρεία που έχει υιοθετήσει μόνο ένα συγκεκριμένο τρόπο ανάπτυξης (ομοιογενής εμπειρία, δηλαδή η εταιρεία αναπτύσσεται αποκλειστικά μέσω εξαγορών). Η έρευνα έδειξε ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της επίδοσης της εξαγοράς και της ετερογενούς εμπειρίας των γαλλικών εξαγοραστριών εταιρειών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αντιθέτως, η έρευνα έδειξε ότι η εξαγοραστική εμπειρία στις Ηνωμένες Πολιτείες συνδέεται με την επίδοση της εξαγοράς, αλλά μόνο γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Οι **Kisgen, Qian, & Song** (2008) μελέτησαν ένα δείγμα 1.509 Ε&Σ εισηγμένων εταιρειών των Ηνωμένων Πολιτειών, που έλαβαν χώρα κατά το διάστημα 1994 – 2003, προκειμένου να εξετάσουν τη χρήση και την επίδραση των *fairness opinions*⁵ (FOs) στις Ε&Σ. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται ποιοι τύποι συναλλαγών και εταιρειών εμφανίζουν τη μεγαλύτερη πιθανότητα να υποστούν μια FO αξιολόγηση, και αν η χρήση ενός FO είτε για την εταιρεία-στόχο, είτε για την εξαγοράζουσα εταιρεία επιδρά στην πιθανότητα ολοκλήρωσης της συναλλαγής, στο πριμ της συναλλαγής και στην απόδοση της εξαγοράστριας εταιρείας κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης της συναλλαγής. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι αυτή των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), ενώ παράλληλα γίνεται παλινδρόμηση τύπου *probit* και υπολογίζονται οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για ένα διάστημα 3 ημερών κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης, μέσω της χρήσης του μοντέλου αγοράς (market model). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η χρήση των FOs από μία εταιρεία στόχο δεν επηρεάζει σημαντικά το πριμ της συμφωνίας, την απόδοση της εξαγοράστριας εταιρείας κατά την περίοδο της ανακοίνωσης, ή την πιθανότητα ολοκλήρωσης της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν με την άποψη ότι τα FOs προσδίδουν μικρή αξία προς τους μετόχους και χρησιμεύουν μόνο για την παροχή νομικής προστασίας στα στελέχη και τις διοικήσεις των επιχειρήσεων. Από την άλλη, η χρήση των FOs από την

⁵ Fairness Opinions: αξιολόγηση από μία επενδυτική τράπεζα ή κάποιο τρίτο μέρος η οποία διασφαλίζει ότι οι όροι της συμφωνίας για εξαγορά, συγχώνευση, διάσπαση ή ιδιωτικοποίηση είναι δίκαιοι.

εξαγοράστρια εταιρεία επιδρά στα αποτελέσματα της συμφωνίας. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι τα πριμ των συμφωνιών είναι μικρότερα και μικραίνουν ακόμη περισσότερο καθώς αυξάνεται ο αριθμός των FOs και των οικονομικών συμβούλων που συμμετέχουν στις συναλλαγές. Με τον τρόπο αυτό επωφελούνται οι μέτοχοι των εξαγοραστριών εταιρειών. Επιπρόσθετα, η χρήση των FOs από την εξαγοράστρια εταιρεία, αυξάνει την πιθανότητα ολοκλήρωσης της συμφωνίας και συνδέεται με χαμηλότερες αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης.

Οι **Netter, Stegemoller & Wintoki** (2011) διεξήγαν έρευνα βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 311.894 εξαγορών των Ηνωμένων Πολιτειών (όλες οι εξαγορές του SDC database), πού πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1992-2009, με σκοπό να διερευνηθούν οι επιπτώσεις ενός μεγάλου δείγματος E&S, στο οποίο περιέχονται περιπτώσεις E&S που προηγούμενες έρευνες είχαν αποκλείσει, συνήθως λόγω χαμηλής αξίας συναλλαγών ή περιορισμένων δεδομένων. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας μη κανονικών αποδόσεων και υπολογισμός των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων, για μια περίοδο τριών ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς. Η έρευνα έδειξε ότι τα χαρακτηριστικά των συμφωνιών, όπως το μέγεθος των συμφωνιών, ο αριθμός των συμφωνιών και η σπουδαιότητα των μη εισηγμένων εταιρειών και των διασυννοριακών εξαγορών, διαφέρουν κατά πολύ από την υπάρχουσα αρθρογραφία. Παρ' όλα αυτά, τα αποτελέσματα για συναλλαγές μεγάλης αξίας συμφωνούν με αυτά των προηγούμενων ερευνών. Επίσης, για το σύνολο της αγοράς, οι E&S αυξάνουν το συνολικό πλούτο, και οι εξαγοράστριες εταιρείες επωφελούνται στις περισσότερες εξαγορές.

Οι **Karampatsas, Petmezas & Travlos** (2013) μελέτησαν ένα δείγμα 6.819 εξαγορών των Ηνωμένων Πολιτειών, που πραγματοποιήθηκαν από το 1998 έως το 2009, στις οποίες οι πλειοδότες εταιρείες είναι εισηγμένες επιχειρήσεις. Σκοπός της έρευνας αυτής είναι η παρουσίαση της σχέσης μεταξύ της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και της επιλογής της μεθόδου πληρωμής στις E&S. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται αν η ύπαρξη της αξιολόγησης αυτής, καθώς και το επίπεδό της, επιδρούν στην πιθανότητα χρησιμοποίησης μετρητών ως τρόπου χρηματοδότησης σε μια προσφορά εξαγοράς. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας *Generalized Linear Model (GLM)* λογαριθμικής παλινδρόμησης, σύμφωνα με τους Parke & Wooldridge (1996). Επίσης, χρησιμοποιείται η μεθοδολογία *Maximum Likelihood Estimator (MLE)* για τη δημιουργία του *probit* μοντέλου παλινδρόμησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν θετική σχέση μεταξύ του επιπέδου αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας

της πλειοδότης εταιρείας και της μεθόδου πληρωμής με μετρητά. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η μεγαλύτερη ικανότητα πρόσβασης στις δημόσιες αγορές χρέους (public debt markets) επιδρά στην επιλογή χρηματοδότησης των Ε&Σ. Πιο συγκεκριμένα, υψηλή πιστοληπτική αξία (high credit quality), που συνδέεται με χαμηλότερο κόστος και μεγαλύτερη ζήτηση για χρεόγραφα, επιτρέπει στις πλειοδότης επιχειρήσεις με υψηλότερη αξιολόγηση να εμφανίζονται λιγότερο απρόθυμες στη χρήση μετρητών κατά την εξαγορά, καθώς είναι λιγότερο επώδυνο για αυτές να βρουν μετρητά για νέες επενδύσεις στο μέλλον.

4.2.2 Ευρωπαϊκή Ένωση

Οι **Cybo-Ottone & Murgia** (2000) εξέτασαν ένα δείγμα 72 μεγάλων Ε&Σ Ευρωπαϊκών τραπεζών και χρηματοπιστωτικών οργανισμών για την περίοδο 1988-1997, με κυρίαρχο σκοπό την αποτίμηση της χρηματιστηριακής αξίας των Ε&Σ στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο. Χρησιμοποιείται η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων και γίνεται υπολογισμός μη κανονικών αποδόσεων ξεχωριστά για την αγοράστρια και την εξαγοραζόμενη εταιρεία. Η έρευνα έδειξε θετική και στατιστικά σημαντική αύξηση της αξίας της μέσης συγχώνευσης τη στιγμή της ανακοίνωσης της συμφωνίας. Ομοίως, υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική αντίδραση της αγοράς γύρω από ένα σύντομο χρονικό διάστημα 11 ημερών για τις συναλλαγές με εμπορικές τράπεζες, τις συνδυασμένες συναλλαγές με ασφαλιστικές εταιρείες και τις εγχώριες συναλλαγές. Αντιθέτως, διαπιστώνεται ότι οι Ε&Σ των τραπεζών με χρηματιστηριακές εταιρείες και με ξένα ιδρύματα δεν δημιούργησαν θετικές προσδοκίες στην αγορά.

Οι **Altunbas & Ibanez** (2004) μελέτησαν ένα δείγμα Ε&Σ τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1992-2001, με στόχο να διερευνηθεί ο αντίκτυπος των στρατηγικών ομοιοτήτων μεταξύ των πλειοδοτών εταιρειών και των εταιρειών-στόχων στην οικονομική επίδοση μετά τη συγχώνευση. Γίνεται χρήση του μοντέλου που προτάθηκε από τον Ramaswamy (1997), προσαρμοσμένο κατάλληλα στην πραγματικότητα των Ευρωπαϊκών τραπεζών. Το

μοντέλο αυτό συγκρίνει τις αλλαγές στην απόδοση, πριν και μετά τη συγχώνευση, με βάση ένα σύνολο στρατηγικών δεικτών και ένα σύνολο μεταβλητών ελέγχου που πιθανότατα επηρεάζουν την απόδοση. Κατά μέσο όρο, βρέθηκε ότι οι Ε&Σ τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση οδήγησαν σε βελτίωση της απόδοσης κεφαλαίου. Οι εταιρείες-πλειοδότες είναι κατά μέσο όρο περίπου επτά φορές μεγαλύτεροι σε όρους μεγέθους, το οποίο μετράται με βάση το σύνολο ενεργητικού, από τις εταιρείες στόχους. Επιπλέον, είναι περισσότερο αποδοτικοί σε όρους κόστους, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των εγχώριων Ε&Σ. Οι εταιρείες-στόχοι έχουν μεγαλύτερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και δείκτες κερδών εκτός χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων προς σύνολο ενεργητικού. Οι εταιρείες-στόχοι έχουν σημαντικά λιγότερη μόχλευση κεφαλαίων από αυτή των πλειοδοτών. Σημαντικές διαφορές έδειξε η έρευνα για τις εγχώριες και τις διασυνοριακές συναλλαγές. Για τις εγχώριες, βρέθηκε να είναι ιδιαίτερα δαπανηρή η ενσωμάτωση ανόμοιων οργανισμών σε όρους δανείων, κερδών, κόστους, καταθέσεων και στρατηγικών. Για τις διασυνοριακές, οι διαφορές στις στρατηγικές πιστωτικού κινδύνου και δανείων ανάμεσα στα συμβαλλόμενα μέρη, ευνοούν την υψηλότερη απόδοση, ενώ η διαφοροποίηση στην κεφαλαιακή διάρθρωση, στη διάρθρωση του κόστους, καθώς και στις στρατηγικές που αφορούν στις επενδύσεις σε τεχνολογία και καινοτομία, οδηγεί σε προβληματική απόδοση.

Οι **Martynova, Oosting & Renneboog** (2006) μελέτησαν ένα δείγμα 155 Ε&Σ που έλαβαν χώρα στην Ευρώπη κατά την διάρκεια της περιόδου 1997-2001, με κύριο σκοπό τη διερεύνηση της μακροπρόθεσμης κερδοφορίας των εταιρικών εξαγορών, των οποίων τόσο οι εξαγοράζουσες εταιρείες όσο και οι εταιρείες-στόχοι είναι από την ηπειρωτική Ευρώπη ή το Ηνωμένο Βασίλειο. Γίνεται χρήση τεσσάρων μέτρων προσδιορισμού της λειτουργικής επίδοσης (EBITDA), προσαρμοσμένα με βάση τις πωλήσεις, τη λογιστική αξία του παγίου ενεργητικού και του κεφαλαίου κίνησης. Κατασκευάζονται δύο μοντέλα (change model, intercept model) και διενεργείται έλεγχος σημαντικότητας με χρήση του t-test. Η έρευνα έδειξε ότι κανένα από τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς, όπως το μέσο πληρωμής, το γεωγραφικό πεδίο εφαρμογής, και η συνάφεια των κλάδων ανάμεσα στις επιχειρήσεις, δεν διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη μετά την εξαγορά λειτουργική επίδοση της επιχείρησης. Η μακροπρόθεσμη απόδοση της νεοσύστατης εταιρείας δείχνει να χειροτερεύει στις περιπτώσεις των εχθρικών προσφορών και των προσφορών προς τους μετόχους (tender offer). Η προηγούμενη μόχλευση της εξαγοράστριας εταιρείας φαίνεται να έχει καμία επίδραση στην απόδοση μετά τη συγχώνευση στη νέα εταιρεία, ενώ τα ταμειακά διαθέσιμα της σχετίζονται αρνητικά με την απόδοση. Εταιρείες με υπερβολική

διαθέσιμη ρευστότητα, αντιμετωπίζουν προβλήματα με τις ελεύθερες ταμειακές ροές και είναι πιο πιθανό να κάνουν κακές εξαγορές. Εξαγορές σχετικά μεγάλων εταιρειών-στόχων οδηγούν σε υψηλότερη αποδοτικότητα της συνδυασμένης εταιρείας μετά την εξαγορά, ενώ εξαγορές μικρών εταιρειών-στόχων οδηγούν σε μείωση της κερδοφορίας.

Οι **Pasiouras & Gaganis** (2009) μελέτησαν ένα δείγμα 121 εμπορικών τραπεζών που εξαγοράστηκαν και 373 εμπορικών τραπεζών που δεν εξαγοράστηκαν, οι οποίες λειτουργούν στους κυριότερους τραπεζικούς κλάδους της Ε.Ε. της περιόδου 1997-2002, θέλοντας να διερευνήσουν τις ομοιότητες και τις διαφορές στους παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα για εξαγορά στην ευρωπαϊκή αγορά. Για τη διενέργεια αυτής της μελέτης, χρησιμοποιείται μια μεθοδολογία όπου κάθε εξαγορασμένη τράπεζα επιλέγεται τυχαία και συγκρίνεται με μια άλλη τράπεζα από το δείγμα των μη εξαγορασμένων τραπεζών της ίδιας χώρας και χρονιάς (case-control methodology). Στη συνέχεια, κατασκευάζονται πέντε λογαριθμικά μοντέλα παλινδρόμησης, ένα για κάθε έναν από τους κύριους τραπεζικούς τομείς στην Ε.Ε. Η έρευνα κατέδειξε ότι στις περισσότερες περιπτώσεις, παρατηρούνται διαφορές ανάμεσα στους παράγοντες που ωθούν τις τράπεζες σε εξαγορές από χώρα σε χώρα. Η μεταβλητή που σχετίζεται με τη ρευστότητα εμφανίζει αρνητική συσχέτιση με την πιθανότητα εξαγοράς σε όλες τις περιπτώσεις και είναι στατιστικά σημαντική σε τέσσερις από πέντε χώρες, επισημαίνοντας ότι οι τράπεζες με δυσκολίες ρευστότητας εξαγοράζονται ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία λειτουργούν. Η μεταβλητή που σχετίζεται με την κερδοφορία είναι στατιστικά σημαντική και σχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα για εξαγορές στην Ιταλία και την Ισπανία, ενώ κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει για τη Γαλλία, τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Παρ' όλα αυτά οι εξαγορές στη Γαλλία και τη Γερμανία πυροδοτούνται από τους αποδοτικούς χειρισμούς στις δαπάνες που μετρώνται από τη μεταβλητή που αφορά το κόστος, η οποία εμφανίζεται στατιστικά σημαντική και με θετική συσχέτιση στην πιθανότητα για εξαγορές, υποδεικνύοντας ότι οι λιγότερο αποδοτικές τράπεζες σε όρους κόστους, είναι αυτές που κατά κύριο λόγο εξαγοράζονται. Η μεταβλητή που αφορά το μέγεθος είναι αρνητικά συσχετισμένη με τις εξαγορές στις περισσότερες περιπτώσεις, εκτός από την περίπτωση της Γαλλίας. Η μεταβλητή που αφορά το μερίδιο αγοράς εμφανίζει θετική συσχέτιση με την πιθανότητα εξαγοράς σε όλες τις χώρες, ενώ εμφανίζεται στατιστικά σημαντική μόνο στη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Τα αποτελέσματα για την επίδραση της δανειακής δραστηριότητας δεν είναι ξεκάθαρα. Η μεταβλητή που αφορά το δανεισμό είναι στατιστικά σημαντική και έχει αρνητικό αντίκτυπο στην πιθανότητα εξαγοράς μόνο για τις τράπεζες που λειτουργούν στην Ιταλία, υποστηρίζοντας έτσι το επιχειρήμα ότι οι

τράπεζες με συντηρητική διοίκηση εξαγοράζονται από κάποια επιθετική τράπεζα. Αντιθέτως, στατιστικά σημαντικός και θετικός αντίκτυπος της εν λόγω μεταβλητής παρατηρείται στον ισπανικό τραπεζικό τομέα, υποστηρίζοντας το επιχείρημα ότι η επιθετική συμπεριφορά και η έντονη διείσδυση στην αγορά αυξάνουν τις πιθανότητες για εξαγορές. Η μεταβλητή που αφορά το κεφάλαιο εμφανίζεται στατιστικά σημαντική μόνο στις περιπτώσεις της Ιταλίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Στην Ιταλία οι τράπεζες με μεγαλύτερο δείκτη ιδίων κεφαλαίων, εξαγοράζονται κυρίως από τράπεζες με λιγότερο καλή κεφαλαιακή διάρθρωση, οι οποίες αναζητούν πλεονάζοντα κεφάλαια με κύριο σκοπό τη βελτίωση της κεφαλαιακής τους δύναμης. Αντίθετα, στο Ηνωμένο Βασίλειο οι τράπεζες με λιγότερο καλή κεφαλαιακή διάρθρωση εξαγοράζονται από αγοραστές οι οποίοι ελκύονται από τράπεζες που διαθέτουν επιδέξια στελέχη, ικανά να διαχειρίζονται επιτυχώς εταιρείες με υψηλή μόχλευση.

Οι **Hagendorff, Hernando, Nieto & Wall** (2010) εξέτασαν ένα δείγμα 236 ευρωπαϊκών τραπεζικών εξαγορών που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1997-2007, εκ των οποίων 143 εξαγορές περιλαμβάνουν εισηγμένες εταιρείες-στόχους και 74 αποτελούν διασυννοριακές συναλλαγές. Σκοπός της έρευνας είναι η διερεύνηση της υπεραξίας που πληρώνεται στις εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (EU-25). Χρησιμοποιείται ένα μοντέλο παλινδρόμησης, το οποίο περιλαμβάνει πολλές μεταβλητές για ένα σύνολο χαρακτηριστικών που αφορούν τη συμφωνία και γίνεται προσπάθεια να κατανοηθεί κατά πόσο αυτά τα χαρακτηριστικά επηρεάζουν το δείκτη *BV* πριμ, ο οποίος αφορά τη λογιστική αξία της εταιρείας προσαρμοσμένη με βάση το πριμ που πλήρωσε η εταιρεία για την εξαγορά. Η έρευνα έδειξε ότι μεγαλύτερη κερδοφορία (ROE) και χαμηλότερη μόχλευση (LEV) της εταιρείας-στόχου οδηγεί σε υψηλότερη υπεραξία. Επίσης, οι αγοραστές πληρώνουν λιγότερα για εταιρείες που έχουν υψηλό κίνδυνο (RISK) και περισσότερα για εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν υψηλότερη συνδιακύμανση μαζί με τη δική τους κερδοφορία. Τα πριμ εξαγοράς δεν σχετίζονται ούτε με τη νομική μορφή της εταιρείας-στόχου (εισηγμένες-μη εισηγμένες) ούτε με το βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς ή το ρυθμό ανάπτυξης του Α.Ε.Π., στη χώρα όπου γίνεται η συναλλαγή. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι πλειοδότες τράπεζες εκτιμούν περισσότερο τις κερδοφόρες και αυτές που εμφανίζουν υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, και πληρώνουν λιγότερα χρήματα για οργανισμούς με υψηλό δείκτη ιδίων κεφαλαίων και υψηλή μεταβλητότητα. Επιπρόσθετα, οι πλειοδότες συμπεριλαμβάνουν ένα πριμ αποτίμησης, ώστε να στοχεύσουν σε συγχωνεύσεις οι οποίες δημιουργούν μεγαλύτερη αξία στους μετόχους. Διαπιστώνεται, επίσης, ότι το αυστηρότερο, προληπτικό κανονιστικό καθεστώς και οι ισχυρότεροι μηχανισμοί

εγγύησης καταθέσεων, μετριάζουν τα πριμ εξαγοράς που απαιτούνται στις συγχωνεύσεις τραπεζών.

Στην έρευνα των **Pasiouras, Tanna & Gaganis (2011)**, διερευνώνται οι παράγοντες που ωθούν τις εμπορικές τράπεζες σε εξαγορές, αξιολογώντας τις επιπτώσεις συγκεκριμένων τραπεζικών δεικτών, όπως το μέγεθος, η ανάπτυξη και η αποδοτικότητα των τραπεζών, το περιβάλλον της αγοράς και οι οικονομικές συνθήκες. Αυτή η έρευνα διαφοροποιείται από τις προηγούμενες, ενσωματώνοντας την επίδραση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου στην πιθανότητα εξαγοράς. Το δείγμα που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει 1.407 συμφωνίες εμπορικών τραπεζών, που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1996-2002 και προέρχονται από χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Γίνεται χρήση ενός λογαριθμικού μοντέλου παλινδρόμησης (multinomial logit), με σκοπό να εντοπιστούν εκείνα τα χαρακτηριστικά που επηρεάζουν σταθερά τις εταιρείες-στόχους και τις εξαγοράστριες εταιρείες. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι σε σχέση με τις τράπεζες που δεν έχουν ενεπλακεί σε εξαγορές, οι εταιρείες-στόχοι και οι εξαγοράστριες εταιρείες είναι σημαντικά μεγαλύτερες, με λιγότερο καλή κεφαλαιακή διάρθρωση και λιγότερο αποδοτικές σε όρους κόστους. Επιπλέον, οι εταιρείες-στόχοι είναι λιγότερο επικερδείς με μικρότερες προοπτικές για ανάπτυξη, ενώ οι εξαγοράστριες είναι περισσότερο επικερδείς με μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης. Σύμφωνα με την έρευνα, τράπεζες με χαμηλές επιδόσεις είναι πιο πιθανό να αποκτηθούν από τράπεζες που λειτουργούν πιο αποδοτικά. Οι Ε&Σ ανάμεσα στις μεγαλύτερες και περισσότερο μοχλευμένες τράπεζες έχουν πραγματοποιηθεί υπό το πρίσμα των αναμενόμενων συνεργειών και ωφελειών, που προκύπτουν από τις οικονομίες κλίμακας ή σκοπού, τη διαφοροποίηση του προϊόντος ή την είσοδο σε νέες αγορές. Βρέθηκε ότι οι τράπεζες που λειτουργούν σε χώρες με υψηλότερη την πειθαρχική ισχύ των αρχών ήταν λιγότερο πιθανό να εμπλακούν σε Ε&Σ. Οι Ε&Σ είναι πιθανό να αποτελούν το κατάλληλο μέσο για τις τράπεζες που επιθυμούν την αναδιάρθρωση ή την αύξηση του κεφαλαίου τους, σε καταστάσεις όπου η δύναμη των εποπτικών αρχών είναι ασθενής ή όταν οι εν λόγω αρχές δεν έχουν την εξουσία να ελέγχουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι τράπεζες κατά την πραγματοποίηση τέτοιων συμφωνιών. Άλλες κανονιστικές επιδράσεις, όπως η μείωση των περιορισμών στις λογιστικές συναλλαγές και οι χαμηλότερες απαιτήσεις για δημοσιοποίηση των πληροφοριών της συμφωνίας, επηρεάζουν την τάση των αγοραστριών εταιρειών για να συμμετάσχουν σε εξαγορές. Επίσης, σημαντικά σε επίπεδο κλάδου, ειδικά στις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες της Ε.Ε., είναι τα χαρακτηριστικά όπως η κεδοφορία, η ρευστότητα και η συγκέντρωση της αγοράς και το

μέγεθος της βιομηχανίας. Παρόλο που τα εμπόδια που υψώνονται εξ' αιτίας της νομοθεσίας, βρέθηκαν να είναι περισσότερο σημαντικά στις πιο προηγμένες χώρες της Ε.Ε., και οι επιδράσεις της αγοράς επηρεάζουν περισσότερο τις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, ο ρόλος του εξωτερικού περιβάλλοντος στην επίδραση της συγκέντρωσης του τραπεζικού κλάδου δεν είναι ξεκάθαρος, και τα εμπειρικά στοιχεία αποδεικνύουν ότι τα ειδικά χαρακτηριστικά των τραπεζών διαδραματίζουν ένα σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη των Ε&Σ στον ευρωπαϊκό κλάδο.

Η έρευνα των **Hagendorff, Nieto & Wall** (2012) εξετάζει τις αλλαγές στον ισολογισμό και στη λειτουργική επίδοση των αγοραστριών τραπεζών και τραπεζών-στόχων στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετά τη συγχώνευση, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στις επιπτώσεις που αφορούν την ασφάλεια και την ευρωστία. Βασίζεται σε ένα δείγμα 103 εξαγοραστριών τραπεζών και 84 εταιρειών-στόχων που έλαβαν μέρος σε συμφωνίες Ε&Σ στην Ευρώπη, από το 1997 έως το 2007. Χρησιμοποιείται η περιγραφική στατιστική και γίνεται ανάλυση βασισμένη σε μια μεταβλητή. Συγκρίνεται η χρηματοοικονομική επίδοση των εταιρειών-στόχων και των εξαγοραστριών τη χρονιά πριν τη συμφωνία και αναλύονται οι αλλαγές στους δείκτες χρηματοοικονομικής επίδοσης για μια περίοδο τριετίας (ένα έτος πριν την πραγματοποίηση της συμφωνίας και δύο έτη μετά). Τέλος, διενεργείται παλινδρόμηση η οποία εστιάζει στο δείκτη κεφάλαιο προς πάγιο ενεργητικό (carasset)⁶. Τα αποτελέσματα της μελέτης υποδεικνύουν ότι οι Ε&Σ δεν έχουν ιδιαίτερη επίδραση στους δείκτες ασφάλειας και ευρωστίας, με μοναδική εξαίρεση την αύξηση στο δείκτη μόχλευσης της εταιρείας-στόχου. Παρ' όλα αυτά, συχνά ο αγοραστής και σε μικρότερο βαθμό η εταιρεία-στόχος, βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική τους θέση, εάν οι εποπτικές αρχές της χώρας του αγοραστή είναι πιο ισχυρές από τις αντίστοιχες της εταιρείας-στόχου. Γενικά, δεν κατέστη δυνατό να αποδειχθεί εάν οι Ε&Σ είναι ωφέλιμες ή όχι για την ασφάλεια και ευρωστία των τραπεζών.

⁶ Δείκτης κεφαλαίων προς το σύνολο των παγίων του ενεργητικού

4.2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

Οι **Powell & Stark** (2005) μελέτησαν ένα δείγμα 191 εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από βιομηχανικές επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1985-1993. Σκοπός αυτής της μελέτης είναι να διερευνηθεί κατά πόσο αυξάνεται η λειτουργική επίδοση των επιχειρήσεων έπειτα από εξαγορές. Η έρευνα χρησιμοποιεί δύο μεθοδολογίες:

- I) Μεθοδολογία βασισμένη σε ένα μοντέλο παλινδρόμησης, σύμφωνα με την οποία γίνεται σύγκριση της επίδοσης μετά την εξαγορά με κάποιο πολλαπλάσιο της επίδοσης πριν την εξαγορά
- II) *Change model*, ένα μοντέλο το οποίο συγκρίνει την λειτουργική επίδοση με την επίδοση που θα είχαν η εταιρεία-στόχος και η εξαγοράζουσα συνδυαστικά προτού την ενοποίηση, χρησιμοποιώντας διαφορετικούς ορισμούς της λειτουργικής επίδοσης, διαφορετικούς αποπληθωριστές και σημεία αναφοράς για την αναμενόμενη επίδοση

Σύμφωνα με τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε, υπάρχουν ενδείξεις ότι η λειτουργική επίδοση βελτιώνεται μετά την εξαγορά για την εξαγοράζουσα εταιρεία. Παράλληλα, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι παράγοντες, όπως η συνάφεια των κλάδων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται και η απομάκρυνση του Διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρείας-στόχου, έχουν αντίκτυπο στην επίδοση μετά την εξαγορά, ενώ ο τρόπος πληρωμής βρέθηκε να έχει ασήμαντη επίδραση.

Οι **Draper & Paudyal** (2006) εξέτασαν ένα δείγμα 8.597 εισηγμένων και μη εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου κατά την περίοδο 1981-2001, στο οποίο οι πλειοδότες εταιρείες ήταν απαραίτητα εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Στην έρευνα εξετάζεται ο αντίκτυπος των εξαγορών στο *risk adjusted return*⁷ των εισηγμένων εξαγοραστριών εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου. Επίσης, διερευνώνται οι επιπτώσεις της ανακοίνωσης της εξαγοράς στην αξία των πλειοδοτών γύρω από την ημέρα

⁷ Απόδοση προσαρμοσμένη για τον κίνδυνο

ανακοίνωσης της προσφοράς εξαγοράς. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας επιχειρηματικών συμβάντων και υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις των πλειοδοτριών εταιρειών, οι *buy-and-hold* και οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς για τέσσερα διαφορετικά διαστήματα. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι αγοραστές των εισηγμένων εταιρειών δεν αντιμετωπίζουν κάποια ουσιαστική μεταβολή στην τιμή της μετοχής τους γύρω από την ανακοίνωση των προσφορών. Αντιθέτως, οι αγοραστές των μη εισηγμένων κέρδισαν σημαντικές θετικές αποδόσεις κατά την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση των προσφορών. Παράλληλα, οι πλειοδότες των μη εισηγμένων εταιρειών απολαμβάνουν θετικές, στατιστικά σημαντικές και μεγάλες υπερβάλλουσες αποδόσεις για συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετρητά. Αντίθετα, οι πλειοδότες των εισηγμένων εταιρειών υπόκεινται σε σημαντικές απώλειες για συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετοχές. Οι πλειοδότες πολύ μικρών εταιρειών, συγκριτικά με το μέγεθος της εταιρείας τους, δεν επιτυγχάνουν κάποιο αξιοσημείωτο κέρδος. Παρ' όλα αυτά, οι αγοραστές με «χαμηλό σχετικό δείκτη μεγέθους» κερδίζουν σημαντικά μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις, αν και αυτή η διαφορά περιορίζεται σε μια μικρή περίοδο γύρω από την ανακοίνωση των προσφορών. Εν γένει, οι πλειοδότες των μη εισηγμένων εταιρειών δεν εμφανίζουν απώλειες διαχρονικά, σύμφωνα με την έρευνα, απεναντίας, σημειώνουν σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για κάθε χρόνο από το 1991 και έπειτα. Τέλος, οι ωφέλειες από την ανακοίνωση των προσφορών για την εξαγορά εξαρτώνται από την κατάσταση της εταιρείας στόχου, τον τρόπο πληρωμής και το σχετικό μέγεθος των εταίρων στις εξαγορές.

Ο **Petmezas** (2008) εξέτασε ένα δείγμα 2.973 επιτυχημένων εξαγορών από εισηγμένες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, οι οποίες έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1984-2003. Διερευνάται η επίδοση των εξαγοραστριών εταιρειών τόσο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς όσο και κατά την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Επίσης, εξετάζεται κατά πόσο τυχόν λανθασμένες αποτιμήσεις της αγοράς οδηγούν σε πραγματοποίηση εξαγορών ή/και σε αποδόσεις των εξαγοραστριών εταιρειών. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας επιχειρηματικών συμβάντων, που χρησιμοποιήθηκε από τον Fuller (2002), και υπολογισμός αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων για μια περίοδο 5 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Επιπλέον χρησιμοποιείται η μεθοδολογία των Mitchell και Stafford (2000), η *Calendar Time Portfolio Regressions* ανάλυση. Από την έρευνα συμπεραίνεται ότι οι πλειοδότες δημιουργούν σημαντικές, θετικές μη κανονικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια περιόδων

όπου η αγορά εμφανίζεται υπερεκτιμμένη⁸, ενώ επιδεικνύουν μη σημαντικές αποδόσεις όταν η αγορά εμφανίζεται υποεκτιμημένη⁹. Αντίθετα, οι πλειοδότες δημιουργούν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις μακροπρόθεσμα για εξαγορές που ξεκίνησαν κατά τη διάρκεια περιόδων, ανεξάρτητα από την κατάσταση της αγοράς.

4.2.4 Λοιπές χώρες

Οι **Dutta & Kumar** (2009), βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 925 ολοκληρωμένων συμφωνιών με εξαγοράζουσες εταιρείες από τον Καναδά, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου 1993-2002 και παρέχουν πληροφορίες για τα έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης, επιχείρησαν να αξιολογήσουν δύο αντικρουόμενες θεωρίες:

- I) *growth potential hypothesis*, οι επενδυτές αντιδρούν θετικά στην εξαγορά, υπό το πρίσμα των δυνατοτήτων ανάπτυξης που προσφέρονται στις εταιρείες-στόχους των εξαγορών
- II) *integration failure hypothesis*, οι επενδυτές αντιδρούν με σκεπτικισμό και είναι αρνητικά προσκείμενοι απέναντι στις εξαγορές, εστιάζοντας στις δυσκολίες ενσωμάτωσης της εταιρείας-στόχου

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι αυτή των επιχειρηματικών συμβάντων που χρησιμοποιήθηκε από τους Brown και Warner (1985), με στόχο την εκτίμηση των επιδράσεων της ανακοίνωσης στους πλειοδότες, κατά την αρχική ανακοίνωση της συγχώνευσης, υπολογίζοντας τις μη κανονικές αποδόσεις και τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις. Περαιτέρω, για τη μέτρηση της μακροπρόθεσμης λειτουργικής επίδοσης χρησιμοποιείται ο δείκτης ταμειακών ροών προς σύνολο ενεργητικού. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης έδειξαν ότι οι εταιρείες με ισχυρό τμήμα Έρευνας

⁸ high-valuation periods

⁹ low-valuation periods

& Ανάπτυξης έχουν θετικό και στατιστικά σημαντικό αντίκτυπο στις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εταιρειών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας. Αυτό σημαίνει ότι η αγορά γενικά ευνοεί τις συμφωνίες E&S από όσες επιχειρήσεις επενδύουν μεγάλα ποσά σε έρευνα και ανάπτυξη. Οι εταιρείες αυτές έχουν σημαντικά υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης και προβαίνουν σε περισσότερες συμφωνίες χρηματοδοτούμενες με μετοχές, σε σχέση με τις εταιρείες που δεν επενδύουν σε έρευνα και ανάπτυξη. Αναλύοντας τη μακροπρόθεσμη λειτουργική επίδοση των εταιρειών του δείγματος, καθώς και τη μακροχρόνια απόδοση των μετοχών τους, βρέθηκε ότι δεν υπάρχει σημαντικός αντίκτυπος σε αυτές, που να προκύπτει από τη δραστηριότητα των εξαγορών. Τα αποτελέσματα ενδυναμώνουν την πρώτη θωρία (growth potential hypothesis), η οποία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές αντιδρούν θετικά στην εξαγορά, υπό το πρίσμα των δυνατοτήτων ανάπτυξης που προσφέρονται στις εταιρείες-στόχους των εξαγορών.

Οι **Farinós, Herrero & Latorre** (2011) μελέτησαν ένα δείγμα 134 εξαγορών, που πραγματοποιούνται από εισηγμένες εταιρείες στην Ισπανική αγορά κατά την περίοδο από 1991 έως 2006. Στην έρευνα εξετάζεται η δημιουργία αξίας στους μετόχους των εισηγμένων Ισπανικών εταιρειών κατά την ανακοίνωση των εξαγορών μη εισηγμένων επιχειρήσεων, και γίνεται σύγκριση με την περίπτωση όπου υπάρχει ανακοίνωση εξαγορών εισηγμένων επιχειρήσεων. Ερευνάται εάν η δημιουργία αξίας προς τους μετόχους σχετίζεται με τα χαρακτηριστικά της αγοράστριας εταιρείας, της εταιρείας-στόχου και της συναλλαγής γενικότερα. Η μεθοδολογία που υιοθετείται είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων και των μέσων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων σε διάστημα 11 ημερών, πέντε προτού την ανακοίνωση και πέντε μετά. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι πλειοδότες των εισηγμένων εταιρειών εμφανίζουν μη σημαντικές μη κανονικές μέσες αποδόσεις, ενώ οι αγοράστριες εταιρείες των μη εισηγμένων εταιρειών εμφανίζουν σημαντικές θετικές μέσες αποδόσεις, ανεξάρτητως του μοντέλου αποτίμησης που χρησιμοποιείται στη διαδικασία αξιολόγησης. Η έρευνα επισημαίνει ότι η θετική αντίδραση στον πλούτο των μετόχων της αγοράστριας εταιρείας, στην περίπτωση απόκτησης μη εισηγμένης εταιρείας, συνδέεται κυρίως με τα χαρακτηριστικά που προσδιορίζουν τις μη εισηγμένες, τα οποία τις καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες, εξ' αιτίας της χαμηλότερης υπεραξίας που καταβάλλεται και της δυνατότητας διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων των επενδυτών που προσφέρουν.

Οι **Goddard, Molyneux & Zhou** (2011), σε μία προσπάθεια να προσδιοριστούν οι επιπτώσεις των ανακοινώσεων των Ε&Σ στην αξία των μετόχων και για την εξαγοράστρια εταιρεία και για την εταιρεία-στόχο, μελέτησαν ένα δείγμα 132 τραπεζικών Ε&Σ που λαμβάνουν χώρα στις αναπτυσσόμενες αγορές της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής, κατά την περίοδο από 1998 έως 2009. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας επιχειρηματικών συμβάντων, μέσω της οποίας μετράται η μεταβολή της αξίας των μετόχων για τις εξαγοράστριες εταιρείες και τις εταιρείες-στόχους. Επίσης, γίνεται χρήση πολυπαραγοντικής παλινδρόμησης, μέσω της οποίας προσδιορίζονται οι παράγοντες που συντελούν στην αλλαγή της αξίας των μετόχων των εξαγοραστριών εταιρειών. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι μέτοχοι των εξαγοραστριών εταιρειών τείνουν να μην χάνουν αξία στο άκουσμα της ανακοίνωσης μιας συμφωνίας Ε&Σ, ενώ οι μέτοχοι ορισμένων τραπεζών-στόχων απολαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις (ARs). Υπάρχουν κάποια στοιχεία ότι η γεωγραφική διαφοροποίηση δημιουργεί αξία για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών στις αναδυόμενες αγορές. Οι μέτοχοι των απορροφουσών τραπεζών επωφελούνται από την αξαγορά εταιρειών-στόχων που έχουν χαμηλή επίδοση σε όρους κερδοφορίας. Η πληρωμή μέσω μετοχών τείνει να δημιουργεί υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις σε σχέση με την πληρωμή μέσω μετρητών, ίσως επειδή στη δεύτερη περίπτωση, καταβάλλονται περισσότερα μετρητά προκειμένου να αντισταθμιστούν οι φορολογικές υποχρεώσεις που προκύπτουν από τους μετόχους των εταιρειών-στόχων. Οι από τις κυβερνήσεις υποκεινόμενες Ε&Σ φαίνεται να δημιουργούν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους του αγοραστή, σε σχέση με τις συναλλαγές που υποκεινούνται από ιδιώτες. Τέλος, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι συναλλαγές στις οποίες ο αγοραστής έχει περισσότερη εμπειρία σε συναλλαγές Ε&Σ πριν την πραγματοποίηση της συμφωνίας, είναι λιγότερο επιτυχής όσο αφορά τη δημιουργία αξίας, σε σχέση με τις συναλλαγές στις οποίες ο αγοραστής έχει λιγότερη εμπειρία. Το κύριο συμπέρασμα είναι ότι, κατά μέσο όρο η αξία των μετόχων για τις εταιρείες-στόχους αυξάνεται, ενώ δεν καταστρέφεται αξία για τους μετόχους των εξαγοραστριών εταιρειών.

Οι **Van Schaik & Steenbeek** (2004) διερεύνησαν το κατά πόσο οι αγοράστριες εταιρείες σε μία συγχώνευση, παρουσιάζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, μελετώντας ένα δείγμα 136 συγχωνεύσεων εισηγμένων κυρίως εταιρειών στην Ιαπωνία, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1993-2003. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας επιχειρηματικών συμβάντων για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων και των μέσων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων, που

δημιουργούνται κατά την ημερομηνία της συγχώνευσης, καθώς και τον κανονικό και μη κανονικό όγκο συναλλαγών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Το μεγαλύτερο επίπεδο των αποδόσεων πραγματοποιείται συνήθως δύο ημέρες πριν από την ανακοίνωση, όμως, τα κέρδη που δημιουργούνται χάνονται γρήγορα μετά την ανακοίνωση. Ο όγκος των συναλλαγών αυξάνεται σημαντικά μόνο μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης.

Οι **Siegel & Simons** (2010) διεξήγαν μία έρευνα με σκοπό τη μοντελοποίηση των Ε&Σ ως συναλλαγές που έχουν ταυτόχρονες επιπτώσεις στους εργαζομένους, στα εργοστάσια και στις επιχειρήσεις, βασιζόμενοι στη θεωρία *human capital*. Εξέτασαν ένα δείγμα περίπου 2,6 εκατομμυρίων εργαζομένων, 16.000 εργοστασίων και 9.400 εταιρειών, για κάθε χρόνο της περιόδου 1985-1998 στη Σουηδία. Τα αποτελέσματα της έρευνας συνάδουν με τη θεωρία *human capital*, και δείχνουν ότι οι Ε&Σ ενισχύουν την παραγωγικότητα των εργοστασίων, αν και οδηγούν επίσης σε συρρίκνωση των εγκαταστάσεων και των εταιρειών. Η παραγωγικότητα αυξάνει περισσότερο μετά από μια μερική εξαγορά, σε σχέση με την αύξηση που προκύπτει από μια πλήρη εξαγορά, ενώ η επίδοση της επιχείρησης δεν μειώνεται στον απόηχο των αλλαγών ιδιοκτησίας. Οι Ε&Σ φαίνεται να έχουν, επίσης, θετικό αντίκτυπο στις καριέρες των εργαζομένων, βελτιώνοντας τη διαλογή και την αντιστοίχιση των εργαζομένων και των στελεχών σε εταιρείες και κλάδους που ταιριάζουν καλύτερα με τις δεξιότητές τους. Τέλος, τα εργοστάσια που συμμετείχαν σε Ε&Σ βίωσαν μια αναβάθμιση στην «ποιότητα» του ανθρώπινου δυναμικού τους. Συμπερασματικά, τέτοιες συναλλαγές συνιστούν ένα μηχανισμό για τη βελτίωση της διαλογής και αντιστοίχισης των εργοστασίων και των εργαζομένων σε πιο αποδοτικές χρήσεις.

4.2.5 Παγκόσμιο επίπεδο

Οι **Houston, James & Ryngaert** (2001) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 64 μεγάλων Ε&Σ του τραπεζικού τομέα για την περίοδο 1985-1996, με αξία συναλλαγής μεγαλύτερη των

400 εκατομμυρίων δολαρίων, επιχειρώντας να εξετάσουν τους λόγους για τους οποίους γίνονται συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο και ποιες είναι οι συνέπειές τους στον πλούτο των εταιρειών. Επιπλέον, για 41 εξαγορές ζητήθηκαν από τα διευθυντικά στελέχη οι προβλέψεις τους για τη μείωση του κόστους και την αύξηση που αναμένουν από την πράξη της συγχώνευσης, οι οποίες επιτρέπουν τον προσδιορισμό των πρωτευόντων κινήτρων των στελεχών που κρύβονται πίσω από την εξαγορά. Γίνεται λοιπόν μια προσπάθεια να προσδιοριστεί κατά πόσο οι προβλέψεις και οι ισχυρισμοί των στελεχών είναι αληθείς και συμπίπτουν με την πραγματικότητα. Τέλος, γίνεται μια προσπάθεια να ποσοτικοποιηθούν οι συνέπειες αποτίμησης αυτών των εξαγορών. Στη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε, εκτιμάται η παρούσα αξία της μετά φόρων εξοικονόμησης κόστους και της αύξησης των εσόδων από τη συγχώνευση. Η εκτίμηση της αξίας του κέρδους που προκύπτει από τη συγχώνευση προσδιορίζεται με βάση τη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε από τους Kaplan και Ruback (1995) και Gilson (2000). Μέσω της έρευνας διαπιστώθηκε ότι η αγοραία τιμή της εξαγοράστριας τράπεζας μειώνεται, ενώ η αντίστοιχη της εξαγοράζουσας αυξάνεται κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Τα στελέχη των επιχειρήσεων αναμένουν κυρίως ότι, η κύρια πηγή δημιουργίας αξίας που απορρέει από τη συγχώνευση, είναι η μείωση του κόστους, ενώ λιγότερο σημαντική θεωρούν την ενίσχυση των εσόδων. Πράγματι, η έρευνα έδειξε ότι τις περισσότερες φορές η υπεραξία που δημιουργείται στον τραπεζικό κλάδο από τις συγχωνεύσεις, πηγάζει από τη δυνατότητα για μείωση κόστους, μέσω της κατάργησης επικαλυπτόμενων διαδικασιών και της ενοποίησης παρασκηνιακών δραστηριοτήτων. Τέλος, βρέθηκε ότι ενώ η αγορά αντιδρά θετικά σε συμφωνίες που προβλέπεται να έχουν μεγαλύτερη μείωση κόστους, παρ' όλα αυτά φαίνεται να υποτιμά τις προβλέψεις των στελεχών.

Οι **Savor & Lu** (2009) μελέτησαν ένα δείγμα 1.773 ολοκληρωμένων συμφωνιών (1.050 χρηματοδοτούμενες με μετοχές και 723 με μετρητά) και 355 ανολοκλήρωτων συμφωνιών (187 με μετοχές και 168 με μετρητά), με την εξαγοράστρια να είναι απαραίτητως εισηγμένη εταιρεία, καλύπτοντας την περίοδο από 1978 έως 2003. Σε αυτή τη μελέτη διερευνάται κατά πόσο η χρηματοδότηση των Ε&Σ μέσω μετοχών δημιουργεί αξία για τους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρείας μακροπρόθεσμα. Το κύριο ερώτημα είναι τι επίδοση θα είχαν οι εξαγοράζουσες εταιρείες που χρησιμοποιούν μετοχές ελλείψει της συγχώνευσης. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας *buy-and-hold* μη κανονικών αποδόσεων. Μετράται η επίδοση των επιχειρήσεων αναλύοντας τις μακροχρόνιες μη κανονικές τους αποδόσεις. Οι *buy-and-hold* μη κανονικές αποδόσεις προσαρμόζονται ανάλογα το μέγεθος της επιχείρησης, το δείκτη

λογιστικής αξίας προς αγοραία αξία και τον κλάδο. Η προσέγγιση η οποία χρησιμοποιείται είναι μια τροποποιημένη έκδοση που προτάθηκε από τους Barber και Lyon (1997), με τη διαφορά ότι χρησιμοποιείται ένα χαρτοφυλάκιο δέκα εταιρειών και όχι μόνο μία εταιρεία. Γενικά, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι εξαγορές που ολοκληρώθηκαν με μετοχές εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μακροχρόνιων μετόχων των πλειοδοτριών εταιρειών. Η σύγκριση ανάμεσα σε επιτυχημένους και μη αγοραστές υποδεικνύει ότι, παρά τις αρνητικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση και έπειτα αυτής, για τους αγοραστές που χρησιμοποιούν μετοχές, οι μακροχρόνιοι μέτοχοί τους εξακολουθούν να είναι σε καλύτερη κατάσταση από ότι θα ήταν χωρίς αυτές τις συμφωνίες. Αντίθετα, η αποτυχία της ολοκλήρωσης δεν αποδεικνύεται δαπανηρή για τους μετόχους των πλειοδοτριών εταιρειών που χρησιμοποιούν μετρητά. Η έρευνα έδειξε ότι οι εταιρείες-στόχοι απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας, σε αντίθεση με τους αγοραστές που οι αποδόσεις τους είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές. Οι αποδόσεις αυτές είναι υψηλότερες για τις συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετρητά. Σε αντίθεση με τους αγοραστές που χρηματοδοτούν με μετοχές την εξαγορά, οι αγοραστές που πληρώνουν με μετρητά, είναι σε θέση να διατηρούν την επίδοσή τους και μάλιστα να τη βελτιώνουν σε σύντομο χρονικό ορίζοντα. Και, παρά τις κάπως χαμηλότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση, οι πλειοδότες που δεν κατάφεραν να ολοκληρώσουν την εξαγορά, δεν παρουσιάζουν χειρότερες κανονικές αποδόσεις σε σχέση με τους πλειοδότες των επιτυχημένων εξαγορών. Οι πλειοδότες που επιλέγουν τη χρηματοδότηση με μετρητά και δεν ολοκληρώνουν τη συναλλαγή, δεν παρουσιάζουν χαμηλή επίδοση σε σύγκριση με τους επιτυχήντες, ανεξαρτήτως δείγματος, χρονικού ορίζοντα ή μεθοδολογίας. Όπως έδειξε και η ανάλυση των *buy-and-hold* αποδόσεων, ο αντίκτυπος της αποτυχίας του κλεισίματος της συμφωνίας διαφέρει ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής, το οποίο είναι ακριβώς αυτό που προβλέπει η *market-timing* θεωρία. Ενώ οι αγοραστές με μετρητά βασίζονται αποκλειστικά σε συνέργειες ή σε χαμηλή αποτίμηση της εταιρείας-στόχου για τη δημιουργία αξίας προς τους μετόχους τους, οι αγοραστές με μετοχές απολαμβάνουν ένα πρόσθετο όφελος, αυτό της χρησιμοποίησης υπερτιμημένων ιδίων κεφαλαίων ως νόμισμα εξαγοράς. Οι ανεπιτυχείς πλειοδότες που χρησιμοποιούν μετοχές επιδεικνύουν στατιστικά σημαντική χαμηλότερη επίδοση, σε σχέση με τους επιτυχείς, σε οικονομικούς όρους. Αυτή η χαμηλή επίδοση αυξάνει όσο μεγαλύτερη γίνεται η περίοδος διακράτησης των μετοχών (*holding period*). Επιπλέον, οι ανεπιτυχείς αγοραστές συνεχίζουν να εμφανίζουν χαμηλή επίδοση ακόμη και μετά την ανακοίνωση της αποτυχίας της εξαγοράς, όταν προφανώς όλες οι πληροφορίες σχετικές με την εξαγορά έχουν ήδη γίνει γνωστές. Παρά την αρνητική μακροπρόθεσμη επίδοση που σχετίζεται με την αποτυχία εξαγοράς, η αγορά υποδέχεται τον τερματισμό

των προσφορών με θετική αντίδραση, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές δεν βλέπουν την αποτυχία σαν αρνητικό σημάδι σχετικά με τις προοπτικές του αγοραστή.

Οι **Collins, Holcomb, Certo, Hitt & Lester** (2009) εξέτασαν ένα αρχικό δείγμα 500 εταιρειών του οίκου Standard & Poor's του έτους 2002, το οποίο περιορίστηκε σε δείγμα 374 επιχειρήσεων, με σκοπό να εξεταστεί η δραστηριότητα των διεθνών εξαγορών και συγχωνεύσεων, βασιζόμενοι στη θεωρία της οργανωσιακής μάθησης (organizational learning theory). Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε περιλαμβάνει ανάλυση λογαριθμικής παλινδρόμησης σύμφωνα με τους Daily και Dalton (1994). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η οργανωσιακή μάθηση από διεθνείς δραστηριότητες και προηγούμενες Ε&Σ σε μια ξένη χώρα επηρεάζει επακόλουθες διεθνείς εξαγορές, ειδικά στη συγκεκριμένη χώρα. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η γνώση που αποκτάται από τις εταιρείες που έχουν ήδη παρουσία σε μια ξένη χώρα είναι θετικά συσχετισμένη με επακόλουθες Ε&Σ στη συγκεκριμένη χώρα. Έτσι, επιχειρήσεις με εμπειρία σε μια συγκεκριμένη ξένη χώρα, είναι πιο πιθανό να αποκτήσουν μια εταιρεία-στόχο στην ίδια χώρα. Συμπεραίνεται, λοιπόν, ότι η οργανωσιακή μάθηση προκύπτει μέσα από δραστηριότητες σε μια χώρα, αποκτώντας οικειότητα και γνώση σχετικά με ευκαρίες και περιορισμούς στη συγκεκριμένη χώρα. Ενώ προηγούμενες εγχώριες εξαγορές και διεθνείς Ε&Σ φαίνεται να επηρεάζουν επακόλουθες διεθνείς Ε&Σ, η μάθηση από προηγούμενες Ε&Σ κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική. Οι διαφορετικές απαιτήσεις γνώσεων ανάμεσα στην εγχώρια και διεθνή γεωγραφική επέκταση είναι ουσιαστικές. Οι προκλήσεις που προκύπτουν κατά την είσοδο και κατά τον ανταγωνισμό σε νέες διεθνείς αγορές είναι σημαντικές και η μάθηση μέσω προηγούμενων διεθνών εξαγορών βοηθάει τις επιχειρήσεις να ανταπεξέλθουν σε αυτές τις δυσκολίες.

Οι **Alexandridis, Petmezas & Travlos** (2010) διερεύνησαν ένα δείγμα 4.577 συμφωνιών, που ολοκληρώθηκαν από εισηγμένες εταιρείες σε 39 διαφορετικές χώρες, κατά το διάστημα 1990-2007. Στην έρευνα τους διερευνάται κατά πόσο οι εξαγορές εισηγμένων επιχειρήσεων μπορούν να δημιουργήσουν αξία στους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρείας, σε χώρες πέρα από αυτές με τις πιο ανταγωνιστικές αγορές. Επιπρόσθετα, εξετάζεται αν τα οφέλη των εξαγοραστριών εταιρειών είναι αρνητικά (ή θετικά) συσχετισμένα με το βαθμό του ανταγωνισμού για τις εισηγμένες εταιρείες-στόχους. Γίνεται χρήση της μεθοδολογίας μη κανονικών αποδόσεων και του μοντέλου *market-adjusted return* και υπολογισμός των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων,

σύμφωνα με τους Faccio, McConnell, & Stolin (2006), για ένα διάστημα πέντε ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι, γενικά οι ανακοινώσεις εξαγορών ενισχύουν την αξία των εξαγοραστριών εταιρειών σε χώρες πέραν εκείνων με τις πιο ανταγωνιστικές αγορές στις εξαγορές (UUC)¹⁰. Οι εξαγοράστριες εταιρείες στις αγορές με υψηλό ανταγωνισμό παρουσιάζουν χαμηλότερη επίδοση σε σχέση με αυτούς στον υπόλοιπο κόσμο. Επιπλέον, οι συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια, συνολικά δεν καταστρέφουν αξία για τις εξαγοράστριες εταιρείες σε χώρες εκτός των UCC. Επίσης, οι εξαγορές του υπόλοιπου κόσμου υπόκεινται σε μεγαλύτερες συνέργειες για συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετοχές, υποδηλώνοντας απλή ανακατανομή των κερδών από την εξαγοράστρια εταιρεία στην εταιρεία-στόχο, στους άλλους τύπους συναλλαγών. Επιπρόσθετα, το επίπεδο του ανταγωνισμού της αγοράς είναι αρνητικά συσχετισμένο με τις αποδόσεις της εξαγοράστριας επιχείρησης και θετικά συσχετισμένο με τις αποδόσεις της εταιρείας-στόχου και τα πριμ εξαγοράς. Συμπερασματικά, η έρευνα έδειξε ότι οι εξαγορές εισηγμένων επιχειρήσεων δημιουργούν οφέλη, αλλά η διανομή αυτών των ωφελειών μεταξύ της εξαγοράστριας και της εταιρείας-στόχου εξαρτάται από το βαθμό του ανταγωνισμού για εταιρικό έλεγχο στην αγορά.

Οι **Baker, Pan & Wurgler** (2012) εξέτασαν ένα δείγμα 7.020 ανακοινώσεων για συμφωνίες E&Σ, στις οποίες η εταιρεία-στόχος είναι εισηγμένη επιχείρηση, εκ των οποίων ολοκληρώθηκαν οι 4.853. Το δείγμα αφορά ανακοινώσεις συμφωνιών για την περίοδο 1984-2007. Σκοπός της έρευνας είναι να μελετηθεί η επίδραση των μεγαλύτερων ιστορικών τιμών στο χρηματιστήριο της εταιρείας-στόχου, σε διάφορες πτυχές της δραστηριότητας των E&Σ. Για την πραγματοποίηση της έρευνας διενεργήθηκε πλήθος παλινδρομήσεων, μέσω των οποίων προσδιορίζεται η σχέση των μεγαλύτερων ιστορικών τιμών με διάφορα χαρακτηριστικά των συναλλαγών E&Σ, τα οποία είναι η τιμή προσφοράς, η ολοκλήρωση της συμφωνίας, οι αποδόσεις της πλειοδότης εταιρείας κατά το διάστημα της ανακοίνωσης της συμφωνίας. Πιο συγκεκριμένα, πραγματοποιείται *Gaussian kernel* παλινδρόμηση για την τιμή προσφοράς της συναλλαγής, *probit* παλινδρόμηση για την επίτευξη της συμφωνίας, και παράλληλα, υπολογίζονται οι αθροιστικές αποδόσεις των πλειοδοτριών εταιρειών σύμφωνα με το μοντέλο *market-adjusted return*, σε διάστημα τριών ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης του συμβάντος. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν

¹⁰ United States, United Kingdom, Canada.

ότι οι υψηλότερες και πιο πρόσφατες χρηματιστηριακές τιμές βοηθούν στην εξήγηση της τιμής προσφοράς της πλειοδότης εταιρείας, τις επιδράσεις της ανακοίνωσης, και την επιτυχία της συμφωνίας. Η επίδραση του χαρακτηριστικού που αφορά τις υψηλότερες ιστορικές τιμές στην επιτυχία της συμφωνίας, φαίνεται να είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα, δεδομένου ότι συνιστά μια πραγματική επίδραση μέσω της κατανομής των κεφαλαίων σε επενδυτικές ευκαιρίες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυτές οι επιδράσεις δεν συνάδουν εύκολα ως σύνολο, με τις κλασικές θεωρίες των συγχωνεύσεων. Αντίθετα, οι ερευνητές πιστεύουν ότι η πιο φυσική εξήγηση του φαινομένου αυτού είναι ότι οι χρηματιστηριακές τιμές ως σημείο αναφοράς, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις που σχετίζονται με τις συγχωνεύσεις, παρόμοια με το ρόλο που έχει ήδη τεκμηριωθεί ότι διαδραματίζουν στο πλαίσιο της ακίνητης περιουσίας, των θεσμικών και ιδιωτικών χρηματιστηριακών συναλλαγών, στην υποτιμολόγηση της αρχικής προσφοράς, στην εξάσκηση δικαιωμάτων και σε άλλες περιπτώσεις.

Οι **Erel, Liao & Weisbach** (2012) εξέτασαν ένα δείγμα 56.978 διασυνοριακών συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο, η πλειοψηφία των οποίων αφορά μη εισηγμένες εταιρείες που δραστηριοποιούνται εκτός Ηνωμένων Πολιτειών, και αφορά την περίοδο 1990-2007. Σκοπός της μελέτης είναι να διερευνηθεί ο βαθμός στον οποίο διεθνείς παράγοντες, και συγκεκριμένα διαφορές κουλτούρας, γεωγραφικές διαφορές, κυβερνητικές διαφορές και επιδράσεις διεθνούς φορολογίας, επιδρούν στην απόφαση των εταιρειών για διασυνοριακή συγχώνευση. Διενεργείται πολυπαραγοντική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή το ποσοστό των διασυνοριακών συγχωνεύσεων για κάθε ένα ζεύγος χωρών, ενώ παράλληλα χρησιμοποιείται η μεθοδολογία που πρότειναν οι Baker, Foley & Wurgler (2009). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η γεωγραφία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις διασυνοριακές Ε&Σ. Η πιθανότητα για εξαγορά επιχείρησης σε μια γειτονική χώρα είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την αντίστοιχη για εξαγορά επιχείρησης σε μια μακρινή χώρα. Επίσης, τόσο η μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη όσο και η καλύτερη λογιστική ποιότητα σχετίζονται με την πιθανότητα μια επιχείρηση να γίνει αγοραστής παρά στόχος. Ένας σημαντικός παράγοντας που καθορίζει το μοτίβο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων είναι η νομισματική ισοτιμία. Χώρες των οποίων το νόμισμα έχει υπερτιμηθεί είναι περισσότερο πιθανό να φιλοξενούν εταιρείες που επιχειρούν εξαγορές, ενώ σε χώρες των οποίων το νόμισμα έχει υποτιμηθεί είναι πιο πιθανό να δραστηριοποιούνται εταιρείες που αποτελούν στόχο για εξαγορά. Επιπρόσθετα, η σχετική επίδοση του χρηματιστηρίου μεταξύ δύο χωρών επηρεάζει την τάση των επιχειρήσεων σε αυτές τις

χώρες να συγχωνευθούν. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά επίδοσης του χρηματιστηρίου μεταξύ δύο χωρών, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα εταιρείες που εδρεύουν στη χώρα με την καλύτερη επίδοση να εξαγοράσουν επιχειρήσεις της άλλης χώρας.

Οι **Bena & Li** (2013) χρησιμοποίησαν ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων που προέβησαν σε Ε&Σ κατά την περίοδο 1984-2006. Στη μελέτη τους γίνεται διερεύνηση της σχέσης μεταξύ των χαρακτηριστικών των εταιρικών δραστηριοτήτων, αναφορικά με την καινοτομία και του κατά πόσο μια εταιρεία γίνεται εξαγοράστρια ή εταιρεία-στόχος. Επίσης, εξετάζεται αν η τεχνολογική επικάλυψη μεταξύ εταιρειών επιδρά στην πραγματοποίηση της συναλλαγής. Τέλος, εξετάζεται η επίδραση μιας συγχώνευσης στη μελλοντική καινοτομία που μπορεί να επιτύχει η νέα εταιρεία, όταν υπάρχει τεχνολογική επικάλυψη πριν τη συγχώνευση μεταξύ των εταιρειών. Η μεθοδολογία που ακολουθείται περιλαμβάνει μία λογαριθμική παλινδρόμηση με χρήση διαστρωματικών δεδομένων. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι η εταιρική δραστηριότητα που σχετίζεται με την καινοτομία αποτελεί πηγή συνέργειας για τις εξαγορές, προσδίδοντας κίνητρο για τη δημιουργία εξαγοράς και έχοντας θετικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα της συγχώνευσης. Οι εταιρείες με μεγάλα χαρτοφυλάκια ευρεσιτεχνίας και χαμηλά έξοδα έρευνας και ανάπτυξης είναι πιο πιθανό να εξαγοράσουν επιχειρήσεις, ενώ εταιρείες εντάσεως έρευνας και ανάπτυξης με αργή ανάπτυξη στη δημιουργία ευρεσιτεχνιών είναι περισσότερο πιθανό να εξαγοραστούν. Επιπρόσθετα, η τεχνολογική επικάλυψη μεταξύ των δραστηριοτήτων που αφορούν την καινοτομία των επιχειρήσεων, έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην πιθανότητα δημιουργίας συγχώνευσης. Τέλος, η έρευνα έδειξε ότι υπάρχει θετική επίδραση της συγχώνευσης στη μετά τη συγχώνευση διαδικασία της καινοτομίας, σε περιπτώσεις όπου υπάρχει επικάλυψη τεχνολογίας πριν τη συγχώνευση, μεταξύ των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται.

4.3 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας τα ευρήματα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης, εξάγονται κάποια σημαντικά συμπεράσματα σχετικά με τις Ε&Σ, τα οποία μπορούν να φανούν χρήσιμα στην προσπάθεια κατανόησης των διαφορετικών πτυχών του πολύπλοκου αυτού φαινομένου.

Η πλειοψηφία των μελετών καταδεικνύει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες βελτιώνουν τη λειτουργική τους επίδοση έπειτα από μία εξαγορά. Από τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς, οι μελέτες έδειξαν ότι το μέσο πληρωμής και το γεωγραφικό πεδίο εφαρμογής δεν διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη μετά την εξαγορά λειτουργική επίδοση της επιχείρησης, ενώ οι απόψεις δίστανται αναφορικά με το χαρακτηριστικό που αφορά τη συνάφεια των κλάδων ανάμεσα στις επιχειρήσεις. Η προηγούμενη μόχλευση της εξαγοράστριας εταιρείας φαίνεται να μην έχει καμία επίδραση στην απόδοση μετά τη συγχώνευση στη νέα εταιρεία, ενώ τα ταμειακά διαθέσιμα της σχετίζονται αρνητικά με την απόδοση. Εταιρείες με υπερβολική διαθέσιμη ρευστότητα, αντιμετωπίζουν προβλήματα με τις ελεύθερες ταμειακές ροές και είναι πιο πιθανό να κάνουν κακές εξαγορές. Εξαγορές σχετικά μεγάλων εταιρειών-στόχων οδηγούν σε υψηλότερη αποδοτικότητα της συνδυασμένης εταιρείας μετά την εξαγορά, ενώ εξαγορές μικρών εταιρειών-στόχων οδηγούν σε μείωση της κερδοφορίας. Η μακροπρόθεσμη απόδοση της νεοσύστατης εταιρείας δείχνει να χειροτερεύει μόνο στις περιπτώσεις των εχθρικών προσφορών και των προσφορών προς τους μετόχους (tender offer).

Στον τραπεζικό κλάδο, οι τράπεζες με υψηλές επιδόσεις είναι εκείνες οι οποίες συνήθως αποκτούν τράπεζες που λειτουργούν λιγότερο αποδοτικά. Γενικά, οι Ε&Σ στον τραπεζικό τομέα πραγματοποιούνται υπό το πρίσμα των αναμενόμενων συνεργειών και ωφελειών, που προκύπτουν από τις οικονομίες κλίμακας ή σκοπού, τη διαφοροποίηση του προϊόντος ή την είσοδο σε νέες αγορές. Έχει παρατηρηθεί ότι οι Ε&Σ αποτελούν το κατάλληλο μέσο για τις τράπεζες που επιθυμούν την αναδιάρθρωση ή την αύξηση του κεφαλαίου τους, σε καταστάσεις όπου η δύναμη των εποπτικών αρχών είναι ασθενής ή όταν οι εν λόγω αρχές δεν έχουν την εξουσία να ελέγχουν τον

κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι τράπεζες κατά την πραγματοποίηση τέτοιων συμφωνιών. Σημαντικά σε επίπεδο κλάδου, ειδικά στις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες, είναι τα χαρακτηριστικά όπως η κεδοφορία, η ρευστότητα και η συγκέντρωση της αγοράς και το μέγεθος της βιομηχανίας.

Σύμφωνα με τις μελέτες, οι εταιρείες-στόχοι απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας, στην περίπτωση όμως των αγοραστριών εταιρειών, δεν υπάρχει σαφής απάντηση που να επιβεβαιώνει εάν προκύπτουν θετικές ή αρνητικές αποδόσεις. Παρατηρήθηκε ότι το μεγαλύτερο επίπεδο των αποδόσεων πραγματοποιείται συνήθως δύο ημέρες πριν από την ανακοίνωση, όμως, τα κέρδη που δημιουργούνται χάνονται γρήγορα μετά την ανακοίνωση. Σχετικά με το μέγεθος, παρατηρείται ότι οι μικρές επιχειρήσεις ανταποκρίνονται καλύτερα από ό,τι οι μεγάλες όταν κάνουν μια ανακοίνωση εξαγοράς, παρουσιάζοντας μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις από αυτές των μεγάλων εταιρειών. Γενικά, οι ωφέλειες από την ανακοίνωση των προσφορών για μία εξαγορά εξαρτώνται από την κατάσταση της εταιρείας-στόχου, τον τρόπο πληρωμής και το σχετικό μέγεθος των εταίρων στις εξαγορές.

Στις περιπτώσεις των διασυνοριακών εξαγορών, οι παράγοντες οι οποίοι ευθύνονται για τη δημιουργία αξίας περιλαμβάνουν την κοινή χρήση πάγιων περιουσιακών στοιχείων, την κοινή χρήση άυλων περιουσιακών στοιχείων και τη χρηματοοικονομική διαφοροποίηση. Αντίθετα, ο παράγοντας ο οποίος ευθύνεται για την καταστροφή αξίας στις διασυνοριακές εξαγορές, είναι η μείωση του επικειρηματικού κινδύνου.

Σημαντική πηγή συνέργειας για τις εξαγορές αποτελεί επίσης η εταιρική δραστηριότητα που σχετίζεται με την καινοτομία, παρέχοντας κίνητρο για τη δημιουργία εξαγοράς και έχοντας θετικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα της συγχώνευσης. Οι εταιρείες με μεγάλα χαρτοφυλάκια ευρεσιτεχνίας και χαμηλά έξοδα έρευνας και ανάπτυξης είναι πιο πιθανό να εξαγοράσουν επιχειρήσεις, ενώ οι εταιρείες εντάσεως έρευνας και ανάπτυξης, με αργή ανάπτυξη στη δημιουργία ευρεσιτεχνιών, είναι περισσότερο πιθανό να εξαγοραστούν. Επιπλέον, η τεχνολογική επικάλυψη μεταξύ των δραστηριοτήτων που αφορούν την καινοτομία των επιχειρήσεων, εμφανίζει θετική και σημαντική επίδραση στην πιθανότητα δημιουργίας συγχώνευσης. Παρατηρείται θετική επίδραση της συγχώνευσης στη μετά τη συγχώνευση διαδικασία της καινοτομίας, σε περιπτώσεις

όπου υπάρχει επικάλυψη τεχνολογίας, πριν τη συγχώνευση, μεταξύ των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται.

Τα στελέχη των επιχειρήσεων αναμένουν κυρίως ότι, η κύρια πηγή δημιουργίας αξίας που απορρέει από τη συγχώνευση, είναι η μείωση του κόστους, ενώ λιγότερο σημαντική θεωρούν την ενίσχυση των εσόδων. Πράγματι, σύμφωνα με τις έρευνες, τις περισσότερες φορές η υπεραξία που δημιουργείται από τις συγχωνεύσεις, πηγάζει από τη δυνατότητα για μείωση κόστους, μέσω της κατάργησης επικαλυπτόμενων διαδικασιών και της ενοποίησης παρασκηνιακών δραστηριοτήτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Βιβλιογραφία 4^{ου} Κεφαλαίου

Αρθρογραφία

Alexandridis G., Petmezas D., Travlos N. G., 2010, "Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence", *Financial Management*

Altunbas Y., Ibanez D. M., 2004, "Mergers and Acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities."

Baker M., Pan X., Wurgler J., 2012, "The effect of reference point prices on mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*

Bena J., Li K., 2013, "Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions"

Collins D. J., Holcomb T. R., Certo S. T., Hitt M. A., Lester R. H., 2009, "Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions", *Journal of Business Research*

Cybo-Ottone A., Murgia M., 2000, "Mergers and shareholder wealth in European banking", *Journal of Banking & Finance*

DeYoung R., Evanoff D. D., Molyneux P., 2009, "Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature", *Springer Science + Business Media*

Doukas J., Travlos N., 1988, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *The journal of finance*

Draper P., Paudyal K., 2006, "Acquisitions: Private versus Public", *European Financial Management*

Dutta S., Kumar V., 2009, "Mergers and Acquisitions (M&AS) by R&D Intensive Firms", *Journal of Risk and Financial Management*

Erel I., Liao R. C., Weisbach M. S., 2012, "Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions", *Journal of Finance*

Farinós J., Herrero B., Latorre M., 2011, "Shareholder wealth creation in response to announcements of acquisitions of unlisted firms: Evidence from Spain"

Fuller K., Netter J., Stegemoller M., 2002, "What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions", *The journal of finance*

Goddard J., Molyneux P., Zhou T., 2011, "Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America", *The European Journal of Finance*

Hagendorff J., Hernando I., Nieto M., Wall L., 2010, "What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union" *Banco de Espana*

Hagendorff J., Nieto M., Wall L., 2012, "The Safety and Soundness Effects of Bank M&A in the EU", *Federal Reserve Bank of Atlanta*

Haleblian J., Devers C. E., McNamara G., Carpenter M. A., Davison R. B., Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*

Harford J., 1999, "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *The journal of finance*

Houston J., James C., Ryngaert M., 2001, "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders", *Journal of Financial Economics*

Kisgen D. J., Qian J., Song W., 2008, "Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*

Karampatsas N., Petmezas D., Travlos N. G., 2013, "Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions"

Martynova M., Oosting S., Renneboog L., 2006, "The long-term operating performance of European mergers and acquisitions", *European Corporate Finance Institute*

Meschi P.X., Metais E., 2006, "International acquisition performance and experience: A resource-based view. Evidence from French acquisitions in the United States (1988–2004)", *Journal of International Management*

Moellera S., Schlingemannb F., Stulzc R., 2004, "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics*

Netter J., Stegemoller M., Wintoki M. B., 2011, "Implications of Data Screens on Mergers and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009", *Oxford University Press*

Pasiouras F., Gaganis C., 2009, "Are the financial characteristics of acquired banks similar across the EU? Evidence from the principal markets", Applied Economics Letters

Pasiouras F., Tanna S., Gaganis C., 2011, "What Drives Acquisitions in the EU Banking Industry? The Role of Bank Regulation and Supervision Framework, Bank Specific and Market Specific Factors", New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc.

Petmezas D., 2008, "What drives acquisitions? Market valuations and bidder performance", Journal of Multinational Financial Management

Powell R., Stark A., 2005, "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks", Journal of Corporate Finance

Rosen R., 2004, "Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements", Journal of Business

Savor P., Lu Q., 2009, "Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?", The Journal of finance

Schaika D., Steenbeekb O., 2004, "Price and volume effects of Merger Bids in Japan"

Seth A., Song K., Pettit R., 2002, "Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms", Strategic Management Journal

Siegel D. S., Simmons K. L., 2010, "Assesing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity and works: New evidence from matched employer-employee data", Strategic Management Journal

Κεφάλαιο 5

Μεθοδολογία και Δείγμα

5.1 Εισαγωγή

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα, για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των Ε&Σ συναλλαγών, υπάρχουν τέσσερις κατηγορίες μεθοδολογιών, οι οποίες είναι:

- ❖ Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (Event studies)
- ❖ Λογιστικές Μελέτες (Accounting studies)
- ❖ Κλινικές Μελέτες (Clinical studies)
- ❖ Έρευνες σε διευθυντικά στελέχη (Surveys of executives)

5.1.1 Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (Event studies)

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται σε τέτοιου είδους μελέτες βασίζεται στην εκτίμηση της αντίδρασης της τιμής της μετοχής από την ανακοίνωση διαφόρων εταιρικών πράξεων-γεγονότων (όπως π.χ. ανακοίνωση Σ&Ε, διάσπασης μετοχών, μερίσματος, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, κτλ). Ο υπολογισμός της αντίδρασης της τιμής της μετοχής υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικής και προσδοκώμενης τιμής. Η τελευταία υπολογίζεται με διάφορους τρόπους, όπως βάσει προηγούμενων ιστορικών δεδομένων της τιμής της μετοχής (μέχρι τη Σ&Ε), με βάση την απόδοση του γενικού

δείκτη μιας χρηματιστηριακής αγοράς ή βάσει του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM)¹¹. Η διαφορά μεταξύ πραγματικής και προσδοκώμενης τιμής δείχνει το μέγεθος της μεταβολής της τιμής της μετοχής, δηλαδή με άλλα λόγια, δείχνει τη θετική ή αρνητική υπεραπόδοση που προκύπτει από την ανακοίνωση ενός εταιρικού συμβάντος. Το διάστημα που μελετώνται οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις αυτών καθορίζεται για μια χρονική περίοδο κάποιων ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εταιρικής πράξης (ημέρα 0). Το διάστημα αυτό ορίζεται ως περίοδος μελέτης (event window). Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτελεί την πλέον δημοφιλή, καθώς από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 παρατηρείται μια καθολική εφαρμογή και χρήση της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων σε πολλές έρευνες, παρά τις όποιες ενστάσεις υπάρχουν ως προς τις αδυναμίες της.

Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων παρουσιάζει ως πλεονεκτήματα την άμεση μέτρηση της αξίας που δημιουργείται στους επενδυτές από τις μεταβολές της μετοχής, και την άμεση αποτύπωση μελλοντικών προσδοκιών για μια επιχείρηση μέσω της μετοχής της, όπως την προεξοφλεί σήμερα η αγορά, χωρίς να παρέχεται δυνατότητα αλλοίωσης από κάποιο φυσικό πρόσωπο. Στα μειονεκτήματα συγκαταλέγεται ότι η μέθοδος αυτή προϋποθέτει σημαντικές παραδοχές για τη λειτουργία των εξεταζόμενων κεφαλαιαγορών, όπως αποτελεσματικότητα (efficiency), ορθολογικότητα (rationality), απουσία αγοραπωλησιών κερδοσκοπικού χαρακτήρα (arbitrage). Αν και το πρόβλημα της ταυτόχρονης ανακοίνωσης περισσότερων του ενός εταιρικού γεγονότος μπορεί να επιλυθεί μέσω του διαχωρισμού των διαφόρων εταιρικών γεγονότων, ώστε να προκύψει ένα «καθαρό» δείγμα, είναι εύλογη η ύπαρξη της πιθανότητας επηρεασμού τιμών μετοχών από διάφορα απρόβλεπτα γεγονότα που διαταράσσουν την ηρεμία στην αγορά. Τέλος, η εν λόγω μεθοδολογία δεν κάνει διάκριση ενός θετικού αποτελέσματος μιας δραστηριότητας Ε&Σ, εάν προήλθε από πραγματικά οικονομικά κέρδη ή ανωμαλίες της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς.

¹¹ Capital Asset Pricing Model

5.1.2 Λογιστικές Μελέτες (Accounting studies)

Οι μελέτες αυτές συνίστανται και εφαρμόζονται με την εξέταση καταγεγραμμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και αναλύσεων (π.χ. ισολογισμών, αριθμοδεικτών, κτλ.) των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων πριν και μετά από μια πράξη Ε&Σ, ώστε να διερευνηθεί η μεταβολή της επιχειρησιακής τους επίδοσης. Αυτό που συνήθως μελετάται είναι μεταβολές στα καθαρά κέρδη, στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων, στα κέρδη ανά μετοχή, στο βαθμό χρήσης δανειακών κεφαλαίων και στη ρευστότητα. Η εξέταση των στοιχείων μπορεί να γίνει είτε με καταγραφή και σύγκριση των πραγματικών στοιχείων με προβλέψεις υποθετικών στοιχείων της ίδιας επιχείρησης χωρίς τις Ε&Σ, είτε με σύγκριση των πεπραγμένων σε σχέση με την πορεία του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση ή τη σημαντικότερη επιχείρηση του κλάδου ή το μέσο όρο των σημαντικότερων επιχειρήσεων-ανταγωνιστών του κλάδου. Επιπλέον, η όποια σύγκριση στοιχείων μπορεί να γίνει και με σύγκριση δύο δειγμάτων επιχειρήσεων, επιχειρήσεις που προέβησαν σε Ε&Σ και επιχειρήσεις που δεν προέβησαν, προς εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων.

Τα κυρίαρχα πλεονεκτήματα των εν λόγω μελετών είναι η αξιοπιστία που παρουσιάζουν, καθώς οι διάφορες χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν ελεγχθεί και βεβαιωθεί ως προς το περιεχόμενό τους, και η διατύπωση με σαφήνεια της επιχειρησιακής επίδοσης και πορείας που προκύπτει από αυτές και που ενδιαφέρει ιδιαίτερα τους επενδυτές. Στις δε αδυναμίες τους συγκαταλέγονται η ενδεχόμενη πιθανότητα μη συγκρίσιμων δεδομένων διαχρονικά, καθώς μπορεί οι επιχειρήσεις να αλλάξουν τις μεθόδους καταγραφής των αποτελεσμάτων τους ή να υπάρχουν διαφορετικές κρατικές φορολογικές πρακτικές ανά έτος, το γεγονός ότι συχνά δεν εμπεριέχεται στις οικονομικές καταστάσεις η αξία διαφόρων ασώματων ακινητοποιήσεων από την επιχείρηση που διαχρονικά τη δημιουργεί (π.χ. goodwill), το γεγονός επίσης ότι οι μελέτες αυτές συχνά επηρεάζονται από την ύπαρξη υψηλού πληθωρισμού, και τέλος, η πιθανότητα παράνομης αλλοίωσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων από τα στελέχη μιας επιχείρησης.

5.1.3 Κλινικές Μελέτες (Clinical studies)

Σε αυτή την κατηγορία μελετών εξετάζεται ένας μικρός αριθμός επιχειρήσεων (μία έως πέντε), και χρησιμοποιούνται διάφορες γενικές μεθοδολογίες. Παράλληλα, όμως, υπάρχει η επιπρόσθετη δυνατότητα για απόκτηση λεπτομερέστερης γνώσης και αξιολόγησης μέσω προσεκτικότερης μελέτης των ιδιαίτερων συνθηκών που οδήγησαν σε Ε&Σ, πέρα από οικονομικά ιστορικά στοιχεία ή προσωπικές μεμονωμένες θεωρήσεις, που ενδεχομένως οδηγούν και σε διαφορετικά εις βάθος συμπεράσματα και ερμηνείες, από αυτά που αρχικά είχαν προκύψει, καθώς εξετάζονται επιπρόσθετες θεωρήσεις από στρατηγική και οργανωσιακή σκοπιά.

5.1.4 Έρευνες σε διευθυντικά στελέχη (Surveys of executives)

Η μεθοδολογία αυτή συνίσταται και εφαρμόζεται με την εξέταση ανώτερων στελεχών επιχειρήσεων είτε μέσω συνεντεύξεων είτε μέσω ερωτηματολογίων. Στην περίπτωση αυτή, ο μελετητής είτε πρέπει να είναι αρκετά έμπειρος ώστε να διαγνώσει με ευθυκρισία το είδος των απαντήσεων σε μια δομημένη κυρίως συνέντευξη που γίνεται σε ανώτερα στελέχη, είτε να δομήσει ένα ερωτηματολόγιο όπου θα δέχεται ρητές απαντήσεις στα ερωτήματα που θέτει χωρίς υπεκφυγές και πέρα από πάσης φύσεως αμφιβολίες, γιατί πολλές φορές τα ερωτηματολόγια αποστέλλονται μόνο σε έντυπη μορφή και δεν συμπληρώνονται παρουσία του συγγραφέα τους για να δίνει τις απαραίτητες διευκρινίσεις. Στη συνέχεια, τα δεδομένα τα οποία προκύπτουν, καταγράφονται, και διενεργείται μια στατιστική ανάλυση, από την οποία προκύπτουν τα τελικά αποτελέσματα.

Το κύριο πλεονέκτημα αυτής της μεθοδολογίας είναι ότι μπορεί μέσω αυτής να αποκαλυφθούν ενδείξεις για αυξημένη επιχειρησιακή επίδοση, που όμως δεν έχει αποτυπωθεί ακόμα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ή στην τιμή της μετοχής, ή να

αποτυπωθούν συμπληρωματικά ή διάφορα άλλα δεδομένα για τις εν λόγω δραστηριότητες Ε&Σ, που δεν έχουν δει το φως της δημοσιότητας στο βαθμό που έπρεπε. Στα μειονεκτήματα αυτής της μεθοδολογίας συγκαταλέγονται η πιθανότητα μη δήλωσης πραγματικού οικονομικού αποτελέσματος, το γεγονός ότι η ανάκληση ιστορικών στοιχείων από ορισμένα στελέχη συχνά μπορεί να μην είναι ορθή, και το γεγονός ότι ο βαθμός ανταπόκρισης από τέτοιες μελέτες είναι συνήθως αρκετά χαμηλός, από 2% έως 15% του δείγματος, ενώ στην καλύτερη περίπτωση δεν θα μπορούσε να ξεπεράσει το 40%, γεγονός που δεν επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων και γενικεύσεων για όλες τις επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Για την εξαγωγή περισσότερο λεπτομερών συμπερασμάτων, οι ερευνητές συχνά επιλέγουν τη συνδυαστική χρήση των προαναφερθεισών μεθόδων, συνήθως κατά ζεύγη.

Για τις ανάγκες αυτής της διπλωματικής εργασίας επιλέγεται η μέθοδος «Ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων», αφού παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι των εναλλακτικών επιλογών και παρουσιάζεται εκτενώς στην παράγραφο 5.3.

5.2 Μεθοδολογία

Για να υπολογιστεί η επίδραση των ανακοινώσεων των Ε&Σ στη χρηματιστηριακή αξία των πλειοδοτριών εταιρειών, εξετάζεται η διαφορά μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης με βάση την αγοραία τιμή των επιχειρήσεων αυτών και της πραγματικής απόδοσης που προκύπτει κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης των Ε&Σ.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων με τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων, η

οποία εφαρμόστηκε πρώτη φορά από τους Fama et al. (1969) και τυποποιήθηκε περαιτέρω από τους Brown & Warner (1980, 1985).

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών των πλειοδοτριών εταιρειών κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της συμφωνίας για Ε&Σ (event), με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που θα παρατηρούσαν εάν δεν είχε πραγματοποιηθεί η ανακοίνωση για Ε&Σ, και υπολογίζονται βάσει των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου, η οποία είναι «καθαρή» από το εν λόγω γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων ονομάζεται μη κανονική απόδοση (abnormal return-AR ή residual) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός.

Αν η διαφορά αυτή είναι θετική, τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική, τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία, ενώ εάν είναι μηδενική, τότε η συγχώνευση δεν επιφέρει κάποια μεταβολή.

Η μη κανονική απόδοση (abnormal return) δίνεται από τον τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

Όπου

$j = 1, 2, 3, \dots, N$ μετοχές του δείγματος

$t = 1, 2, 3, \dots, T$ χρονικό διάστημα (σε μήνες ή μέρες)

R_{jt} οι αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$ οι προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περιόδους, η περίοδος υπολογισμού (estimation period) των «καθαρών» αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεων (observation period) που μπορεί να καταταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα *event windows*.

Στην παρούσα εργασία, η ημερομηνία ανακοίνωσης των Ε&Σ (ημέρα δημόσιας ανακοίνωσης του γεγονότος) τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Χρησιμοποιούνται *event windows* πεντέ ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος [-2, +2] για κάθε μία από τις προαναφερθείσες περιόδους, και η περίοδος υπολογισμού για κάθε περίπτωση τοποθετείται ένα χρόνο πριν την περίοδο παρατηρήσεων. Από την περίοδο υπολογισμού αντλούνται ιστορικές τιμές, ώστε να υπολογιστούν οι «καθαρές» από το συμβάν αποδόσεις ($E(R_{jt})$) προκειμένου να συγκριθούν μετέπειτα με τις πραγματικές (R_{jt}).

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών, ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων γίνεται με ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης (OLS), μέσω της χρήσης του υποδείγματος αγοράς (market model), το οποίο αποτελεί μια απλούστευση του *CAPM* και έτσι, λαμβάνει υπ' όψιν του τον κίνδυνο της αγοράς.

Το υπόδειγμα αγοράς συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός *benchmark portfolio*, το οποίο για την εν λόγω εργασία ορίζεται να είναι ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

$$R_{jt} = a_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου

a_j σταθερός όρος

β_j το *beta* της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά

R_{mt} η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς

e_{jt} τυπικό σφάλμα

Οι παράμετροι a_j και β_j που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια της περιόδου υπολογισμού με την παλινδρόμηση του R_{jt} στο R_{mt} , αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις της περιόδου παρατηρήσεων. Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων δίδεται από τον τύπο:

$$E(R_{jt}) = E(a_{j,estim}) + E(\beta_{j,estim})R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου R_{mt} η πραγματική απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου.

Η προβλεπόμενη απόδοση $E(R_{jt})$ για την περίοδο παρατηρήσεων υπολογίζεται με τα a_j και β_j της περιόδου υπολογισμού και το R_{mt} της περιόδου παρατηρήσεων.

Για να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα, θα πρέπει αφού υπολογιστούν οι μη κανονικές αποδόσεις για κάθε μία επιχείρηση j του δείγματος σε κάθε χρονικό σημείο t της περιόδου παρατηρήσεων, στη συνέχεια να υπολογιστεί ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων.

Γίνεται χρήση του τύπου:

$$\overline{AR}_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N}$$

Όπου

\overline{AR}_t η μέση μη κανονική απόδοση για κάθε ημέρα του event window

AR_{jt} η μη κανονική απόδοση για κάθε εταιρεία j του δείγματος στη χρονική στιγμή t

N το σύνολο των συμφωνιών που περιλαμβάνονται στο δείγμα

Τέλος, για να διαπιστωθεί κατά πόσο τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την προκείμενη μελέτη για το δοθέν δείγμα, μπορούν να γενικευτούν για το σύνολο του πληθυσμού, διενεργούνται έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας, με χρήση του ελέγχου t-test για τη μέση απόδοση κάθε ημέρας του event window του δείγματος. Ο έλεγχος αυτός είναι δίπλευρος και οι υποθέσεις στις οποίες βασίζεται διατυπώνονται με στατιστικούς όρους ως εξής:

Υπόθεση H_0 : Η μέση τιμή των μη κανονικών αποδόσεων του δείγματος για κάθε ημέρα του event window, είναι ίση με το μηδέν.

$$\overline{AR}_t = 0$$

Υπόθεση H_1 : Η μέση τιμή των μη κανονικών αποδόσεων του δείγματος για κάθε ημέρα του event window, είναι διάφορη του μηδενός

$$\overline{AR}_t \neq 0$$

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της *t-stat* λαμβάνει την εξής μορφή:

$$t \text{ stat} = \frac{\overline{AR}_t}{\frac{s}{\sqrt{n}}}$$

Όπου

\overline{AR}_t = η μέση μη κανονική απόδοση για κάθε ημέρα του event window

s = η τυπική απόκλιση

n = το μέγεθος του δείγματος

Πραγματοποιείται έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας για τρεις διαφορετικές περιπτώσεις διαστήματος εμπιστοσύνης, 90%, 95% και 99%, όπου αντίστοιχα εντοπίζονται οι κριτικές τιμές για την κατανομή *student* και συγκρίνονται με τις τιμές της *t-stat* που υπολογίστηκαν νωρίτερα. Στην περίπτωση όπου η τιμή της *t-stat* είναι μεγαλύτερη σε απόλυτη τιμή από την κριτική τιμή της κατανομής *student* για το αντίστοιχο διάστημα εμπιστοσύνης, απορρίπτεται η υπόθεση H_0 και γίνεται αποδεκτή η υπόθεση H_1 . Σε αντίθετη περίπτωση, απορρίπτεται η υπόθεση H_1 και γίνεται αποδεκτή η υπόθεση H_0 .

5.3 Δείγμα

Το δείγμα το οποίο χρησιμοποιήθηκε στην προκείμενη μελέτη, περιλαμβάνει 47 περιπτώσεις επιχειρήσεων διαφόρων κλάδων που ανακοίνωσαν συμφωνίες Ε&Σ κατά την περίοδο 1993-2013 στον ελλαδικό χώρο, εκ των οποίων οι πλειοδότεριες εταιρείες

είναι εισηγμένες απαραίτητως στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα δεδομένα του δείγματος (τιμές μετοχών και γενικού δείκτη χρηματιστηρίου Αθηνών) αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων του *Bloomberg*.

5.3.1 Κριτήρια επιλογής δείγματος

Τα κριτήρια που πρέπει να πληρούν οι επιχειρήσεις ώστε να συμπεριληφθούν στο δείγμα είναι τα εξής:

- ❖ Οι πλειοδότες εταιρείες να είναι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- ❖ Οι πλειοδότες εταιρείες πρέπει να δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα
- ❖ Η ανακοίνωση για Ε&Σ πρέπει να ολοκληρώθηκε την περίοδο 1993 – 2013
- ❖ Να υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα για μια ελάχιστη περίοδο ενός έτους πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συμφωνίας, καθώς και για την περίοδο ανακοίνωσης της συμφωνίας

5.3.2 Χαρακτηριστικά δείγματος

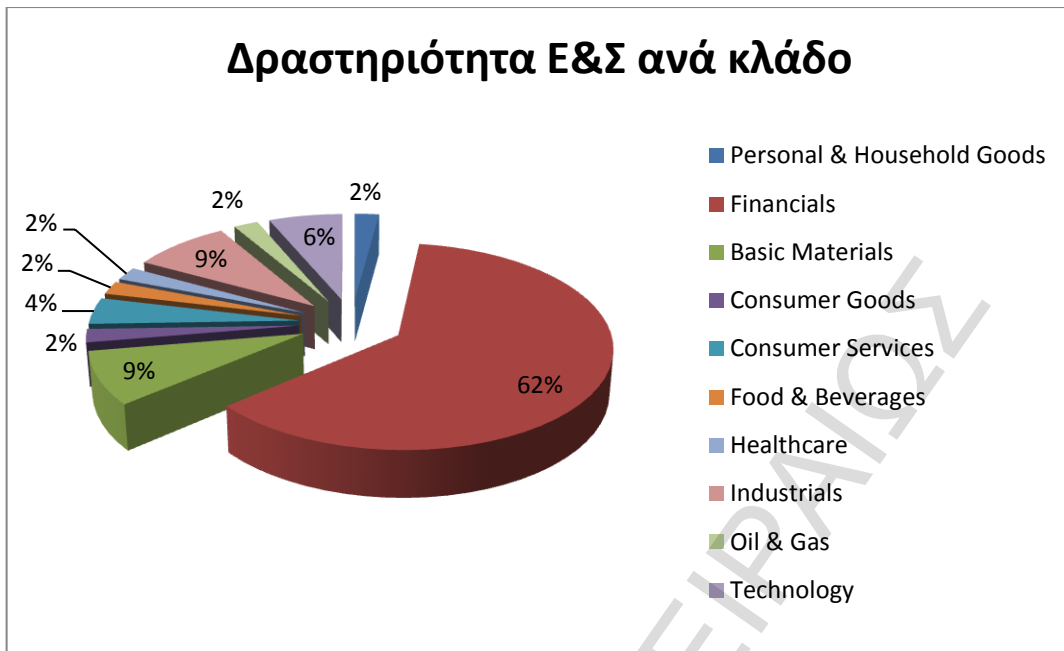
Σε αυτό το σημείο παρουσιάζονται όλες οι περιπτώσεις ανακοινώσεων Ε&Σ του τελικού δείγματος, καθώς και κάποια στατιστικά στοιχεία που αφορούν τη συγκεκριμένη δραστηριότητα ανά κλάδο και ανά έτος για την εξεταζόμενη περίοδο, 1993-2013.

Εξαγοράστρια Εταιρεία	Εταιρεία-Στόχος	Ημερομηνία Ανακοίνωσης Εξαγοράς
Alpha Bank AE	Ιονική Τράπεζα	29/3/1999
Alpha Bank AE	Alpha Investments SA	5/6/2003
Alpha Bank AE	Delta Singular	10/6/2004
Alpha Bank AE	Εμπορική Τράπεζα ΑΕ	1/10/20012
Alpha Trust Andromeda	Alpha Trust Asset Management	15/12/2003
Altec Holdings SA	Unisoft, Sysware	14/3/2001
Aristovoulos G. Petzetakis SA	Macedonian Plastics	13/12/1993
Athens Medical	Κλινική Π. Φάληρο	19/4/2001
Attica Holdings SA	Strintzis Lines Shipping SA	31/8/1999
Cosmote	Γερμανός	9/5/2006
EFG Eurobank Ergasias SA	Επενδύσεις Εργασίας ΑΕ	6/11/2002
EFG Eurobank Ergasias SA	Bank of Athens	19/6/1998
EFG Eurobank Ergasias SA	Πρόοδος	10/6/2005
EFG Eurobank Ergasias SA	Telesis Investment Bank	16/3/2001
EFG Eurobank Ergasias SA	Ergobank SA	9/6/1999
EFG Eurobank Ergasias SA	Νέα Proton Bank	15/7/2013

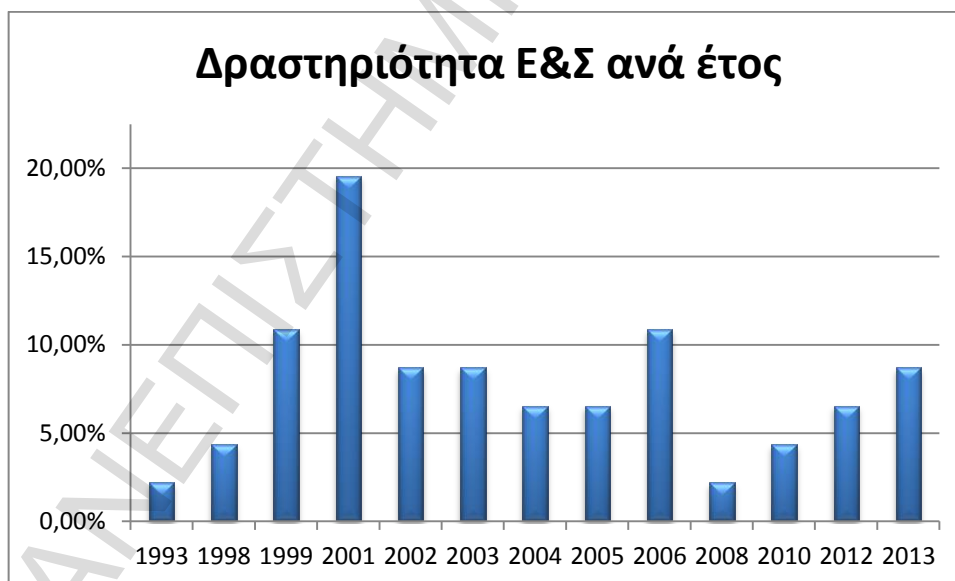
EFG Eurobank Ergasias SA	Νέο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	15/7/2013
Elliniki Technodomiki TEB AE	Aktor SA	14/5/1999
Everest SA	Olympic Catering	4/9/2002
Follie Follie SA	Hellenic Duty Free Shops SA	5/5/2006
Interinvest	Nexus	28/7/2005
Intracom SA	Intrasoft SA	19/4/2001
Intrakat	Intranet AE	24/3/2005
Marfin Group	Marfin Classic AEEX	26/5/2003
Mytilineos Holdings SA	Aluminium De Grece SA	29/12/2004
Mytilineos Holdings SA	Delta Project SA	8/5/2006
Naoussa Spinning Mills	Doudos SA	23/7/2001
National Bank of Greece SA	National Mortgage Bank of Greece	23/9/1998
Peiraeus Leasing	ETBA Leasing	1/4/2003
Phoenix	Metrolife Emporiki	26/6/2001
Sciens	Διωλκός AEEX	1/2/2006
Αγροτική Ασφαλιστική	Αγροτική Ζωής	3/12/2001
Ασπίς Πρόνοια	Ασπίς Επενδυτική	17/12/2001

Ελληνικά Πετρέλαια ΑΕ	Petrola Hellas SA	30/5/2003
Θεμελιοδομή ΑΕ	Nestos ATE	21/5/2002
Νηρέυς ΑΕ	Feedus	30/12/2004
Παντεχνική	Κ. Ι. Σαραντόπουλος ΑΕ	30/1/2002
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Χίου, Μακεδονίας, Θράκης	20/12/1999
Τράπεζα Πειραιώς	Hellenic Indl Development Bank	31/10/2001
Τράπεζα Πειραιώς	Proton Bank	13/10/2008
Τράπεζα Πειραιώς	Geniki Bank	19/10/2012
Τράπεζα Πειραιώς	Millenium Bank	22/4/2013
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Κύπρου	22/3/2013
Τράπεζα Πειραιώς	Αγροτική Τράπεζα	27/7/2012
Τράπεζα Πειραιώς	Αγροτική Τράπεζα	15/7/2010
Τράπεζα Πειραιώς	Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος ΑΤΕ	15/7/2010
Χαλκόρ SA	Fitco ΑΕ	31/1/2006

Πίνακας 6: Συνολικό δείγμα



Γράφημα 13: Η δραστηριότητα των Ε&Σ ανά κλάδο



Γράφημα 14: Η δραστηριότητα των Ε&Σ ανά έτος

5.3.3 Συλλογή δεδομένων

Στη μελέτη απαιτείται η συλλογή των παρακάτω δεδομένων για:

- ❖ Τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη των τιμών των μετοχών για τις πλειοδότες εταιρείες για την περίοδο έξι ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των Ε&Σ (περίοδος παρατηρήσεων)
- ❖ Τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη των τιμών των μετοχών για τις πλειοδότες εταιρείες για την περίοδο έξι ημερών ένα χρόνο πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης των Ε&Σ (περίοδος υπολογισμού)
- ❖ Τις τιμές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο έξι ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των Ε&Σ (περίοδος παρατηρήσεων)
- ❖ Τις τιμές γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο έξι ημερών ένα χρόνο πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης των Ε&Σ (περίοδος υπολογισμού)

Βιβλιογραφία 5^{ου} Κεφαλαίου

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

DePamphilis D., 2010, "Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know", Academic Press

Ελληνική Βιβλιογραφία

Αγιακλόγλου Ν. Χ., Μπένος Ε. Θ., 2007, «Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση», Τόμος Α', Εκδόσεις Γ. Μπένου

Αγιακλόγλου Ν. Χ., Μπένος Ε. Θ., 2007, «Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση», Τόμος Β', Εκδόσεις Γ. Μπένου

Κούτρας Β. Μ., 2004, «Εισαγωγή στις Πιθανότητες – Θεωρία και Εφαρμογές», Μέρος Ι, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Κούτρας Β. Μ., 2004, «Εισαγωγή στις Πιθανότητες – Θεωρία και Εφαρμογές», Μέρος ΙΙ, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Κυριαζής Α. Δ., 2007, «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδόσεις Σμπίλια

Αρθρογραφία

Bruner F. R., 2001, "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", Batten Institute

Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://www.bloomberg.com>

<http://easycalculation.com/statistics>

<http://www.stat.berkeley.edu>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κεφάλαιο 6

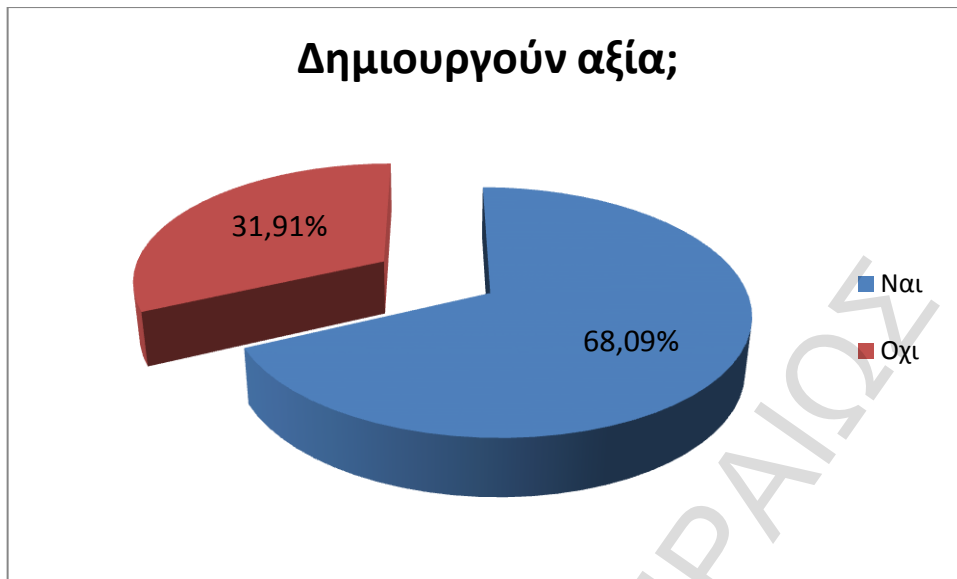
Αποτελέσματα και συμπεράσματα

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής έρευνας, που διεξήχθη στα πλαίσια της εν λόγω διπλωματικής εργασίας και είχε ως απώτερο σκοπό να προσδιοριστεί κατά πόσο οι ανακοινώσεις των Ε&Σ δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία. Για την επίτευξη αυτού του σκοπού ακολουθήθηκε η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων και επιλέχθηκε ένα δείγμα ανακοινώσεων Ε&Σ, για το οποίο υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις των πλειοδοτριών εταιρειών. Προκειμένου να εξαχθούν βάσιμα συμπεράσματα, κρίθηκε απαραίτητο να διενεργηθούν έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας των μη κανονικών αποδόσεων.

6.1 Αποτελέσματα εμπειρικής μελέτης

Σύμφωνα με τη μέθοδο μη κανονικών αποδόσεων, μία ανακοίνωση Ε&Σ δημιουργεί αξία όταν η διαφορά ανάμεσα στην πραγματική απόδοση και την «καθαρή» από το γεγονός απόδοση είναι θετική, καταστρέφει αξία στην αντίθετη περίπτωση, ενώ όταν η διαφορά είναι μηδενική, η ανακοίνωση δεν επιδρά στην αξία της επιχείρησης.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης που διεξήχθη για το επιλεγμένο δείγμα των 47 ανακοινώσεων, καταδεικνύουν ότι στο 68,09% των περιπτώσεων δημιουργείται αξία στο άκουσμα μίας ενδεχόμενης Ε&Σ ενώ, στο 31,91% καταστρέφεται.



Γράφημα 15: Επίδραση Ε&Σ

Γενικά, παρατηρείται ότι οι πλειοδότες επιχειρήσεις οι οποίες ανακοινώνουν Ε&Σ απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, της τάξης του 1,14%, για το διάστημα των πέντε ημερών που μελετάται.

Σύμφωνα με τη μελέτη, σε κάθε ημέρα της εξεταζόμενης περιόδου γύρω από την ανακοίνωση μίας συμφωνίας Ε&Σ, οι πλειοδότες εταιρείες εμφανίζουν θετικές, μη κανονικές αποδόσεις, εξαιρουμένης της δεύτερης μέρας μετά την ανακοίνωση ($t=2$). Πιο συγκεκριμένα, οι πλειοδότες εταιρείες του δείγματος εμφανίζουν μέση μη κανονική απόδοση ίση με 1,51% δύο μέρες πριν την ανακοίνωση ($t=-2$), 1,59% την ημέρα πριν την ανακοίνωση ($t=-1$), 3,32% την ημέρα της ανακοίνωσης ($t=0$), 0,77% την ημέρα μετά την ανακοίνωση ($t=1$) και -1,50% δύο ημέρες μετά την ανακοίνωση ($t=2$). Συνοψίζοντας τα παραπάνω, οι ανακοινώσεις των Ε&Σ δημιουργούν αξία τις τέσσερις πρώτες ημέρες της εξεταζόμενης περιόδου και καταστρέφουν την πέμπτη.

\overline{AR}_t				
-2	-1	0	1	2
1,51%	1,59%	3,32%	0,77%	-1,50%

Πίνακας 7: Μέσες μη κανονικές αποδόσεις

Σε μία προσπάθεια να γενικευτούν τα ανωτέρα αποτελέσματα για το συνολικό πληθυσμό, διενεργήθηκαν έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας για τρεις περιπτώσεις διαστήματος εμπιστοσύνης, 90%, 95%, 99%.

Για διάστημα εμπιστοσύνης 90% και 95%, τα αποτελέσματα του δείγματος εμφανίζονται στατιστικά σημαντικά για κάθε ημέρα της εξεταζόμενης περιόδου εκτός από την ημέρα μετά την ανακοίνωση ($t=1$). Για διάστημα εμπιστοσύνης 99%, τα αποτελέσματα εμφανίζονται στατιστικά σημαντικά μόνο για την ημέρα του συμβάντος.

STATISTIC TESTS				
T Values				
-2	-1	0	1	2
2,472291	2,154337	3,161344	0,546758	-2,36945
Critical Values				
90% C. I.		95% C. I.		90% C. I.
1,6787		2,0129		2,6870

Πίνακας 8: Στατιστικοί έλεγχοι

6.2 Συμπεράσματα

Οι Ε&Σ αποτελούν ένα αποτελεσματικό μέσο εξωτερικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων απέναντι στον αυξανόμενο ανταγωνισμό, που κερδίζει όλο και περισσότερο έδαφος στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον. Έχουν αποτελέσει κεντρικό αντικείμενο πληθώρας ερευνητικών μελετών τα τελευταία χρόνια, με στόχο τον προσδιορισμό των επιπτώσεών τους στα εμπλεκόμενα μέρη. Η παρούσα μελέτη είχε ως στόχο να αναδείξει κάποιες σημαντικές πτυχές της επίδρασης των ανακοινώσεων των Ε&Σ, στις εισηγμένες πλειοδότες εταιρείες που προβαίνουν σε αυτές. Τα αποτελέσματα που απορρέουν από αυτή τη μελέτη είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε ιδιαίτερα ενδιαφέροντα συμπεράσματα, τα οποία μπορούν να φανούν εξαιρετικά χρήσιμα σε άτομα του ακαδημαϊκού - και όχι μόνο - χώρου.

Γενικά, η ανακοίνωση των Ε&Σ για το μεγαλύτερο μέρος του δείγματος, αυξάνει τον συνολικό πλούτο των μετόχων και οι πλειοδότες εταιρείες επωφελοούνται στις περισσότερες περιπτώσεις. Η έρευνα έδειξε θετική και στατιστικά σημαντική αύξηση της απόδοσης της μετοχής την ημέρα της ανακοίνωσης της συμφωνίας Ε&Σ, η οποία όμως φαίνεται να εξομαλύνεται την επόμενη ημέρα, ενώ δύο ημέρες μετά το γεγονός της ανακοίνωσης, η εικόνα αντιστρέφεται πλήρως, καθώς οι πλειοδότες εταιρείες εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές απώλειες της αξίας της μετοχής τους.

Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας ευθυγραμμίζονται με τα αντίστοιχα των ερευνών των Goddard et al., Cybo-Ottone et al., Netter et al., ενώ αντίθετα, η προκείμενη έρευνα έρχεται σε μερική αντίφαση με την έρευνα που διεξήγαν οι Van Schaik et al., καθώς οι τελευταίοι υποστηρίζουν ότι οι πλειοδότες εταιρείες παρουσιάζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση, με το μεγαλύτερο επίπεδο των αποδόσεων να πραγματοποιείται, συνήθως, δύο ημέρες πριν από την ανακοίνωση ενώ, η παρούσα εργασία υποστηρίζει την άποψη ότι οι πλειοδότες εταιρείες απολαμβάνουν τις υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις κατά την ημέρα του γεγονότος.

Συνοψίζοντας, το κύριο συμπέρασμα που εξάγεται από την παρούσα εμπειρική μελέτη είναι ότι, κατά μέσο όρο, η αξία των μετόχων για τις πλειοδότερες εταιρείες που ανακοινώνουν Ε&Σ αυξάνεται.

6.3 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Ολοκληρώνοντας την παρούσα διπλωματική εργασία, κρίνεται σκόπιμο να γίνουν κάποιες προτάσεις για περαιτέρω έρευνα, που πιθανόν να φανούν χρήσιμες σε φοιτητές και ερευνητές που επιθυμούν να ασχοληθούν μελλοντικά με το θέμα της αποδοτικότητας των Ε&Σ.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εν λόγω έρευνα έχουν περιορισμένη ισχύ, καθώς το δείγμα είναι σχετικά μικρό ώστε να εξαχθούν εκ του ασφαλούς γενικευμένα συμπεράσματα. Επιπλέον, είναι πιθανό να έχουν επηρεαστεί σε μεγάλο βαθμό από το γεγονός ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, για περίπου μια δεκαετία (1990-2000), ήταν στο καθεστώς των αναδυόμενων αγορών, που ως γνωστόν χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αναποτελεσματικότητας.

Μελλοντική μελέτη που θα επιχειρήσει να εξετάσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των εταιρειών που ανακοινώνουν Ε&Σ, όπως λόγου χάρη ο τρόπος πληρωμής, τα δημοσιονομικά χαρακτηριστικά της χώρας, το γενικότερο πλαίσιο της οικονομίας, κ.ά., και παράλληλα θα περιλαμβάνει μεγαλύτερο δείγμα επιχειρήσεων, αναμένεται να ρίξει περισσότερο φως στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας των Ε&Σ στην Ελλάδα. Ενδιαφέρον επίσης θα παρουσίαζε μία ενδεχόμενη σύγκριση αποτελεσματικότητας Ε&Σ ανάμεσα σε επιχειρήσεις, εισηγμένες και μη.

Παράρτημα

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,7360
R Square	0,5417
Adjusted R Square	0,3890
Standard Error	0,0229
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0019	0,0019	3,5466	0,1562
Residual	3	0,0016	0,0005		
Total	4	0,0034			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
α estim	-0,0035	0,0106	-0,3283	0,7643	-0,0372	0,0302
β estim	0,6919	0,3674	1,8832	0,1562	-0,4774	1,8613

Πίνακας 9: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Ioniki

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9043
R Square	0,8178
Adjusted R Square	0,7571
Standard Error	0,0071
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0007	0,0007	13,4656	0,0350
Residual	3	0,0002	0,0001		
Total	4	0,0008			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0018	0,0032	0,5534	0,6186	-0,0083	0,0118
ΓΔ	1,0454	0,2849	3,6696	0,0350	0,1388	1,9520

Πίνακας 10: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Alpha Investments

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9147
R Square	0,8368
Adjusted R Square	0,7824
Standard Error	0,0143
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0032	0,0032	15,3782	0,0295
Residual	3	0,0006	0,0002		
Total	4	0,0038			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0137	0,0086	-1,5920	0,2096	-0,0410	0,0136
ΓΔ	2,1624	0,5514	3,9215	0,0295	0,4075	3,9172

Πίνακας 11: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Delta Singular

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9749
R Square	0,9503
Adjusted R Square	0,9338
Standard Error	0,0182
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0191	0,0191	57,4079	0,0048
Residual	3	0,0010	0,0003		
Total	4	0,0201			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0059	0,0082	0,7216	0,5227	-0,0202	0,0320
ΓΔ	1,7363	0,2292	7,5768	0,0048	1,0070	2,4655

Πίνακας 12: Ανακοίνωση συμφωνίας Altec Holdings-Unisoft Sysware

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9835
R Square	0,9673
Adjusted R Square	0,9564
Standard Error	0,0099
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0087	0,0087	88,6676	0,0025
Residual	3	0,0003	0,0001		
Total	4	0,0090			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0012	0,0049	-0,2433	0,8235	-0,0169	0,0145
ΓΔ	0,9300	0,0988	9,4163	0,0025	0,6157	1,2443

Πίνακας 13: Ανακοίνωση συμφωνίας Attica Holdings-Strintzis Lines

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6978
R Square	0,4869
Adjusted R Square	0,3159
Standard Error	0,0071
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	2,8471	0,1901
Residual	3	0,0002	0,0001		
Total	4	0,0003			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0048	0,0036	1,3332	0,2747	-0,0067	0,0164
ΓΔ	0,4651	0,2757	1,6873	0,1901	-0,4121	1,3424

Πίνακας 14: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Επενδύσεις Εργασίας

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,1570
R Square	0,0246
Adjusted R Square	-0,3005
Standard Error	0,0464
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0002	0,0002	0,0758	0,8010
Residual	3	0,0064	0,0021		
Total	4	0,0066			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0180	0,0433	0,4157	0,7056	-0,1197	0,1557
ΓΔ	0,5188	1,8846	0,2753	0,8010	-5,4787	6,5163

Πίνακας 15: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Bank of Athens

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,4838
R Square	0,2340
Adjusted R Square	-0,0213
Standard Error	0,0081
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	0,9166	0,4090
Residual	3	0,0002	0,0001		
Total	4	0,0003			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0038	0,0055	-0,6994	0,5347	-0,0212	0,0136
ΓΔ	1,2336	1,2885	0,9574	0,4090	-2,8670	5,3342

Πίνακας 16: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Πρόδος

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9094
R Square	0,8271
Adjusted R Square	0,7694
Standard Error	0,0117
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0020	0,0020	14,3491	0,0323
Residual	3	0,0004	0,0001		
Total	4	0,0024			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0048	0,0052	-0,9259	0,4228	-0,0214	0,0118
ΓΔ	0,5383	0,1421	3,7880	0,0323	0,0861	0,9906

Πίνακας 17: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Telesis Investment

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,7725
R Square	0,5967
Adjusted R Square	0,4623
Standard Error	0,0401
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0071	0,0071	4,4388	0,1257
Residual	3	0,0048	0,0016		
Total	4	0,0120			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0578	0,0223	2,5935	0,0808	-0,0131	0,1288
ΓΔ	3,7355	1,7730	2,1068	0,1257	-1,9071	9,3780

Πίνακας 18: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Ergobank

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,0930
R Square	0,0086
Adjusted R Square	-0,3218
Standard Error	0,0095
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0000	0,0000	0,0262	0,8818
Residual	3	0,0003	0,0001		
Total	4	0,0003			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0010	0,0044	-0,2214	0,8390	-0,0151	0,0132
ΓΔ	0,0933	0,5768	0,1618	0,8818	-1,7423	1,9290

Πίνακας 19: Ανακοίνωση συμφωνίας FollieFollie-Duty FreeShops

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,2607
R Square	0,0680
Adjusted R Square	-0,2427
Standard Error	0,0300
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0002	0,0002	0,2188	0,6718
Residual	3	0,0027	0,0009		
Total	4	0,0029			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0133	0,0134	0,9912	0,3947	-0,0294	0,0560
ΓΔ	0,6015	1,2859	0,4677	0,6718	-3,4908	4,6937

Πίνακας 20: Ανακοίνωση συμφωνίας Interinvest-Nexus

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9867
R Square	0,9736
Adjusted R Square	0,9648
Standard Error	0,0142
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0224	0,0224	110,5762	0,0018
Residual	3	0,0006	0,0002		
Total	4	0,0230			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0046	0,0064	0,7232	0,5219	-0,0157	0,0249
ΓΔ	1,1955	0,1137	10,5155	0,0018	0,8337	1,5573

Πίνακας 21: Ανακοίνωση συμφωνίας Intracom-Intrasoft

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6621
R Square	0,4383
Adjusted R Square	0,2511
Standard Error	0,0173
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0007	0,0007	2,3413	0,2235
Residual	3	0,0009	0,0003		
Total	4	0,0016			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0014	0,0114	-0,1188	0,9129	-0,0377	0,0350
ΓΔ	2,2081	1,4431	1,5301	0,2235	-2,3844	6,8006

Πίνακας 22: Ανακοίνωση συμφωνίας MarfinGroup-MarfinClassic

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9339
R Square	0,8721
Adjusted R Square	0,8295
Standard Error	0,0027
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	20,4565	0,0202
Residual	3	0,0000	0,0000		
Total	4	0,0002			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0045	0,0018	-2,5584	0,0833	-0,0102	0,0011
ΓΔ	0,8887	0,1965	4,5229	0,0202	0,2634	1,5140

Πίνακας 23: Ανακοίνωση συμφωνίας National Bank-National Mortgage

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5212
R Square	0,2716
Adjusted R Square	0,0288
Standard Error	0,8484
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,8052	0,8052	1,1186	0,3678
Residual	3	2,1595	0,7198		
Total	4	2,9648			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0501	0,4059	0,1235	0,9095	-1,2417	1,3419
ΓΔ	-52,7565	49,8812	-1,0576	0,3678	-211,5007	105,9877

Πίνακας 24: Ανακοίνωση συμφωνίας Sciens-Διωλκός

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,7772
R Square	0,6040
Adjusted R Square	0,4720
Standard Error	0,0152
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0011	0,0011	4,5752	0,1220
Residual	3	0,0007	0,0002		
Total	4	0,0018			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0096	0,0069	-1,3870	0,2595	-0,0315	0,0124
ΓΔ	0,9272	0,4335	2,1390	0,1220	-0,4523	2,3068

Πίνακας 25: Ανακοίνωση συμφωνίας Ασπίς Πρόνοια-Ασπίς Επενδυτική

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9472
R Square	0,8971
Adjusted R Square	0,8628
Standard Error	0,0104
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0028	0,0028	26,1561	0,0145
Residual	3	0,0003	0,0001		
Total	4	0,0032			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0012	0,0070	-0,1708	0,8752	-0,0235	0,0211
ΓΔ	2,7305	0,5339	5,1143	0,0145	1,0314	4,4296

Πίνακας 26: Ανακοίνωση συμφωνίας Νηρέυς-Feedus

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5148
R Square	0,2650
Adjusted R Square	0,0200
Standard Error	0,0118
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	1,0817	0,3748
Residual	3	0,0004	0,0001		
Total	4	0,0006			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0010	0,0075	0,1277	0,9064	-0,0229	0,0249
ΓΔ	0,6013	0,5781	1,0401	0,3748	-1,2386	2,4411

Πίνακας 27: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Χίου, Μακεδονίας, Θράκης

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,8979
R Square	0,8061
Adjusted R Square	0,7415
Standard Error	0,0046
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0003	0,0003	12,4749	0,0386
Residual	3	0,0001	0,0000		
Total	4	0,0003			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0001	0,0021	-0,0458	0,9664	-0,0068	0,0066
ΓΔ	0,5370	0,1520	3,5320	0,0386	0,0531	1,0208

Πίνακας 28: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Indl

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,3601
R Square	0,1296
Adjusted R Square	-0,1605
Standard Error	0,0290
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0004	0,0004	0,4469	0,5517
Residual	3	0,0025	0,0008		
Total	4	0,0029			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0015	0,0180	0,0817	0,9400	-0,0557	0,0587
ΓΔ	1,4392	2,1529	0,6685	0,5517	-5,4123	8,2906

Πίνακας 29: Ανακοίνωση συμφωνίας Χαλκόρ-Fitco

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9546
R Square	0,9114
Adjusted R Square	0,8818
Standard Error	0,0093
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0027	0,0027	30,8434	0,0115
Residual	3	0,0003	0,0001		
Total	4	0,0029			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0064	0,0066	0,9790	0,3998	-0,0145	0,0274
ΓΔ	0,9559	0,1721	5,5537	0,0115	0,4081	1,5036

Πίνακας 30: Ανακοίνωση συμφωνίας Αγροτική Ασφαλιστ-Αγροτική Ζωής

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,1767
R Square	0,0312
Adjusted R Square	-0,2917
Standard Error	0,0202
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0000	0,0000	0,0967	0,7762
Residual	3	0,0012	0,0004		
Total	4	0,0013			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0086	0,0196	0,4402	0,6896	-0,0537	0,0709
ΓΔ	0,2553	0,8209	0,3110	0,7762	-2,3572	2,8677

Πίνακας 31: Ανακοίνωση συμφωνίας AS Petzetakis-Macedonian Plast

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9143
R Square	0,8360
Adjusted R Square	0,7813
Standard Error	0,0190
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0055	0,0055	15,2877	0,0297
Residual	3	0,0011	0,0004		
Total	4	0,0066			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0232	0,0108	-2,1562	0,1200	-0,0575	0,0111
ΓΔ	1,3760	0,3519	3,9099	0,0297	0,2560	2,4960

Πίνακας 32: Ανακοίνωση συμφωνίας AlphaBank-Εμπορική

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9870
R Square	0,9741
Adjusted R Square	0,9654
Standard Error	0,0134
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0203	0,0203	112,7459	0,0018
Residual	3	0,0005	0,0002		
Total	4	0,0208			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0000	0,0060	-0,0074	0,9945	-0,0191	0,0191
ΓΔ	1,1375	0,1071	10,6182	0,0018	0,7966	1,4785

Πίνακας 33: Ανακοίνωση συμφωνίας Athens Medical-Κλινική Π.Φάληρο

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6431
R Square	0,4136
Adjusted R Square	0,2181
Standard Error	0,0072
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	2,1156	0,2418
Residual	3	0,0002	0,0001		
Total	4	0,0003			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0010	0,0032	0,2989	0,7846	-0,0093	0,0112
ΓΔ	0,5733	0,3942	1,4545	0,2418	-0,6811	1,8277

Πίνακας 34: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-ProtonBank

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9209
R Square	0,8480
Adjusted R Square	0,7973
Standard Error	0,0333
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0185	0,0185	16,7341	0,0264
Residual	3	0,0033	0,0011		
Total	4	0,0219			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0116	0,0149	0,7746	0,4950	-0,0359	0,0591
ΓΔ	2,1289	0,5204	4,0907	0,0264	0,4727	3,7852

Πίνακας 35: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Γενική Τράπεζα

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5714
R Square	0,3265
Adjusted R Square	0,1021
Standard Error	0,0395
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0023	0,0023	1,4546	0,3142
Residual	3	0,0047	0,0016		
Total	4	0,0070			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0097	0,0248	-0,3905	0,7223	-0,0887	0,0693
ΓΔ	2,6379	2,1872	1,2061	0,3142	-4,3227	9,5985

Πίνακας 36: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Millenium

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,2981
R Square	0,0888
Adjusted R Square	-0,2149
Standard Error	0,0341
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0003	0,0003	0,2925	0,6262
Residual	3	0,0035	0,0012		
Total	4	0,0038			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0335	0,0157	-2,1422	0,1216	-0,0834	0,0163
ΓΔ	0,8199	1,5159	0,5408	0,6262	-4,0046	5,6443

Πίνακας 37: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Κύπρου

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9758
R Square	0,9522
Adjusted R Square	0,9362
Standard Error	0,0059
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0021	0,0021	59,7371	0,0045
Residual	3	0,0001	0,0000		
Total	4	0,0022			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0068	0,0048	1,4011	0,2557	-0,0086	0,0222
ΓΔ	2,3922	0,3095	7,7290	0,0045	1,4072	3,3773

Πίνακας 38: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Αγροτική

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,3822
R Square	0,1461
Adjusted R Square	-0,1385
Standard Error	0,0141
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	0,5133	0,5254
Residual	3	0,0006	0,0002		
Total	4	0,0007			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0008	0,0079	0,1003	0,9264	-0,0244	0,0260
ΓΔ	-0,2873	0,4010	-0,7165	0,5254	-1,5636	0,9890

Πίνακας 39: Ανακοίνωση συμφωνίας Elliniki Technodomiki-Aktor

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,3892
R Square	0,1515
Adjusted R Square	-0,1314
Standard Error	0,0161
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	0,5355	0,5173
Residual	3	0,0008	0,0003		
Total	4	0,0009			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0132	0,0146	-0,9003	0,4343	-0,0598	0,0334
ΓΔ	1,2824	1,7525	0,7318	0,5173	-4,2947	6,8596

Πίνακας 40: Ανακοίνωση συμφωνίας Everest-Olympic Catering

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,7244
R Square	0,5247
Adjusted R Square	0,3663
Standard Error	0,0094
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0003	0,0003	3,3122	0,1663
Residual	3	0,0003	0,0001		
Total	4	0,0006			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0002	0,0045	0,0513	0,9623	-0,0142	0,0147
ΓΔ	1,2280	0,6747	1,8199	0,1663	-0,9193	3,3753

Πίνακας 41: Ανακοίνωση συμφωνίας Cosmote-Γερμανός

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9537
R Square	0,9095
Adjusted R Square	0,8793
Standard Error	0,0177
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0094	0,0094	30,1485	0,0119
Residual	3	0,0009	0,0003		
Total	4	0,0104			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0074	0,0079	0,9328	0,4197	-0,0178	0,0326
ΓΔ	2,0891	0,3805	5,4908	0,0119	0,8783	3,3000

Πίνακας 42: Ανακοίνωση συμφωνίας Intrakat-Intranet

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9794
R Square	0,9592
Adjusted R Square	0,9456
Standard Error	0,0044
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0014	0,0014	70,4983	0,0035
Residual	3	0,0001	0,0000		
Total	4	0,0014			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0106	0,0025	-4,2524	0,0238	-0,0185	-0,0027
ΓΔ	2,4071	0,2867	8,3963	0,0035	1,4948	3,3195

Πίνακας 43: Ανακοίνωση συμφωνίας Mytilinaios-Aluminium

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,1493
R Square	0,0223
Adjusted R Square	-0,3036
Standard Error	0,0287
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0001	0,0001	0,0684	0,8107
Residual	3	0,0025	0,0008		
Total	4	0,0025			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0241	0,0139	1,7332	0,1815	-0,0202	0,0684
ΓΔ	-0,5399	2,0651	-0,2614	0,8107	-7,1119	6,0321

Πίνακας 44: Ανακοίνωση συμφωνίας Mytilineos-Delta Project

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,4434
R Square	0,1966
Adjusted R Square	-0,0712
Standard Error	0,0284
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0006	0,0006	0,7342	0,4545
Residual	3	0,0024	0,0008		
Total	4	0,0030			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0042	0,0187	0,2259	0,8358	-0,0552	0,0636
ΓΔ	1,0101	1,1788	0,8569	0,4545	-2,7415	4,7617

Πίνακας 45: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Αγροτική (2)

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,4434
R Square	0,1966
Adjusted R Square	-0,0712
Standard Error	0,0284
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0006	0,0006	0,7342	0,4545
Residual	3	0,0024	0,0008		
Total	4	0,0030			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0042	0,0187	0,2259	0,8358	-0,0552	0,0636
ΓΔ	1,0101	1,1788	0,8569	0,4545	-2,7415	4,7617

Πίνακας 46: Ανακοίνωση συμφωνίας Τράπεζα Πειραιώς-Ταχ. Ταμιευτήριο

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6269
R Square	0,3930
Adjusted R Square	0,1906
Standard Error	0,0253
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0012	0,0012	1,9421	0,2577
Residual	3	0,0019	0,0006		
Total	4	0,0032			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0128	0,0141	0,9054	0,4320	-0,0322	0,0578
ΓΔ	2,5375	1,8208	1,3936	0,2577	-3,2572	8,3322

Πίνακας 47: Ανακοίνωση συμφωνίας NaoussaSpin-Doudos

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5478
R Square	0,3000
Adjusted R Square	0,0667
Standard Error	0,0160
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0003	0,0003	1,2860	0,3392
Residual	3	0,0008	0,0003		
Total	4	0,0011			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0079	0,0072	1,0969	0,3528	-0,0151	0,0309
ΓΔ	0,4662	0,4111	1,1340	0,3392	-0,8422	1,7747

Πίνακας 48: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-ΝέαProton

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5478
R Square	0,3000
Adjusted R Square	0,0667
Standard Error	0,0160
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0003	0,0003	1,2860	0,3392
Residual	3	0,0008	0,0003		
Total	4	0,0011			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0079	0,0072	1,0969	0,3528	-0,0151	0,0309
ΓΔ	0,4662	0,4111	1,1340	0,3392	-0,8422	1,7747

Πίνακας 49: Ανακοίνωση συμφωνίας EFG-Νέο Ταχ. Ταμιευτήριο

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6885
R Square	0,4741
Adjusted R Square	0,2988
Standard Error	0,0413
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0046	0,0046	2,7045	0,1986
Residual	3	0,0051	0,0017		
Total	4	0,0097			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0076	0,0196	0,3864	0,7250	-0,0547	0,0699
ΓΔ	1,4810	0,9006	1,6445	0,1986	-1,3850	4,3470

Πίνακας 50: Ανακοίνωση συμφωνίας Phoenix-Metrolife

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9942
R Square	0,9885
Adjusted R Square	0,9846
Standard Error	0,0030
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0023	0,0023	257,5067	0,0005
Residual	3	0,0000	0,0000		
Total	4	0,0024			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0120	0,0017	7,1172	0,0057	0,0067	0,0174
ΓΔ	1,9837	0,1236	16,0470	0,0005	1,5903	2,3772

Πίνακας 51: Ανακοίνωση συμφωνίας Piraeus Leasing-ETBA Leasing

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,7439
R Square	0,5533
Adjusted R Square	0,4045
Standard Error	0,0130
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0006	0,0006	3,7166	0,1495
Residual	3	0,0005	0,0002		
Total	4	0,0011			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0019	0,0059	0,3168	0,7722	-0,0169	0,0206
ΓΔ	1,0937	0,5673	1,9279	0,1495	-0,7117	2,8991

Πίνακας 52: Ανακοίνωση συμφωνίας Ελληνικά Πετρέλαια-Petrolia

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5788
R Square	0,3350
Adjusted R Square	0,1133
Standard Error	0,0284
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0012	0,0012	1,5111	0,3066
Residual	3	0,0024	0,0008		
Total	4	0,0036			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0087	0,0147	-0,5951	0,5937	-0,0555	0,0380
ΓΔ	0,7815	0,6357	1,2293	0,3066	-1,2417	2,8047

Πίνακας 53: Ανακοίνωση συμφωνίας Παντεχνική-Σαραντόπουλος

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,3884
R Square	0,1509
Adjusted R Square	-0,1322
Standard Error	0,0093
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0000	0,0000	0,5330	0,5182
Residual	3	0,0003	0,0001		
Total	4	0,0003			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,0008	0,0048	-0,1595	0,8834	-0,0160	0,0145
ΓΔ	0,2079	0,2847	0,7300	0,5182	-0,6983	1,1140

Πίνακας 54: Ανακοίνωση συμφωνίας Θεμελιοδομή-Nestos

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,6624
R Square	0,4387
Adjusted R Square	0,2516
Standard Error	0,0155
Observations	5

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,0006	0,0006	2,3449	0,2232
Residual	3	0,0007	0,0002		
Total	4	0,0013			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,0034	0,0072	0,4686	0,6713	-0,0197	0,0265
ΓΔ	3,5659	2,3287	1,5313	0,2232	-3,8450	10,9767

Πίνακας 55: Ανακοίνωση συμφωνίας Alpha Trust Andromeda-Alpha Asset Management

		ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR)				
Εξαγοράστρια Εταιρεία	Εταιρεία-Στόχος	-2	-1	0	1	2
Alpha Bank AE	Ιονική Τράπεζα	-1,38%	2,48%	6,32%	0,90%	0,66%
Alpha Bank AE	Alpha Investments SA	0,06%	1,21%	0,26%	1,94%	-1,74%
Alpha Bank AE	Delta Singular	0,92%	2,07%	0,99%	3,57%	1,52%
Altec Holdings SA	Unisoft, Sysware	-0,03%	0,65%	-3,24%	1,75%	-0,85%
Attica Holdings SA	Strintzis Lines Shipping SA	0,83%	6,60%	8,38%	-3,97%	-3,36%
EFG Eurobank Ergasias SA	Επενδύσεις Εργασίας ΑΕ	0,47%	-0,21%	0,76%	-2,91%	-1,74%
EFG Eurobank Ergasias SA	Bank of Athens	4,14%	4,17%	5,87%	6,12%	5,44%
EFG Eurobank Ergasias SA	Πρόδος	-0,31%	-0,37%	1,22%	2,28%	1,64%
EFG Eurobank Ergasias SA	Telesis Investment Bank	0,68%	0,93%	-0,49%	-1,95%	-1,43%
EFG Eurobank Ergasias SA	Ergobank SA	-9,07%	-0,35%	1,63%	-8,61%	-7,87%
Follie Follie SA	Hellenic Duty Free Shops SA	-1,17%	1,93%	0,73%	0,17%	0,53%
Interinvest	Nexus	0,61%	-1,82%	-3,47%	-0,69%	-2,07%
Intracom SA	Intrasoft SA	-2,03%	-0,63%	-0,86%	-0,31%	-0,68%
Marfin Group	Marfin Classic AEEEX	1,79%	4,30%	-0,81%	9,03%	-4,77%
National Bank of Greece SA	National Mortgage Bank of Greece	1,22%	1,04%	0,90%	-0,01%	0,01%
Sciens	Διωλκός AEEEX	-1,68%	29,23%	36,73%	60,44%	-22,51%
Ασπίς Πρόνοια	Ασπίς Επενδυτική	0,91%	1,22%	2,27%	-0,09%	1,24%
Νηρέυς ΑΕ	Feedus	0,49%	1,14%	0,54%	-0,05%	-3,65%
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Χίου, Μακεδονίας, Θράκης	-1,87%	0,37%	1,96%	0,84%	1,72%
Τράπεζα Πειραιώς	Hellenic Indl Development Bank	2,01%	-1,04%	0,16%	2,85%	3,02%
Χαλκός SA	Fitco ΑΕ	1,11%	6,35%	10,90%	2,51%	-6,06%
Αγροτική Ασφαλιστική	Αγροτική Ζωής	-0,84%	-0,48%	-0,14%	0,02%	-0,91%
Aristonoulos G. Petzetakis SA	Macedonian Plastics	2,05%	1,40%	1,17%	-0,92%	-5,98%

Alpha Bank AE	Εμπορική Τράπεζα ΑΕ	2,75%	6,07%	7,92%	-0,94%	-1,97%
Athens Medical	Κλινική Π. Φάληρο	-1,92%	-0,67%	3,92%	2,37%	-1,84%
Τράπεζα Πειραιώς	Proton Bank	-0,21%	-5,97%	-0,39%	3,03%	-2,04%
Τράπεζα Πειραιώς	Geniki Bank	8,01%	2,02%	-3,61%	-6,87%	4,27%
Τράπεζα Πειραιώς	Millenium Bank	4,19%	3,49%	11,67%	-0,69%	1,07%
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Κύπρου	8,51%	6,92%	22,97%	-1,00%	6,09%
Τράπεζα Πειραιώς	Αγροτική Τράπεζα	6,73%	-1,86%	4,08%	2,69%	-7,94%
Elliniki Technodomiki TEB AE	Aktor SA	2,40%	7,21%	8,26%	-1,09%	-0,51%
Everest SA	Olympic Catering	4,80%	0,01%	1,05%	2,73%	-2,29%
Cosmote	Γερμανός	-0,43%	-0,91%	-2,18%	0,06%	1,97%
Intrakat	Intranet AE	7,10%	0,67%	-1,06%	-4,51%	-5,51%
Mytilineos Holdings SA	Aluminium De Grece SA	-0,80%	0,96%	-0,43%	0,69%	0,16%
Mytilineos Holdings SA	Delta Project SA	1,52%	-0,33%	1,58%	-0,63%	-0,21%
Τράπεζα Πειραιώς	Αγροτική Τράπεζα	-0,65%	-0,35%	9,91%	-0,68%	-1,28%
Τράπεζα Πειραιώς	Ταχυδρομικό Ταμειστήριο Ελλάδος ΑΤΕ	-0,65%	-0,35%	9,91%	-0,68%	-1,28%
Naoussa Spinning Mills	Doudos SA	-6,69%	-0,02%	-7,50%	-0,97%	-2,51%
EFG Eurobank Ergasias SA	Νέα Proton Bank	14,38%	-5,34%	7,40%	-9,54%	-3,24%
EFG Eurobank Ergasias SA	Νέο Ταχυδρομικό Ταμειστήριο	14,38%	-5,34%	7,40%	-9,54%	-3,24%
Phoenix	Metrolife Emporiki	-0,77%	3,44%	1,75%	-1,53%	1,02%
Peiraeus Leasing	ETBA Leasing	3,10%	3,73%	-2,20%	-6,29%	-3,47%
Ελληνικά Πετρέλαια ΑΕ	Petrola Hellas SA	1,65%	0,59%	4,27%	-5,77%	0,81%
Παντεχνική	Κ. Ι. Σαραντόπουλος ΑΕ	2,70%	-1,13%	-0,26%	1,76%	0,91%
Θεμελιοδομή ΑΕ	Nestos ΑΤΕ	2,80%	2,51%	-1,19%	-0,85%	-0,59%
Alpha Trust Andromeda	Alpha Trust Asset Management	-0,89%	-1,01%	0,79%	1,44%	-0,93%

Πίνακας 56: Μη κανονικές αποδόσεις (AR)

STATISTIC TESTS					AVERAGE ABNORMAL RETURNS (AAR) FULL SAMPLE				
-2	-1	0	1	2	-2	-1	0	1	2
2,472291	2,154337	3,161344	0,546758	-2,36945	1,51%	1,59%	3,32%	0,77%	-1,50%
90% CONFIDENCE INTERVAL					VARIANCE				
1,6787					0,001752	0,002546	0,00517	0,009251	0,001877
95% CONFIDENCE INTERVAL					SQUARE ROOT OF VARIANCE (s)				
2,0129					0,041854	0,050454	0,071901	0,096181	0,043326
99% CONFIDENCE INTERVAL					SAMPLE SIZE (n)				
2,6870					47				
					SQUARE ROOT OF SAMPLE SIZE				
					6,8556546				

Πίνακας 57: Στατιστικός έλεγχος - Μέσες μη κανονικές αποδόσεις

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

DePamphilis D., 2010, "Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know", Academic Press

Gauchan A. P., 2007, "Mergers, Acquisitions and Corporate restructurings", 4th edition, Willey

Steiner P., 1975, "Mergers: Motives, Effects, Policies", University of Michigan Press

Wheelen L.T. Hunger D., 2009, "Strategic Management and Business Policy: Achieving Sustainability", 12th edition, Pearson

Ελληνική Βιβλιογραφία

Αγιακλόγλου Ν. Χ., Μπένος Ε. Θ., 2007, «Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση», Τόμος Α', Εκδόσεις Γ. Μπένου

Αγιακλόγλου Ν. Χ., Μπένος Ε. Θ., 2007, «Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση», Τόμος Β', Εκδόσεις Γ. Μπένου

Κούτρας Β. Μ., 2004, «Εισαγωγή στις Πιθανότητες – Θεωρία και Εφαρμογές», Μέρος Ι, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Κούτρας Β. Μ., 2004, «Εισαγωγή στις Πιθανότητες – Θεωρία και Εφαρμογές», Μέρος ΙΙ, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Κυριαζής Α. Δ., 2007, «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδόσεις Σμπίλια

Λαζαρίδης Γ. Θ., 2005, «Αποτίμηση επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.

Παπαδάκης Μ. Β., 2007, «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και διεθνής εμπειρία», τομος Α & Β, εκδόσεις Μπένου

Σακέλλης Ι. Ε., 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης από άποψη νομική, φορολογική, Λογιστική», εκδόσεις Βρυκουξ

Αρθρογραφία

Alexandridis G., Mavrovitis C. & Travlos N., 2012, "How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave", *The European Journal of Finance*

Alexandridis G., Petmezas D., Travlos N. G., 2010, "Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence", *Financial Management*

Altunbas Y., Ibanez D. M., 2004, "Mergers and Acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities."

Baker M., Pan X., Wurgler J., 2012, "The effect of reference point prices on mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*

Bena J., Li K., 2013, "Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions"

Bruner F. R., 2001, "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", *Batten Institute*

Collins D. J., Holcomb T. R., Certo S. T., Hitt M. A., Lester R. H., 2009, "Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions", *Journal of Business Research*

Cybo-Ottone A., Murgia M., 2000, "Mergers and shareholder wealth in European banking", *Journal of Banking & Finance*

DeYoung R., Evanoff D. D., Molyneux P., 2009, "Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature", *Springer Science + Business Media*

Doukas J., Travlos N., 1988, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *The journal of finance*

Draper P., Paudyal K., 2006, "Acquisitions: Private versus Public", *European Financial Management*

Dutta S., Kumar V., 2009, "Mergers and Acquisitions (M&AS) by R&D Intensive Firms", *Journal of Risk and Financial Management*

Erel I., Liao R. C., Weisbach M. S., 2012, "Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions", *Journal of Finance*

Farinós J., Herrero B., Latorre M., 2011, "Shareholder wealth creation in response to announcements of acquisitions of unlisted firms: Evidence from Spain"

Fuller K., Netter J., Stegemoller M., 2002, "What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions", *The journal of finance*

Goddard J., Molyneux P., Zhou T., 2011, "Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America", *The European Journal of Finance*

Gort, M., 1969, "An economic disturbance theory of mergers", *Quarterly Journal of Economics*

Gugler K., Mueller D., Weischselbaumer M., 2012, "The determinants of merger waves: An international perspective", *International Journal of Industrial Organization*

Hagendorff J., Hernando I., Nieto M., Wall L., 2010, "What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union" *Banco de Espana*

Hagendorff J., Nieto M., Wall L., 2012, "The Safety and Soundness Effects of Bank M&A in the EU", *Federal Reserve Bank of Atlanta*

Haleblian J., Devers C. E., McNamara G., Carpenter M. A., Davison R. B., Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*

Harford J., 2004, "What drives merger waves?", *University of Washington Business School*

Harford J., 1999, "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *The journal of finance*

Houston J., James C., Ryngaert M., 2001, "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders", *Journal of Financial Economics*

Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*

Kisgen D. J., Qian J., Song W., 2008, "Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*

Karampatsas N., Petmezas D., Travlos N. G., 2013, "Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions"

Martynova M., Oosting S., Renneboog L., 2006, "The long-term operating performance of European mergers and acquisitions", European Corporate Finance Institute

Meschi P.X., Metais E., 2006, "International acquisition performance and experience: A resource-based view. Evidence from French acquisitions in the United States (1988–2004)", Journal of International Management

Mitchell, M.L., and Mulherin, J.H., 1996, "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", Journal of Financial Economics

Moellera S., Schlingemannb F., Stulzc R., 2004, "Firm size and the gains from acquisitions", Journal of Financial Economics

Mueller, D., 1969, "A Theory of Conglomerate Mergers," Quarterly Journal of Economics

Netter J., Stegemoller M., Wintoki M. B., 2011, "Implications of Data Screens on Mergers and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009", Oxford University Press

Pasiouras F., Gaganis C., 2009, "Are the financial characteristics of acquired banks similar across the EU? Evidence from the principal markets", Applied Economics Letters

Pasiouras F., Tanna S., Gaganis C., 2011, "What Drives Acquisitions in the EU Banking Industry? The Role of Bank Regulation and Supervision Framework, Bank Specific and Market Specific Factors", New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc.

Petmezas D., 2008, "What drives acquisitions? Market valuations and bidder performance", Journal of Multinational Financial Management

Powell R., Stark A., 2005, "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks", Journal of Corporate Finance

Rosen R., 2004, "Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements", Journal of Business

Savor P., Lu Q., 2009, "Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?", The Journal of finance

Schaika D., Steenbeekb O., 2004, "Price and volume effects of Merger Bids in Japan"

Seth A., Song K., Pettit R., 2002, "Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms", Strategic Management Journal

Siegel D. S., Simmons K. L., 2010, "Assesing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity and works: New evidence from matched employer-employee data", Strategic Management Journal

Έρευνες

"Mergers & Acquisitions Review Full Year 2012", Thomson Reuters, 2012

"2013 M&A Outlook Survey", KPMG, 2013

"Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q1 2013", Bloomberg, 2013

Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://www.bloomberg.com>

<http://businessweek.com>

<http://www.capital.gr>

<http://easycalculation.com/statistics>

<http://www.ey.com>

<http://www.imaa-institute.org>

<http://www.intralinks.com>

<http://www.kpmg.com>

<http://www.mergermarket.com>

<http://www.naftemporiki.gr>

<http://www.pwc.com>

<http://www.stat.berkeley.edu>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ