



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
<<ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ>> ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ
<<ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ>>

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

<<Απόδοση συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ελληνική αγορά την
τελευταία 15ετία>>

Του

ΚΥΡΟΥΣΗ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ ΜΧΑΝ 1914

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝ.ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΣΤΕΦΑΝΑΔΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΓΚΙΚΑΣ ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗΣ

ΙΟΥΛΙΟΣ 2021

Περίληψη

Η παρούσα εργασία έχει ως αντικείμενο μελέτης εξέταση των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ένα δείγμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε) στη Ελληνική αγορά για την περίοδο 2007-2020 και πιο συγκεκριμένα το τελικό δείγμα που μελετήθηκε, έπειτα από εφαρμογή ορισμένων φίλτρων όπως η εξαίρεση των αποεπενδύσεων, spin-offs κ.α αποτελείται από 57 Σ&Ε. Για την μέτρηση των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν, επιπλέον της ίδιας της ημερομηνίας δημόσιας ανακοίνωσης (0), δυο ακόμη «παράθυρα γεγονότος» (event windows) που εξετάστηκαν γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης, ήτοι δύο μέρες πριν και μετά (-2, +2), και 30 μέρες πριν και μετά (-30, +30) με την εφαρμογή του υποδείγματος του υποδείγματος της απόδοσης του Δείκτη της Αγοράς (Market Index Return Model), για τον υπολογισμό των Αθροιστικών Μέσων Μη Κανονικών αποδόσεων (Cumulative Average Abnormal Returns/CAARs). Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για τις αγορές των ΗΠΑ και Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ), προκύπτουν τα εξής τρία κύρια συμπεράσματα σχετικά με τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών: Πρώτον, για το σύνολο του δείγματος όχι μόνον δεν προέκυψαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις, αλλά και στο πιο μεγάλο event window -30,+30, που είναι και το πιο σημαντικό, κατεγράφησαν θετικές αποδόσεις (CAARs) της τάξης του 6% που ήταν και στατιστικά σημαντικές. Δεύτερον, πάλι σε αντίθεση με τη διεθνή βιβλιογραφία για τις Αγγλοσαξονικές αγορές (ΗΠΑ, ΗΒ), στην Ελληνική αγορά, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών φαίνεται ότι πραγματοποιούν υψηλότερες αποδόσεις όταν χρησιμοποιείται ως μέθοδος πληρωμής η ανταλλαγή μετοχών (CAARs =5,45%) παρά ή καταβολή μετρητών (CAARs= -3,27%). Τρίτον, και εδώ, σε συμφωνία με την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας, θεμελιώθηκαν σαφώς υψηλότερες αποδόσεις για την περίπτωση των οριζόντιων Σ&Ε (CAARs= 9,65%) σε σχέση με τις μη-οριζόντιες Σ&Ε (CAARs = 3,28%). Βέβαια, προφανώς λόγω μικρού αριθμού παρατηρήσεων μεταξύ των συγκρινόμενων δειγμάτων δεν θεμελιώθηκε στατιστική σημαντικότητα σε κανέναν από τους ελέγχους των δειγματικών μέσων όρων των αποδόσεων σε καμία από τις

περιπτώσεις των μεθόδων πληρωμής, αλλά ούτε και στο είδος κλαδικής συσχέτισης των Σ&Ε (οριζόντιες & μη-οριζόντιες).

ABSTRACT

The objective of the present study is to examine the short-term returns of mergers and acquisitions in a final sample of 57 Mergers and Acquisitions (M&A) in the Greek market for the period 2007-2020 after the application of certain filters such as the exclusion of divestments, spin-offs etc. In addition to the public announcement date (0), two more "event windows" were used to measure short-term abnormal returns (Cumulative Average Abnormal Returns, CAARs), which were examined around the day of the announcement, i.e. two days before and after (-2, +2) and 30 days before and after (-30, +30) the event, estimated by the Market Index Return Model. In contrast to the results of empirical studies of the US and UK (UK) markets, the following three main conclusions can be drawn with regards to the returns of acquiring companies: First, with respect to the whole sample not only were not recorded statistically significant negative returns, but also in the largest event window -30, + 30, which is the most important, positive and statistically significant returns (CAARs) of 6% were found. Second in the Greek market, again in contrast to the international literature on the Anglo-Saxon markets (USA, UK), the shareholders of the acquiring companies seem to make higher returns when the exchange of shares is used as a payment method (CAARs = 5.45%) than that of cash payment (CAARs = -3.27%). Third, in agreement with the majority of empirical studies in the international literature, clearly higher abnormal returns were established for the case of horizontal M&As (CAARs = 9.65%) compared to the sample of non-horizontal deals (CAARs = 3.28%). However, and apparently due to the small number of observations between the compared samples, no statistical significance was established in any of the controls of the

sample average returns in any of the cases of payment methods, nor in the type of sectoral correlation of M&As (horizontal & non-horizontal).

Πίνακας περιεχομένων

1. Εισαγωγή.....	7
1.1 Εισαγωγή στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε).....	7
1.2 Το Ιστορικό και οι πληροφορίες για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	8
1.3 Τύποι συγχωνεύσεων και εξαγορών:.....	10
1.3.1 Οριζόντιες συγχωνεύσεις.....	10
1.3.2 Κάθετη συγχώνευση (Μη Οριζόντια).....	11
1.4 Σκοπός της έρευνας και Περιορισμοί.....	11
2. Επισκόπηση της βιβλιογραφίας.....	13
2.1 Δημιουργία αξίας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.....	14
2.1.1 Κέρδη για τις εταιρείες στόχους- αποκτώμενες.....	15
2.1.2 Κέρδη για τις αγοράστριες εταιρείες.....	19
2.2 Μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας.....	23
2.2.1 Μετοχικές αποδόσεις.....	23
2.2.2 Εύρεση της λειτουργικής απόδοσης των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων με τη χρήση λογιστικών στοιχείων.....	27
2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την προσθήκη αξίας.....	31
2.3.1 Τρόπος πληρωμής.....	31
2.3.2 Παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης.....	35
2.3.3 Το καθεστώς των εταιρειών στόχων.....	37

2.3.4 Διάθεση αγοράς (Φιλικές – Εχθρικές εξαγορές)	38
2.3.5 Συσχέτιση κλαδικών δραστηριοτήτων εταιρειών	40
2.3.6 Εγχώριες και διασυνοριακές εξαγορές	44
3. Μεθοδολογία και Δεδομένα	48
3.1. Συλλογή Δεδομένων και Δομή	48
3.2 Μεθοδολογία.....	51
3.2.1 Γενική επισκόπηση μεθοδολογίας	51
3.2.2 Event Window	52
3.2.3 Μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns).....	53
4. Εμπειρικά Αποτελέσματα	56
4.1 CAARs αγοραστών για όλο το δείγμα.....	56
4.2 CAARs αγοραστών βάσει του τρόπου πληρωμής και της κλαδικής συσχέτισης	59
4.2.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία.....	62
4.3 Στατιστικοί έλεγχοι διαφοράς CAARs	64
5. Συμπεράσματα	67
Βιβλιογραφία	71

1. Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε).

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, γίνονται ολοένα πιο δημοφιλείς. Εταιρείες κανονικά αποφασίζουν να συμμετάσχουν σε Σ&Ε για να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, να βελτιώσουν την αποδοτικότητα και την ανάπτυξη (Cheng et.al, 2007). Μια κοινή άποψη των συναλλαγών αυτών είναι ότι επιτρέπουν στις εταιρείες να λαμβάνουν περισσότερα οφέλη από τις συνδυασμένες εταιρείες από τη συνολική αξία των μεμονωμένων εταιρειών πριν από τη συναλλαγή Σ&Ε. Το όφελος μπορεί να αποκτηθεί από τη βελτιστοποίηση της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων, την αύξηση της αγοράς ικανότητα ανταγωνισμού, επέκταση εταιρικής κλίμακας και δημιουργία πλούτου μετόχων. Ο παγκόσμιος όγκος συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) έχει αυξηθεί πρόσφατα και η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών πιθανότατα οδηγείται από εταιρείες που επιθυμούν να ενισχύσουν τις επιχειρήσεις τους. (Cristerna και Ventresca, 2020). Με τα πολλαπλά πιθανά οφέλη είναι εύκολο να καταλάβουμε γιατί οι εταιρείες επιδιώκουν να συνδυάσουν πόρους ή να συγκεντρώσουν όσο μπορούν, αλλά λαμβάνοντας υπόψη τη βιβλιογραφία υπάρχουν αμφιβολίες σχετικά με το εάν οι Σ&Ε αποδίδουν ή όχι. Τα πραγματικά οφέλη από την απόκτηση άλλων εταιρειών μπορεί να διαφέρουν σημαντικά και να ποικίλουν για διαφορετικές χώρες και διαφορετικές βιομηχανίες. (DeYoung, Evanoff and Molyneux, 2009). Υπήρξε σημαντική αύξηση σε αυτού του είδους τις συμφωνίες στις Ηνωμένες Πολιτείες (+45%), ωστόσο, σημειώθηκε σημαντική μείωση στον αριθμό των συμφωνιών στην Ευρώπη (-27%) και την Ασία (-29%). Όταν προκύπτει αβεβαιότητα, οι εταιρείες προτιμούν να διατηρούν τις επιχειρήσεις που γνωρίζουν πολύ καλά αντί να εισχωρήσουν σε νέους επιχειρηματικούς κινδύνους και διαφορετικές αγορές (Cristerna and Ventresca, 2020). Καθώς η αβεβαιότητα μειώνεται το 2020, οι εταιρείες αναμενόταν να αποκτήσουν περισσότερη δύναμη και ρευστότητα που οδηγούν σε μια πιο επιθετική στρατηγική έως το τέλος του 2020, αλλά επίσης αυτό θα οδηγήσει σε περισσότερη δραστηριότητα M&A παγκοσμίως. Παρά αυτήν την αβεβαιότητα στις αγορές, το 2019 σημείωσε το τρίτο ισχυρότερο έτος για την παγκόσμια M&A, παρόλο που είχαν χαμηλότερη

απόδοση σε σύγκριση με το 2018 (Data.bloomberglp.com, 2018). Το έτος αναπήδησης στις ΗΠΑ οφείλεται κυρίως στον φόρο περικοπές και την ισχυρή οικονομία της χώρας. Ωστόσο, το 2019 ήταν το χαμηλότερο από την άποψη του ΑΕΠ από το 2008, αναφέροντας περίπου 2,5% παγκόσμια ανάπτυξη. Ενώ υπάρχουν πολλοί παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτό το αποτέλεσμα, το κυρίαρχο αποτέλεσμα είναι η πολιτική αβεβαιότητα που έχει εξαπλωθεί σε ολόκληρο τον κόσμο και οι εμπορικές διαφορές μεταξύ των μεγάλων οικονομιών είναι οι κύριες αιτίες της. Υπάρχουν Ευρωπαϊκές χώρες (εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας και της Ισπανίας) όπου η δραστηριότητα Σ&Ε αναμένεται να αυξηθεί. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας του Ηνωμένου Βασιλείου παραμένει ο κορυφαίος κλάδος όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές το 2019, αντιπροσωπεύοντας το 28% όλων των συναλλαγών, αξίας 62 δισ. £.

1.2 Το Ιστορικό και οι πληροφορίες για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές

Οι χρηματοοικονομικές εταιρείες έχουν ιστορία ενοποίησης από τη δεκαετία του 1980 και είναι μια φυσική ανταγωνιστική διαδικασία που θα μπορούσε να δει μια μελλοντική αύξηση καθώς ο κόσμος γίνεται πιο "συνδεδεμένος" DeYoung et al. (2009). Το σκεπτικό είναι παρόμοιο με αυτό των παλαιών οικογενειακών επιχειρήσεων, που συνήθιζαν να επικρατούν σε κάθε συνοικία της πόλης λόγω ενός συνδυασμού στενών σχέσεων με τις κοινότητες και εμπειρίας στις περιοχές τους, που σήμερα αντιμετωπίζουν προβλήματα μακροχρόνιας μακροζωίας καθώς αναλαμβάνουν μεγαλύτερες εταιρείες Kuruppuge, R. and Gregar, A. (2018).. Στην ουσία, η συνεργασία και η διασύνδεση είναι παράγοντες που διαδραματίζουν βασικό ρόλο στις επιχειρήσεις που επιβιώνουν και ευημερούν στο σημερινό επιχειρηματικό περιβάλλον, αυτός είναι ο βασικός λόγος πίσω από τη διαδικασία συγχώνευσης και απόκτησης εταιρειών. Για τις επιχειρήσεις τα οφέλη και οι λόγοι απόκτηση άλλης εταιρείας όπως προαναφέρθηκε και παραπάνω θα μπορούσε να είναι μια μέθοδος εισόδου στην αγορά, ένας τρόπος απόκτησης πρόσβασης σε ενσώματα και

άυλα περιουσιακά στοιχεία και πόρους, απόκτηση διαδικασιών χαμηλότερου κόστους, μείωση του ανταγωνισμού καθώς και αύξηση του μεριδίου αγοράς (Achim, 2015). Αυτές οι άφθονες ευκαιρίες συνεχίζουν να αποτελούν τους κύριους μοχλούς των εξαγορών όπως παρουσιάζονται από την τρέχουσα ερευνητική βιβλιογραφία. Αυτό σχετίζεται ιδιαίτερα με τις νέες εξαγορές λόγω της διαβόητης ταχείας τεχνολογικής προόδου, η οποία έχει δει την εισαγωγή της συγχώνευσης μεταξύ τεχνολογίας και χρηματοδότησης. Το γεγονός αυτό αύξησε τις απαιτήσεις πολλών μεγαλύτερων εταιρειών που επιδιώκουν να αποκτήσουν εταιρείες με ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα προτού γίνουν πιο σοβαρές υπαρξιακές απειλές. πρωταρχικά παραδείγματα αυτού είναι μεταξύ των επονομαζόμενων εταιρειών fintech (Draev, Frolova and Ochionova, 2019).

Η δυνατότητα μιας επιχείρησης να βελτιώσει γρήγορα τη θέση της σε μια ανταγωνιστική αγορά μέσω ενός συνδυασμού δυνατοτήτων της εταιρείας ή μιας απόκτησης είναι φυσικά ελκυστική για τους ηγέτες των επιχειρήσεων, αλλά δεν είναι χωρίς κίνδυνο. Οι εξαγορές έχουν αποδειχθεί ότι είναι πολύ ευαίσθητες σε διαδικασίες ολοκλήρωσης που μπορεί να καταστούν δύσκολες από πολιτιστικούς, εταιρικούς και διαπροσωπικούς λόγους (Draev, et al. , 2019). Άλλα ζητήματα που σχετίζονται με τις εξαγορές αφορούν τις τεχνικές πτυχές, καθώς και τα υποκείμενα κίνητρα για τις διαδικασίες. Οι διευθυντές μπορεί να έχουν αυτό που είναι γνωστό στη λογοτεχνία ως διαχειριστικό υβρίδιο, γεγονός που τους αναγκάζει να υπερεκτιμούν τα οφέλη των συγχωνεύσεων και εξαγορών και να ξεκινούν έργα που με τη σειρά τους καταλήγουν σε μείωση της εταιρικής αξίας (Jiang et al., 2011). Λαμβάνοντας υπόψη, τόσο τα οφέλη όσο και τους κινδύνους, οι ερευνητές δεν συμφωνούν για το ποιες είναι οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις επιδόσεις των επιχειρήσεων, καθώς δεν υπάρχουν σταθερές ενδείξεις για το κατά πόσον οι εταιρείες επωφελούνται κατά μέσο όρο από εξαγορές (DeYoung, et al. , 2009).

Οι DeYoung et al. (2009) ισχυρίστηκαν ότι στη βιβλιογραφία πριν από τη δεκαετία του 2000 οι αποκτώσες εταιρείες θα αντιμετώπιζαν ελαφρώς αρνητικές αποδόσεις, ενώ η βιβλιογραφία μετά το 2000 σχετικά με το θέμα

ανέφερε ότι οι αποκτώσες εταιρείες θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν θετικές αποδόσεις, όπως στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων ευρωπαϊκών τραπεζών. Αυτό από την άλλη πλευρά δεν συνέβη για τις συγχωνεύσεις τραπεζών των ΗΠΑ, οι οποίες είχαν μικτά αποτελέσματα όπως έδειξε η προαναφερόμενη μελέτη. Τα μικτά αποτελέσματα των επιπτώσεων της απόκτησης καταδεικνύονται επίσης στα στοιχεία της κυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου, τα οποία δείχνουν υψηλές διακυμάνσεις στο ποσό των εξαγορών τα τελευταία χρόνια. Αν και όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, υπήρξε μείωση των συγχωνεύσεων στην Ευρώπη συνολικά, κάτι που θα μπορούσε ενδεχομένως να συσχετιστεί με τη μείωση του Ηνωμένου Βασιλείου, τα έτη μετά την οικονομική κρίση του 2008, σημειώθηκε δραματική αύξηση από το έτος 2018. Αυτό θα μπορούσε να σχετίζεται με την πρόσφατη οικονομική ανάπτυξη στην ΕΕ και στο εξωτερικό (Reuters, 2018), καθώς και με μια ασθενέστερη στερλίνα λόγω του Brexit.

1.3 Τύποι συγχωνεύσεων και εξαγορών:

Οι συγχωνεύσεις ταξινομούνται γενικά είτε ως οριζόντιες, κάθετες ή ασυσχέτιστες. Αυτοί οι τύποι διαφέρουν ως προς τα χαρακτηριστικά και τις επιπτώσεις τους στην απόδοση της εταιρίας.

1.3.1 Οριζόντιες συγχωνεύσεις

Οι συγχωνεύσεις εταιρειών με ίδιες δραστηριότητες και σε ίδιους κλάδους (ΚΑΔ) ονομάζονται οριζόντιες συγχωνεύσεις. Αυτές οι συγχωνεύσεις οδηγούν στην εξάλειψη ενός ανταγωνιστή, οδηγώντας σε αύξηση του μεριδίου αγοράς του αγοραστή και στον βαθμό συγκέντρωσης του κλάδου (Green, 1990). Ωστόσο, ισχύουν αυστηροί νόμοι και κανόνες ώστε να διασφαλιστεί ότι υπάρχει θεμιτός ανταγωνισμός στην αγορά και να περιοριστεί η συγκέντρωση και κατάχρηση εξουσίας από μονοπώλια και ολιγοπώλια. Εκτός από την αύξηση της ισχύος στην αγορά, συχνά χρησιμοποιούνται οριζόντιες συγχωνεύσεις για την προστασία της κυριαρχίας μιας υπάρχουσας εταιρείας. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις βελτιώνουν επίσης την αποδοτικότητα και τις οικονομίες

κλίμακας της αγοράστριας εταιρείας (Lipczynski, Wilson, 2004). παραδείγματα οριζόντιων συγχωνεύσεων στη διεθνή αγορά είναι αυτά του κλάδου των αεροπορικών εταιρειών. Η συγχώνευση Lufthansa-Swiss International και η συγχώνευση Air France-KLM είναι περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων (Megginson, 2008).

1.3.2 Κάθετη συγχώνευση (Μη Οριζόντια)

Μια κάθετη συγχώνευση είναι η συγκέντρωση εταιρειών σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας για το ίδιο προϊόν ή υπηρεσία. Γενικά, ο κύριος στόχος αυτών των συγχωνεύσεων είναι να διασφαλίσουν τις πηγές εφοδιασμού (Babu, 2005). Σε κάθετες συγχωνεύσεις, ο κατασκευαστής και ο διανομέας δημιουργούν μια συνεργασία. Αυτό δημιουργεί συγκριτικό πλεονέκτημα των εταιριών αυτών. Ο διανομέας δεν χρειάζεται να πληρώσει πρόσθετα έξοδα στον προμηθευτή, καθώς και οι δύο αποτελούν πλέον μέρος στην ίδια οντότητα. Τέτοιες αυξημένες συνεργίες κάνουν την ενιαία επιχείρηση εξαιρετικά κερδοφόρα και να διώξουν τον ανταγωνισμό. Η εξαγορά της Hertz από την Ford είναι ένα παράδειγμα κάθετης συγχώνευσης.

Το κύριο κίνητρο πίσω από το σχηματισμό ενός ομίλου ετερογενών δραστηριοτήτων είναι η διαφοροποίηση και την αντιστάθμιση των κινδύνων της συνολικής επιχείρησης. Η γενική παρατήρηση είναι ότι τέτοιες συγχωνεύσεις ομίλου δεν είναι πολύ επιτυχημένες. Μόνο μερικοί όμιλοι όπως η General Electric (GE) ήταν επιτυχημένοι ενώ σχεδόν όλοι οι άλλοι έχουν αποτύχει.

1.4 Σκοπός της έρευνας και Περιορισμοί

Η παρούσα διατριβή θα διερευνήσει τις αποδόσεις των μετοχών εταιρειών που έχουν αποκτήσει άλλες εταιρείες προκειμένου να εξετάσει αν υπάρχει κερδοφορία ή όχι σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Θα μελετηθούν οι αποδόσεις και σε επίπεδο συνολικού δείγματος αλλά και κατηγοριοποιημένες σχετικά με την μέθοδο πληρωμής και την συσχέτιση των δραστηριοτήτων/κλάδων των συγχωνευμένων εταιριών (αγοράστριας και

στόχου), δηλαδή σχετικά με το αν η συγχώνευση θα είναι οριζόντια η μη οριζόντια. Δηλαδή, για να μετρηθεί εάν οι αποδόσεις αυτών των εταιρειών μετά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης η εξαγοράς είναι θετικές ή αρνητικές. Οι περιορισμοί της παρούσας εργασίας αφορούν κυρίως το δείγμα, καθώς επειδή η μελέτη αφορά αποκλειστικά ελληνικές εταιρίες όπου οι αγοραστές πρέπει να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών, το μέγεθος του δείγματος και τα δεδομένα δεν είναι τόσα πολλά ώστε να προκύψει ένα πλήρως ασφαλές συμπέρασμα.

2. Επισκόπηση της βιβλιογραφίας

Τα επιχειρησιακά κίνητρα για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πολλά, όπως η ευκολότερη και οικονομικότερη πρόσβαση σε πρώτες ύλες, η δημιουργία οικονομιών κλίμακας, η διαχείριση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης κλπ. Γενικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις επιδιώκεται η βελτίωση της κερδοφορίας και της αποτελεσματικότητας από την ένωση των επιχειρήσεων. Σε κάθε περίπτωση ο τελικός στόχος είναι η μεγιστοποίηση των κερδών και η επίτευξη βιώσιμων ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων (Bertrand, 2004). Ένα θέμα που έχει απασχολήσει την διεθνή βιβλιογραφία είναι αν οι εξαγορές μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους όσον αφορά τις κεφαλαιουχικές τους αποδόσεις, τόσο, για την αποκτώσα εταιρεία όσο και για την αποκτηθείσα αλλά και για τον συνδυασμό τους. Ο βαθμός στον οποίον επωφελούνται περισσότερο ή λιγότερο οι αποκτώσες ή οι αποκτώμενες εταιρείες εξαρτάται από τον βαθμό ανταγωνισμού για τον εταιρικό έλεγχο στην αγορά (Alexandridis, et al., 2010). Υπό ένα άλλο πρίσμα υπάρχουν αρκετές μελέτες που έχουν εστιάσει στις επιπτώσεις των εξαγορών στην λογιστική αξία των επιχειρήσεων μετά την συνένωση. Η μελέτη για τις μετοχικές αποδόσεις μπορούν να διακριθούν σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες.

Υπάρχουν τρεις κύριες μέθοδοι για την αξιολόγηση των αποδόσεων σε μελέτες για τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η πρώτη μέθοδος αφορά μελέτες συμβάντων(event studies analysis). Αυτή η μέθοδος θεωρεί ότι μια συγχώνευση - εξαγορά είναι ένα μεμονωμένο συμβάν που καθορίζει την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας ως το κέντρο της «περιόδου του συμβάντος». Επομένως, αυτές οι μελέτες εξετάζουν τον αντίκτυπο μιας ανακοίνωσης συγχώνευσης στις διακυμάνσεις των τιμών του χρηματιστηρίου. Η δεύτερη μέθοδος είναι η αυτοεκτιμώμενη μέθοδος αξιολόγησης των ερωτηθέντων. Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της επιτυχίας μιας συγχώνευσης - εξαγοράς μέσω ερωτηματολογίων που διανέμονται σε διευθυντές. Ωστόσο, αυτή η μέθοδος έχει έναν περιορισμό επειδή εξαρτάται από τις υποκειμενικές αντιλήψεις των

διευθυντών, οι οποίες μπορεί να είναι μεροληπτικές για λόγους όπως η ανάγκη των διαχειριστών να αναφέρουν επιτυχημένο επίτευγμα ή έλλειψη πληροφοριών των διαχειριστών. Ένα επιπλέον μειονέκτημα αυτής της μεθόδου σχετίζεται με τη δυσκολία σύγκρισης των επιδόσεων της περιόδου πριν από την εξαγορά με εκείνη της περιόδου μετά την εξαγορά, καθώς οι διευθυντές δεν διατηρούν απαραίτητα τις θέσεις τους κατά τη διάρκεια της περιόδου της έρευνας. Παρ' όλα αυτά, η συγκεκριμένη μέθοδος έχει πλεονεκτήματα σε μελέτες που διερευνούν τις συμπεριφορές και τις στάσεις των διευθυντών και των υπαλλήλων κατά τη διάρκεια της διαδικασίας εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η τρίτη μέθοδος είναι η μέθοδος της χρήσης λογιστικών στοιχείων. Αυτή η μέθοδος επικεντρώνεται κυρίως στις οικονομικές καταστάσεις και στα λογιστικά δεδομένα για να συγκρίνει τη μεταβολή της απόδοσης μεταξύ των περιόδων πριν και μετά από την εξαγορά με την χρήση μεταβλητών, όπως η μεταβολή της κερδοφορίας και των πωλήσεων (Rozen-Bakher, 2017).

2.1 Δημιουργία αξίας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα

Η δημιουργία αξίας μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι ένα εξέχον θέμα στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία και πολλές μελέτες έχουν εξετάσει τη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη απόδοση των συμφωνιών. Ωστόσο, λόγω της ύπαρξης συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders), τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών συχνά δεν είναι όπως θα αναμένονταν, υπό το πρίσμα της αποτελεσματικότητας της αγοράς (market efficiency). Τα εμπειρικά αποτελέσματα σε πολλές περιπτώσεις είναι αντικρουόμενα. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα οι επιδράσεις στον πλούτο των μετόχων έχουν μελετηθεί τόσο για τις αποδόσεις των μετόχων της αποκτώσας εταιρείας όσο και της αποκτώμενης. Σε μεγάλο βαθμό έχει επιβεβαιωθεί εμπειρικά ότι τα κέρδη των μετόχων των εταιρειών στόχων, αν και είναι σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτά για τις εξαγοράζουσες εταιρείες, μεγεθύνονται σημαντικά κατά την ανακοίνωση των εξαγορών, ενδεχομένως γιατί προγενέστερα ήταν σε χαμηλά

ή αρνητικά επίπεδα, ενώ μετά την ολοκλήρωση των εξαγορών οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές (Golubov et al., 2012).

2.1.1 Κέρδη για τις εταιρείες στόχους- αποκτώμενες

Στην έρευνα των Kyriazis and Diacogiannis (2008) μελετήθηκαν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, πριν και μετά την εξαγορά, για τις εταιρείες στόχους, αλλά και τις εξαγοράζουσες στην ελληνική αγορά την περίοδο 1993-2006. Για τις αποκτηθείσες εταιρείες οι μέσες αποδόσεις ήταν 6-11%, αρκετά χαμηλότερες από αυτές που παρατηρούνται σε αγορές όπως του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ, καταδεικνύοντας ότι στην ελληνική αγορά ο ανταγωνισμός σε επίπεδο εξαγορών είναι χαμηλότερος, με λιγότερο εχθρικές εξαγορές. Τα αποτελέσματα της έρευνας ήταν συμβατά με αυτά της διεθνούς έρευνας σχετικά με την μέθοδο πληρωμής, καθώς οι εξαγορές εξολοκλήρου με μετρητά είχαν ως αποτέλεσμα υψηλότερες αποδόσεις για τους μετόχους εταιρειών στόχων από ότι οι εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών. Τέλος οι μέτοχοι θυγατρικών εταιρειών που εξαγοράστηκαν από τις μητρικές επωφελούνται λιγότερο στην χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με τους μετόχους εταιρειών που πριν την εξαγορά δεν υπήρχε σχέση με την εξαγοράζουσα (Kyriazis & Diacogiannis, 2008).

Στην έρευνα των Alexandridis et al. (2010) σε δείγμα εισηγμένων εταιρειών στόχων από 39 χώρες διαπιστώθηκε ότι τα κέρδη για τις αποκτώμενες εταιρείες εξαρτώνται από την χώρα που γίνεται η συναλλαγή, την μέθοδο πληρωμής και από το αν είναι οι εταιρείες εισηγμένες ή όχι. Συνολικά για όλες τις χώρες οι μέσες αποδόσεις των μετόχων φθάνουν στο 17,65%, ενώ υψηλότερες είναι για τις εταιρείες που βρίσκονται στις χώρες ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Καναδά (UUC) ενώ χαμηλότερες περίπου στο μισό είναι για τις υπόλοιπες χώρες (ROW). Αυτό ενδεχομένως σχετίζεται με το υψηλότερο τίμημα εξαγοράς (bid premium) που προσφέρεται σε εισηγμένες εταιρείες στόχους στις χώρες UUC. Επίσης η έρευνα έδειξε ότι τα κέρδη ήταν υψηλότερα για συναλλαγές με μετρητά, σε σύγκριση με τις εξαγορές εταιρειών με την έκδοση μετοχών αν και ανεξάρτητα από τον τρόπο πληρωμής οι αποδόσεις ήταν υψηλότερες στις χώρες UUC. Σε μεγάλο βαθμό οι αποδόσεις καθορίζονται

και από το μέγεθος της αποκτώμενης εταιρείας που καθορίζει και τον βαθμό επιτυχίας της επιτυχημένης ενσωμάτωσης αλλά και το πλήθος των δυνητικών αγοραστών. Για τις εταιρείες με υπερτιμημένες μετοχές οι αποδόσεις ήταν μικρότερες σε αντίθεση με τις αποδόσεις σε εχθρικές εξαγορές που ήταν υψηλότερες. Το σημαντικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι ο βαθμός ανταγωνισμού της αγοράς είναι αυτός που καθορίζει το μέγεθος των αποδόσεων και έτσι στις χώρες με χαμηλό επίπεδο ανταγωνισμού, οι αποδόσεις των αγοραστών είναι υψηλότερες και θετικές από αυτές σε χώρες UUC, ακόμα κι αν γίνονται με ανταλλαγή μετοχών λόγω του χαμηλότερου bid premium που καταβάλλεται (Alexandridis et al., 2010).

Η επίδραση στις τιμές των μετοχών των εταιρειών στόχων πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης μελετήθηκε στην έρευνα των Borges and Gairifo (2013) συγκεκριμένα στις χρηματιστηριακές αγορές του Βελγίου, Γαλλίας, Ολλανδίας και Πορτογαλίας την περίοδο 2001-2007, σε 76 παρατηρήσεις. Για ορίζοντα εξήντα ημερών πριν την ανακοίνωση οι αθροιστικές αποδόσεις για τους μετόχους έφθαναν στο περίπου στο 5%, ενώ ειδικά την ημέρα ανακοίνωσης οι αποδόσεις ήταν περισσότερο από 11%. Το γεγονός των μη κανονικών αποδόσεων πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης μελετήθηκε σε σχέση με την επίδραση των σχετικών φημών και συζητήσεων στα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Ως προς αυτό διαπιστώθηκε ότι οι φήμες σχετικά με την εξαγορά έχουν μεγάλη επεξηγηματική ισχύ για τις αποδόσεις, καθώς στις εταιρείες για τις οποίες κυκλοφόρησαν φήμες για την εξαγορά είχαν 30% υψηλότερες αποδόσεις από τις άλλες εταιρείες στόχους. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν εντονότερα (υψηλότερα) στην χρηματιστηριακή αγορά της Γαλλίας σε σχέση με αυτή της Πορτογαλίας και της Ολλανδίας. Για τις αποδόσεις πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης δεν διαπιστώθηκε καμιά επίδραση σε σχέση με τη διάθεση της εξαγοράς (φιλική ή εχθρική), τις συστάσεις των χρηματιστηριακών αναλυτών και τις λογιστικές αποδόσεις των εταιρειών. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας έδειξαν ότι οι αποδόσεις πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης δεν είναι απαραίτητα αποτέλεσμα εμπιστευτικών συναλλαγών, αλλά, τουλάχιστον εν μέρει, απόρροια νόμιμων πηγών πληροφόρησης και της προσδοκίας ότι θα γίνει προσφορά εξαγοράς (Borges & Gairifo, 2013).

Οι Kyriazopoulos and Drymbetas (2015) μελέτησαν στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης τόσο για τις εταιρείες στόχους όσο και για τις εξαγοράζουσες ειδικά στον τραπεζικό κλάδο. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε στις ευρωπαϊκές χώρες (με εξαίρεση τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης) για ανακοινώσεις την περίοδο 1996-2010. Ειδικά για τις εταιρείες στόχους διαπιστώθηκε και επιβεβαιώθηκε στατιστικά ότι την ημερομηνία ανακοίνωσης υπήρξαν θετικές αποδόσεις, όπως θετικές ήταν οι μη κανονικές αποδόσεις και τις τέσσερις ημέρες πριν την ανακοίνωση. Αθροιστικά δέκα ημέρες πριν και δέκα ημέρες μετά οι αποδόσεις για τις αποκτώσες εταιρείες ήταν θετικές και ίσες με 1,371%, ενώ λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση αθροιστικά υπήρξε αρνητική απόδοση ίση με -0,853%. Τέλος διαπιστώθηκε ότι η εντονότερη θετική αντίδραση στην αγορά πραγματοποιήθηκε μια ημέρα μετά την ανακοίνωση (Kyriazopoulos & Drymbetas, 2015).

Ο έλεγχος για αποδόσεις πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης πραγματοποιήθηκε σε 223 εταιρείες στόχους, σε 47 χώρες, την περίοδο 1992-2011 στην έρευνα των Yilmaz and Tanyeri (2016). Τα αποτελέσματα της έρευνας, όπως και άλλων ερευνών έδειξαν ότι το όφελος τόσο για τις εταιρείες στόχους όσο και τις εξαγοράζουσες εταιρείες ήταν μεγαλύτερα σε αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές από ότι σε αναδυόμενες. Σε χρονικό παράθυρο τριών ημερών για τις εταιρείες στόχους στο σύνολο των εταιρειών οι αποδόσεις ήταν 6,86%, ενώ όμοια με προγενέστερες μελέτες οι αποδόσεις ήταν υψηλότερες στις αναπτυσσόμενες χώρες, από τις οποίες ξεχώρισαν οι ΗΠΑ (+11,37%) και αρκετά χαμηλότερες για τις αναπτυσσόμενες. Το εύρος των μη κανονικών αποδόσεων ήταν μεγάλο, περισσότερο από 15 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ σε καμιά από τις εξεταζόμενες χώρες δεν παρατηρήθηκαν κατά μέσο όρο αρνητικές αποδόσεις. Επίσης υψηλότερες ήταν οι αποδόσεις στις περιπτώσεις εξαγοράς του συνόλου της επιχείρησης από ότι σε μερικές εξαγορές. Ειδικά για τις εξαγορές που αφορούσαν ελληνικές εταιρείες οι αποδόσεις των τριών ημερών κατά μέσο όρο ήταν περίπου 5%. Οι αποδόσεις για τις εταιρείες στόχους που παρατηρήθηκαν γύρω από την

ημερομηνία ανακοίνωσης διατηρήθηκαν για περίοδο 30 ημερών, με μικρή φθίνουσα πορεία να παρατηρείται μόνο στην αγορά των ΗΠΑ, από τις αναπτυγμένες οικονομίες και στις αναπτυσσόμενες. Τέλος διαπιστώθηκε ότι πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης οι αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες για τις εταιρείες σε αναδυόμενες αγορές από ότι στις αναπτυγμένες ενδεχομένως γιατί στις δεύτερες οι εφαρμοζόμενες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης είναι καλύτερες, γεγονός που σε ένα βαθμό μπορεί να δικαιολογεί τις γενικότερα υψηλότερες αποδόσεις (Yilmaz&Tanyeri, 2016).

Το φαινόμενο των βραχυπρόθεσμων μη κανονικών αποδόσεων μελετήθηκε στις χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης την περίοδο 2001-2014 από τους Zaremba and Plotnicki (2015). Σε δείγμα 109 περιπτώσεων για είκοσι ημέρες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς διαπιστώθηκαν θετικές αποδόσεις για τις εταιρείες στόχους, όμως το ύψος τους ήταν σαφώς χαμηλότερο αντίστοιχων μελετών σε άλλες αναπτυγμένες αγορές. Συγκεκριμένα την ημερομηνία ανακοίνωσης οι μη κανονικές αποδόσεις κυμάνθηκαν από 0,72-0,90%, ενώ έως την εικοστή ημέρα οι αθροιστικές αποδόσεις ανήλθαν κατά μέσο όρο σε 2,88%. Επίσης διαπιστώθηκε ότι η πορεία των τιμών των μετοχών ήταν σταθερά ανοδική για το διάστημα των είκοσι ημερών, σε αντιδιαστολή με τις τιμές των αγοραστριών εταιρειών που μετά την δέκατη ημέρα οι αποδόσεις άρχιζαν να φθίνουν (Zaremba & Plotnicki, 2016).

Στην έρευνα των Atm and Alamgir (2016) ειδικά στην αγορά των ΗΠΑ το 2015 μελετήθηκαν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις (πέντε ημέρες πριν και πέντε μετά την ανακοίνωση) σε 50 ζευγάρια εταιρειών-στόχων και αγοραστών. Τις πέντε ημέρες πριν την ανακοίνωση οι αθροιστικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών στόχων διαμορφώθηκαν περίπου στο 1%, έχοντας σταθερά ανοδική πορεία. Αντίθετη ήταν η πορεία τέσσερις ημέρες μετά την ανακοίνωση καθώς οι αποδόσεις μειώθηκαν περισσότερο από το ήμισυ, φθάνοντας στο 0,43%, ενώ την πέμπτη ημέρα μετά την ανακοίνωση υπήρξε εκ νέου αύξηση, διαμορφώνοντας τις αθροιστικές αποδόσεις στο δεκάημερο πριν και μετά την ανακοίνωση στο 0,72% (Atm&Alamgir, 2016).

Σε έναν άλλο επίσης σημαντικό κλάδο στην οικονομία, στον κλάδο των παρόχων υπηρεσιών στην εφοδιαστική αλυσίδα, που το 2015 παρουσίασε ιδιαίτερα έντονη δραστηριότητα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, εστίασε η έρευνα των Kiesel et al. (2017). Το δείγμα της έρευνας ήταν εταιρείες του κλάδου από όλο τον κόσμο για την περίοδο από το 1996 έως το 2015. Ειδικά για τις εταιρείες στόχους, που το πλήθος τους ήταν σημαντικά μικρότερο (40 εταιρείες) από αυτές του συνολικού δείγματος, καθώς στην πλειοψηφία τους οι εξαγοραζόμενες εταιρείες δεν ήταν εισηγμένες, διαπιστώθηκαν θετικές, στατιστικά ισχυρές και ιδιαίτερα υψηλές μη κανονικές αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα την ημερομηνία ανακοίνωσης στο 80% του δείγματος διαπιστώθηκαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις που κατά μέσο όρο διαμορφώθηκαν στο 14,93%. Για μια ημέρα πριν και μια ημέρα μετά την ανακοίνωση οι μη κανονικές μέσες αθροιστικές αποδόσεις ανήλθαν σε 19,02%, για δύο ημέρες πριν και δύο μετά οι μέσες αθροιστικές αποδόσεις ήταν 21,27% ενώ για πέντε ημέρες πριν και πέντε ημέρες μετά οι αθροιστικές αποδόσεις ανήλθαν σε 22% (Kiesel et al., 2017).

2.1.2 Κέρδη για τις αγοράστριες εταιρείες

Τα αποτελέσματα των ερευνών για την απόκτηση κερδών βραχυπρόθεσμα για τις αγοράστριες εταιρείες διαφέρουν σημαντικά και είναι διάφοροι οι παράγοντες που τα καθορίζουν. Κάποιοι από αυτούς τους παράγοντες είναι το μέγεθος και τα χαρακτηριστικά της αγοράς, το είδος την εξαγοράς, τα χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης εταιρείας, ο τρόπος πληρωμής, κλπ. Στην συνέχεια παρουσιάζονται τα ευρήματα διάφορων ερευνών για τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστριών.

Η έρευνα των Kyriazis and Diakogiannis (2008) που περιγράφεται και παρακάτω σχετικά με τα αποτελέσματα του τρόπου πληρωμής, αναλύει ένα δείγμα 100 συγχωνεύσεων και εξαγορών από ελληνικές εταιρείες και παρουσιάζει σε συμφωνία με παλαιότερη έρευνα των Protopoulos et. al (2003)

θετικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρίες της τάξης του 6%-11% στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Όπως αναλύεται πιο λεπτομερώς και σε άλλα μέρη της διπλωματικής εργασίας αυτό οφείλεται στην χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής αγοράς, χαρακτηριστικό που σύμφωνα με την βιβλιογραφία έχει θετικά αποτελέσματα για τους αγοραστές.

Ένας καθοριστικός παράγοντας των αποδόσεων των μετοχών των αγοραστριών σχετίζεται με την αγορά όπως διαπιστώθηκε και από την έρευνα των Alexandridis et al. (2010). Στο συνολικό δείγμα των περιπτώσεων από 39 χώρες, εκ των οποίων το 84% αφορούσε εταιρίες στις UUC χώρες, τις ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση οι αποδόσεις για τις αποκτώσες ήταν αρνητικές που ανήλθαν σε -0,91%. Σε επίπεδο σημαντικότητας 1% οι μέσες αρνητικές αποδόσεις για τις UUC χώρες ανήλθε σε -1,38%. Όμως αντίθετα ήταν τα ευρήματα για τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες (πλην του Ηνωμένου Βασιλείου), την Ιαπωνία και την Νότια Αμερική, καθώς οι μέσες αποδόσεις ήταν 1,65%, 2,45% και 2,32% αντίστοιχα. Συγκεκριμένα στις 11 από τις 15 χώρες της Ευρώπης οι αποδόσεις ήταν θετικές. Στις UUC χώρες οι συναλλαγές με προσφορά μετοχών είχαν αρνητικές επιπτώσεις για τους μετόχους τους, ενώ στις ΗΠΑ οι εξαγορές με μετρητά δημιουργούσαν θετική αξία. Αντίθετα στις υπόλοιπες χώρες του κόσμου οι αποδόσεις ήταν θετικές ανεξάρτητα από τον τρόπο πληρωμής, αν και στις εξαγορές με μετρητά οι αποδόσεις ήταν 1,72% ενώ σε αυτές με μετοχές ήταν 1,63%. Ενδεχομένως αυτό το γεγονός απορρέει από το χαμηλότερο υπερτίμημα εξαγοράς που καταβάλλεται για την απόκτηση των εταιρειών λόγω του χαμηλότερου ανταγωνισμού στον τομέα των εξαγορών (Alexandridis et al., 2010).

Στην έρευνα των Kyriazopoulos and Drymbetas (2015) που πραγματοποιήθηκε στις χρηματιστηριακές αγορές των χωρών της Ευρώπης (εξαιρώντας τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης) εξετάστηκαν και οι αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες στον τραπεζικό κλάδο. Αντίθετα από τις εταιρείες στόχους οι αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες δεν ήταν θετικές ειδικά μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. Παρόλα αυτά οι αθροιστικές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, παρατηρήθηκαν τις ημέρες 10-8 πριν την ανακοίνωση και τις ημέρες 7-10 μετά την ανακοίνωση. Συνολικά το διάστημα [-10, 10] οι

αθροιστικές αποδόσεις ήταν $-0,648$, ενώ το διάστημα $[1, 10]$ ήταν $-1,396\%$. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν λιγότερο έντονα αν και επίσης αρνητικά για τις αποκτώσες εταιρείες με υψηλό αριθμοδείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς διαπιστώθηκε ότι μεγαλύτερες ήταν οι ζημιές για τους μετόχους των αποκτώντων τραπεζών που είχαν χαμηλότερες αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων (Kyriazopoulos & Drymbetas, 2015).

Διαφορετικά ήταν τα ευρήματα της έρευνας των Yilmaz and Tanyeri (2016) όσον αφορά στο ύψος των αποδόσεων των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών, σε ένα δείγμα από 47 χώρες από όλο τον κόσμο. Συνολικά οι αποδόσεις λίγες ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση ανήλθαν σε $1,35\%$, με υψηλότερες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες σε αναπτυσσόμενες χρηματιστηριακές αγορές. Αντίθετα με τα ευρήματα της έρευνας των Alexandridis et al. (2010) για τις εξαγοράζουσες στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο και στον Καναδά οι αποδόσεις ήταν θετικές και συγκεκριμένα για τον Καναδά υψηλότερες από όλες τις χώρες και ανήλθαν περίπου στο 3% . Όμως μετά την ανακοίνωση και σε διάστημα 30 ημερών οι θετικές αθροιστικές αποδόσεις που δημιουργήθηκαν έως την ημερομηνία ανακοίνωσης είχαν αντισταθμιστεί από τις σταδιακές μειώσεις των αποδόσεων ειδικά για τις εξαγοράζουσες εταιρείες στις αναδυόμενες αγορές (που τελικά διαμορφώθηκαν σε $-1,1\%$) και τις ΗΠΑ ($-0,3\%$). Για τις υπόλοιπες αναπτυσσόμενες οικονομίες ενώ υπήρξε μείωση στις αθροιστικές αποδόσεις που κλιμακώθηκαν έως την ημερομηνία ανακοίνωσης, τριάντα ημέρες μετά την ανακοίνωση, η μείωση δεν αντιστάθμισε τελείως τα κέρδη (Yilmaz & Tanyeri, 2016).

Οι Mager and Meyer-Fackler (2017) εξέτασαν τα αποτελέσματα των εξαγορών για γερμανικές εταιρείες την περίοδο 1981-2010. Το συνολικό δείγμα της έρευνας ήταν 338 εταιρείες και η ανάλυση πραγματοποιήθηκε τόσο συνολικά για το διάστημα των τριάντα ετών όσο και διακεκριμένα ανά τρεις δεκαετίες. Την δεκαετία του 1980 οι συναλλαγές ήταν λιγότερες σε πλήθος από ότι τις άλλες δύο και ειδικά με την δεκαετία του 2000 που οι συναλλαγές κορυφώθηκαν. Επίσης διαχρονικά αύξηση υπήρξε και στην αξία των συναλλαγών. Συνολικά οι αθροιστικές αποδόσεις από την ημερομηνία ανακοίνωσης έως και είκοσι ημέρες μετά οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις ήταν

-0,9%, ίσες με αυτές της υποπεριόδου 1981-1990. Την επόμενη δεκαετία οι αθροιστικές ζημιές ήταν μεγαλύτερες (-1,6%) ενώ ελαχιστοποιήθηκαν την δεκαετία του 2000 (-0,3%). Σε χρονικό παράθυρο μια ημέρα πριν και μια ημέρα μετά, αλλά και πέντε ημέρες πριν και μετά τα αποτελέσματα ήταν διαφορετικά, καθώς με εξαίρεση την δεκαετία του 1990, οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις ήταν θετικές. Συγκεκριμένα μια ημέρα πριν και μετά, συνολικά την περίοδο οι αποδόσεις ήταν οριακά θετικές (0,1%), ενώ πέντε ημέρες πριν και μετά οι αθροιστικές αποδόσεις ήταν αυξημένες σε 0,6% και για την περίοδο 2001-2010 στο ίδιο χρονικό παράθυρο οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις ήταν 1,7% (Mager & Meyer-Fackler, 2017).

Στην έρευνα των Kiesel et al. (2017) που πραγματοποιήθηκε στον κλάδο των εταιρειών της εφοδιαστικής αλυσίδας, τα αποτελέσματα ήταν επίσης θετικά για τις εξαγοράζουσες εταιρείες, όπως και για τις εταιρείες στόχους, αλλά πολύ μικρότερης έντασης και για χαμηλότερο ποσοστό των εταιρειών του δείγματος (826 εταιρείες). Την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς οι μέσες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες ήταν 0,60%, με θετικές αποδόσεις για το 51,82% των εταιρειών. Σε παράθυρο μιας ημέρας οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις ανήλθαν σε 1,31%. Σε παράθυρο δύο ημερών οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις ήταν 1,31% ενώ για πέντε ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις μειώθηκαν σε 0,98%. Μια ημέρα πριν και δύο ημέρες μετά οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις ήταν πολύ ψηλότερες για τις εταιρείες των εναέριων μεταφορών, που έφθασαν στο 2,5%, ενώ χαμηλότερες ήταν για τις εταιρείες στον κλάδο της ναυτιλίας που τις συγκεκριμένες ημέρες ήταν οριακά θετικές, ενώ συνολικά ήταν αρνητικές (Kiesel et al., 2017).

2.2 Μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας

2.2.1 Μετοχικές αποδόσεις

Στην έρευνα των Alexandridis et al. (2007) μελετήθηκαν οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες από το Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1986-2002. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν μια αρνητική σχέση μεταξύ της άποψης των επενδυτών πριν από το γεγονός της συγχώνευσης/εξαγοράς και των αποδόσεων των μετοχών μετά την απόκτηση. Οι αρνητικές μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) παρατηρούνται κυρίως όταν η διασπορά γνώμης των αναλυτών σχετικά με τα Προβλεπόμενα Κέρδη ανά Μετοχή είναι υψηλή, ενώ οι αγοραστές με χαμηλή διασπορά στις περισσότερες περιπτώσεις δεν υπόκεινται σε μη κανονικές θετικές στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα ήταν ισχυρά έναντι των εναλλακτικών μέτρων απόκλισης απόψεων και των μεθοδολογικών διαδικασιών που χρησιμοποιήθηκαν και μετά τον έλεγχο για μια σειρά χαρακτηριστικών συμφωνίας / αγοραστή. Ειδικότερα τα ευρήματα έδειξαν ότι για εταιρείες που υπήρχε υψηλός βαθμός διαφωνίας μεταξύ των επενδυτών (μεγάλη διασπορά στις προβλέψεις) ήταν υπερτιμημένες πριν από (και γύρω από) την ανακοίνωση εξαγοράς. Η υπερτίμηση για αυτές τις εταιρείες διορθώθηκε σταδιακά, δημιουργώντας έτσι χαμηλή απόδοση μετά την εξαγορά, ανεξάρτητα από τις πληροφορίες που προκύπτουν από την ανακοίνωση (Alexandridis et al., 2007)

Στην έρευνα του Kyriazis (2010) μελετήθηκε για πρώτη φορά στην ελληνική αγορά η μακροπρόθεσμη προσθήκη αξίας για τις αποκτώσες εταιρείες μετά την εξαγορά. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε με το μοντέλο των τριών παραγόντων των Fama&French, την περίοδο 1993-2006 σε τελικό δείγμα 86 εξαγορών. Για περίοδο 12 μήνες μετά την εξαγορά οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις για τις αποκτώσες εταιρείες ήταν -2,15%, για 24 μήνες μετά οι αποδόσεις ήταν -1,81% ενώ τρία χρόνια μετά οι αρνητικές αποδόσεις ανήλθαν σε -2,28%. Οι αρνητικές αποδόσεις ήταν υψηλότερες σε όλα τα χρονικά διαστήματα όταν η αποκτώμενη εταιρεία ήταν εισηγμένη, ενώ μικρότερες ήταν για τις μη εισηγμένες αποκτώμενες εταιρείες (Kyriazis, 2010).

Στην έρευνα των Zaremba and Plotnicki (2016) για τις επιπτώσεις των εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών στην μακροπρόθεσμη περίοδο την περίοδο 2001-201 στις χώρες της Ανατολικής και Κεντρικής Ευρώπης οι αποδόσεις ελέγχθηκαν με τη χρήση του μοντέλου CAPM τριών και τεσσάρων παραγόντων. Συγκεκριμένα κατασκευάστηκαν τρεις τύποι χαρτοφυλακίων με περιόδους διατήρησης 1, 2 και 3 έτη αντίστοιχα (12, 24 και 36 μήνες). Οι μετοχές των αγοραστριών εταιρειών περιλήφθηκαν στα χαρτοφυλάκια στο τέλος του μήνα κατά τον οποίο η εταιρεία ανακοίνωσε τη συναλλαγή και εξαιρέθηκε μετά από 1, 2 ή 3 χρόνια (12, 24 ή 36 μήνες). Οι αποδόσεις χαρτοφυλακίου υπολογίστηκαν τόσο σε ίσης στάθμισης (equally weighted) όσο και σε στάθμισης βάσει κεφαλαιοποίησης (value weighted), προκειμένου να διασφαλιστεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Για την έρευνα, υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις αφαιρώντας τα αθροιστικά μηνιαία ποσοστά χωρίς κίνδυνο (επιτόκιο προσφοράς EURIBOR 1 μηνός). Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέληξαν σε μερικές σημαντικές θεωρητικές και πρακτικές διαπιστώσεις. Πρώτον, το γεγονός που αναφέρεται από την πλειοψηφία των αμερικανικών μελετών που καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αποκτώσες εταιρείες έχουν αρνητική μακροπρόθεσμη μη κανονική απόδοση θα πρέπει να αντιμετωπίζεται με προσοχή. Έπειτα από τον έλεγχο της αξίας, του μεγέθους και των δυναμικών επιδράσεων στις τοπικές αγορές, δεν βρέθηκαν πειστικά στοιχεία για μακροπρόθεσμη χαμηλή απόδοση. Με άλλα λόγια, οι φαινομενικά μη κανονικές αποδόσεις μπορεί μάλλον να είναι αποτέλεσμα προβλημάτων μέτρησης και όχι κακής αποτίμησης. Δεύτερον, η έλλειψη αποδεικτικών στοιχείων για τη μακροπρόθεσμη καταστροφή της αξίας για τους αποκτώντες μετά την εξαγορά είναι μια σημαντική παρατήρηση για την εταιρική διακυβέρνηση και τη διαχείριση (Zaremba & Plotnicki, 2016).

Οι Mager and Meyer-Fackler (2017) μελέτησαν και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες στην Γερμανία την περίοδο 1981-2010, επίσης συνολικά όσο και ανά δεκαετίες. Για τον υπολογισμό των των μη-κανονικών αποδόσεων χρησιμοποίησαν τρεις διαφορετικούς δείκτες (τον Βιομηχανικό της Γερμανίας, τον Βιομηχανικό της Ευρώπης και τον Γενικό δείκτη της Γερμανίας) και υπολόγισαν τις μη κανονικές αποδόσεις με την μέθοδο Buy

and Hold Abnormal Returns (BHARs) για τρία έτη. Με την χρήση του γερμανικού βιομηχανικού δείκτη οι μη κανονικές αποδόσεις για το διάστημα των τριών ετών στο συνολικό δείγμα ήταν -8,9% ενώ εξαιρετικά ανομοιογενή ήταν τα αποτελέσματα στις τρεις υποπεριόδους. Συγκεκριμένα την δεκαετία του 1980 σε χρονικό ορίζοντα τριών ετών οι αποκτώσες εταιρείες αποκόμισαν μη κανονικές αποδόσεις ίσες με 36,4%. Αντίθετα την δεκαετία του 1990 οι αποδόσεις ήταν αρνητικές και συγκεκριμένα -18,1% και χαμηλότερες την επόμενη δεκαετία που διαμορφώθηκαν σε -7,7%. Όταν χρησιμοποιήθηκε ο βιομηχανικός δείκτης της Ευρώπης τα αποτελέσματα ήταν παρεμφερή, αλλά υψηλά αρνητικά και στην πρώτη δεκαετία (-34,1%). Αντίθετα πολύ πιο ήπια αλλά και αντίθετα ήταν τα αποτελέσματα όταν χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης ο CDAX. Συνολικά την τριακονταετία οι μέσες αποδόσεις ήταν 0,9%, τις δεκαετίες 1980 και 1990 για βάθος χρόνου τριών ετών οι αποδόσεις ήταν αρνητικές (-3,5% και -8,1% αντίστοιχα) ενώ για την δεκαετία του 2000 οι αποδόσεις ήταν θετικές, ίσες με 8,2% (Mager & Meyer-Fackler, 2017).

Οι Kiesel et al. (2017) στην έρευνά τους στον κλάδο των logistics εκτός από τις βραχυπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες και τις εταιρείες στόχους, μελέτησαν τις αποδόσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και συγκεκριμένα για διαστήματα έξι, δώδεκα, είκοσι τεσσάρων και τριάντα έξι μηνών. Εφαρμόζοντας την μεθοδολογία BHARs διαπίστωσαν στο σύνολο του δείγματος ότι στους έξι μήνες από την ημερομηνία ανακοίνωσης οι μη κανονικές μέσες αποδόσεις ανήλθαν σε 1,304%, στους δώδεκα μήνες ήταν 0,481%, ενώ μετέπειτα υπήρξε σημαντική άνοδος. Συγκεκριμένα δύο έτη μετά την ανακοίνωση οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις ήταν 2,64% και τρία έτη μετά 7,567%. Τα αποτελέσματα αυτά όμως δεν ήταν κοινά για όλες τις υποκατηγορίες των εταιρειών του κλάδου. Οι εταιρείες third party logistics (3PL) στα τρία έτη είχαν μη κανονικές αποδόσεις περισσότερο από 24%, ενώ περίπου 20% ήταν οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τις εταιρείες των σιδηροδρομικών μεταφορών. Ενώ για τον ίδιο χρονικό ορίζοντα οι αποδόσεις ήταν μικρότερες για τις οδικές μεταφορές (4,1%) και τις θαλάσσιες μεταφορές (7,1%). Αντίθετα στις εταιρείες ταχυμεταφορών στα τρία έτη οι μέσες

αποδόσεις ανήλθαν σε -17,3% και στις εταιρείες των εναέριων μεταφορών - 11,1% (Kiesel et al., 2017).

Οι Jensen-Vinstrup et al. (2018) μελέτησαν τις αποδόσεις 174 διασυννοριακούς αγοραστής από την Ευρώπη κατά την περίοδο 2002-2012. Συγκεκριμένα μελετήθηκε εάν οι διασυννοριακές εξαγορές προσφέρουν μακροπρόθεσμα μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες. Για αυτό μέτρησαν τις μηνιαίες μη φυσιολογικές αποδόσεις από τον μήνα 1 έως τον μήνα 36 μετά την ημερομηνία εξαγοράς. Έτσι, οι εταιρείες στο δείγμα παρατηρήθηκαν για 73 διαδοχικούς μήνες, δηλαδή 36 μήνες πριν και 36 μήνες μετά τον μήνα εξαγοράς (μήνας 0). Παρόλο που αυτή η περίοδος ήταν αρκετή για να μετρήσει τις επιπτώσεις μακροπρόθεσμης απόδοσης, μπορεί να δημιουργήσει μια προκατάληψη προοπτικής και υπερεκτίμηση της απόδοσης μετά την απόκτηση. Για την έρευνα επιλέχθηκαν μόνο στρατηγικές εξαγορές, δηλαδή από το δείγμα εξαιρέθηκαν θεσμικές και διαχειριστικές εξαγορές, εξαγορές μετοχών, αυξήσεις κεφαλαίου και κοινοπραξίες. Για τον ίδιο λόγο αποκλείστηκαν αγοραστής που δραστηριοποιούνται στον χρηματοπιστωτικό τομέα, όπως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εταιρείες ακινήτων και νομικούς συμβούλους, επειδή η συγκεκριμένη φύση των ρυθμιστικών περιβαλλόντων και των λογιστικών προτύπων θα προκαλούσε μεροληψία στη μελέτη. Η ανάλυση έδειξε ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες είχαν χαμηλότερη απόδοση κατά τους τριάντα έξι μήνες μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Ωστόσο, τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι η αρχικά χαμηλή απόδοση δεν αποδίδεται στο συμβάν εξαγοράς αλλά εξηγείται από τις διαφορές μεταξύ των αγοραστών σε επτά εταιρικά χαρακτηριστικά που βρέθηκαν να προβλέπουν μελλοντικές αποδόσεις μετοχών (Jensen-Vinstrup et al., 2018).

2.2.2 Εύρεση της λειτουργικής απόδοσης των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων με τη χρήση λογιστικών στοιχείων

Η έρευνα στις μετοχικές αποδόσεις, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα είναι εκτεταμένη. Οι εμπειρικές έρευνες σε σχέση με τις μακροπρόθεσμες λειτουργικές αποδόσεις των εταιρειών μετά τις εξαγορές έχουν μελετηθεί σε μικρότερο βαθμό. Στην τρέχουσα ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα κάποιων ερευνών που έχουν εστιάσει στις λειτουργικές αποδόσεις των εταιρειών.

Οι Dickerson et al. (1997) συνέκριναν την απόδοση των εταιρειών μετά από εξαγορές με μη αποκτώμενες εταιρείες για ένα μεγάλο δείγμα βρετανικών εταιρειών που παρατηρήθηκε μεταξύ 1948 και 1971. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν στοιχεία τα οποία να συνηγορούν στο ότι οι εξαγορές έχουν ευεργετική επίδραση στην απόδοση της εταιρείας, όπως μετρείται από την κερδοφορία (απόδοση ενεργητικού). Στην πραγματικότητα, τα αποτελέσματά τους αναφέρουν ότι οι εξαγορές έχουν συστηματική επιζήμια επίδραση στην απόδοση των αγοραστών, καθώς η μέση απόδοση των περιουσιακών στοιχείων των αποκτώντων εταιρειών έδειξε σημαντική αρνητική επίδραση της εξαγοράς ύψους 2,03% κατά τα έτη μετά την εξαγορά. Έτσι, τα αποτελέσματα αυτής της εργασίας υποδηλώνουν ότι οι εξαγορές δεν οδηγούν σε βελτιωμένη απόδοση όπως μετρείται από την κερδοφορία (Dickerson, et al., 1997).

Οι Gugler et al. (2003) εξέτασαν τις επιπτώσεις 45.000 παγκόσμιων ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων από το 1981 έως το 1998. Η μελέτη πραγματοποιήθηκε για τον προσδιορισμό των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων στις εταιρικές επιδόσεις σε εθνικό, διεθνές και κλαδικό επίπεδο (χωριστά ανά τύπο συγχώνευσης, οριζόντια, κάθετη και εταιρειών με ετερογενείς δραστηριότητες). Τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων αναλύθηκαν χρησιμοποιώντας ως μέτρα την κερδοφορία (κέρδος διαιρούμενο με περιουσιακά στοιχεία) και τις πωλήσεις (πωλήσεις προς περιουσιακά στοιχεία) και στην συνέχεια τα αποτελέσματα συγκρίθηκαν με την απόδοση των ομάδων ελέγχου μη συγχωνευόμενων εταιρειών. Οι συγγραφείς έλαβαν

ανάμεικτα αποτελέσματα, με περίπου το 56,7% όλων των συγχωνεύσεων να οδηγούν σε υψηλότερα από τα προβλεπόμενα κέρδη, αλλά σχεδόν το ίδιο ποσοστό συγχωνεύσεων οδήγησε σε χαμηλότερες από τις προβλεπόμενες πωλήσεις μετά από 5 χρόνια. Πιο συγκεκριμένα τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι συγχωνεύσεις κατά μέσο όρο είχαν ως αποτέλεσμα σημαντικές αυξήσεις στα κέρδη, αλλά μείωσαν τις πωλήσεις των συγχωνευόμενων εταιρειών. Άλλο ένα ενδιαφέρον εύρημα ήταν ότι αυτά τα μοτίβα μετά τη συγχώνευση φαίνονται παρόμοια σε όλες τις χώρες. Επίσης, δεν βρέθηκαν δραματικές διαφορές μεταξύ των συγχωνεύσεων στον τομέα της μεταποίησης και των υπηρεσιών και μεταξύ των εγχώριων και των διασυνοριακών συγχωνεύσεων. Οι συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών με διαφορετικές δραστηριότητες είχαν μείωση στις πωλήσεις περισσότερο από τις οριζόντιες συγχωνεύσεις. Διαχωρίζοντας τις συγχωνεύσεις σε αυτές που αυξάνουν τα κέρδη και εκείνες που τις μειώνουν και εξετάζοντας στη συνέχεια τα μοτίβα των αλλαγών στις πωλήσεις μετά τις συγχωνεύσεις, προσδιορίστηκαν οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων στην αποτελεσματικότητα και στην ισχύ της αγοράς. Τα αποτελέσματα της έρευνας υποδηλώνουν ότι οι συγχωνεύσεις που μειώνουν τα κέρδη και την αποτελεσματικότητα αντιπροσωπεύουν μεγάλο ποσοστό. Ωστόσο, εντοπίστηκαν συγχωνεύσεις που αυξάνουν τα κέρδη είτε αυξάνοντας την ισχύ της αγοράς είτε αυξάνοντας την αποδοτικότητα. Σύμφωνα με τους συγγραφείς το πρώτο συμπέρασμα ήταν μια πιο πιθανή εξήγηση για τις μεγάλες εταιρείες, ενώ το τελευταίο είναι πιθανό να ισχύει για τις μικρές επιχειρήσεις (Gugler et al., 2003).

Οι Martynova et al. (2006) διερεύνησαν τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία 155 ευρωπαϊκών εταιρικών εξαγορών και συγχωνεύσεων που ολοκληρώθηκαν μεταξύ 1997 και 2001, όπου οι εταιρείες εξαγοράς και στόχοι είναι από την Ηπειρωτική Ευρώπη και το Ηνωμένο Βασίλειο. Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές για την μέτρηση της λειτουργικής απόδοσης και επέλεξαν μια ομάδα ομότιμων εταιρειών που επιλέχθηκαν για τον έλεγχο της βιομηχανίας, του μεγέθους και της απόδοσης πριν από την εξαγορά. Ενώ πολλά από τα μέτρα που μελετήθηκαν έδειξαν μείωση της επιχειρησιακής

απόδοσης (-0,01% για το μέτρο EBITDA / BVassets και - 0,62% για το μέτρο (EBITDA - ΔWC) / BVassets), αυτή η μείωση έγινε στατιστικά ασήμαντη μετά τον έλεγχο για την απόδοση των εταιρειών. Οι συγγραφείς κατέληξαν επίσης στο συμπέρασμα ότι τα χαρακτηριστικά της συγχώνευσης όπως το μέσο πληρωμής (μετρητά/μετοχές), η γεωγραφική περιοχή και η σχέση με το κλάδο δραστηριότητας δεν έχουν σημαντική επεξηγηματική ισχύ για τα αποτελέσματα (Martynova et al., 2007).

Στην έρευνα των Hamza et al. (2016) μελετήθηκαν οι πηγές των συνεργιστικών κερδών που προέρχονται από εταιρικές εξαγορές και τις ειδικές συνεισφορές τους στη δημιουργία αξίας. Αυτή η εμπειρική μελέτη επικεντρώθηκε σε μεγάλο βαθμό στους ακριβείς καθοριστικούς παράγοντες των συνολικών, λειτουργικών και οικονομικών μακροπρόθεσμων συνεργιών. Το δείγμα της έρευνας ήταν 59 γαλλικές εξαγορές μεταξύ 1999 και 2011. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι γαλλικές εξαγορές δημιουργούν μακροπρόθεσμα κέρδη με διπλά συνεργιστικά οφέλη σε επίπεδο λειτουργικών και οικονομικών συνεργειών. Αυτά τα δύο συστατικά ήταν στατιστικά θετικά και σημαντικά, ιδιαίτερα τα πρώτα. Επιπλέον, οι περικοπές των επενδυτικών δαπανών αποτέλεσαν τη βασική σημαντική πηγή λειτουργικών συνεργιών, ενώ η επίδραση στα λειτουργικά έσοδα ήταν μεν αρνητική αλλά ασήμαντη. Κατά συνέπεια, θεωρήθηκε ότι δεν υπάρχει αύξηση της ισχύος στην αγορά μετά την εξαγορά. Η ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης έδειξε ότι τόσο οι συνολικές όσο και οι λειτουργικές συνέργειες ήταν υψηλότερες στις εστιασμένες εξαγορές. Επιπλέον, το χαμηλό σχετικό μέγεθος της εταιρείας-στόχου συμβάλλει σε θετικές συνέργειες. Τέλος, οι οικονομικές συνέργειες προέκυψαν από το επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης των προσφερόντων και το σχετικό μέγεθος στόχου (Hamza, et al., 2016).

Οι Salvi et al. (2018) ανέλυσαν τις αποδόσεις των αποκτώντων εταιρειών μετά την εξαγορά «πράσινων» εταιρειών. Το δείγμα της έρευνας ήταν 84 ολοκληρωμένες εξαγορές εταιρειών των ΗΠΑ και της Ευρώπης για την περίοδο 2000-2016. Ως «πράσινες» ορίστηκαν οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε μια σειρά από «πράσινους» κλάδους, όπως των εναλλακτικών μορφών ενέργειας, της βιοενέργειας, των ηλεκτρονικών

οχημάτων, των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, κ.λπ. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε ήταν η λογιστική απόδοση μετά τη συμφωνία, που μετρήθηκε από τον δείκτη απόδοσης ενεργητικού, για δύο και τρία χρόνια μετά την εξαγορά. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές της έρευνας ήταν το ενεργητικό (ως μέτρο μεγέθους της εταιρείας), η χρηματοοικονομική μόχλευση, η αξία εξαγοράς, η μέθοδος πληρωμής, η ομοιογένεια των δραστηριοτήτων των εταιρειών (εξαγοράζουσας και αποκτώμενης) και αν επρόκειτο για εγχώριες ή διασυνοριακές εξαγορές. Η μέση μεταβολή του δείκτη ROA δύο και τρία χρόνια μετά την απόκτηση για ολόκληρο το δείγμα ήταν -0,22% και -0,18% αντίστοιχα, δείχνοντας ότι οι συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών φαίνεται να καταστρέφουν την αξία για τους αγοραστές. Ωστόσο, προκειμένου να αποκτηθεί μια βαθύτερη κατανόηση σχετικά με το εάν οι «πράσινες» προσφορές μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους αγοραστές, διαιρέθηκε το δείγμα σε δύο υποδείγματα, όπου το πρώτο υπο-δείγμα αποτελείτο από όλες τις συμφωνίες στις οποίες οι εταιρείες στόχοι λειτουργούσαν στον «πράσινο» τομέα (35 προσφορές), ενώ το δεύτερο υπο-δείγμα αποτελούνταν από όλες τις συμφωνίες στις οποίες οι εταιρείες στόχοι δεν λειτουργούσαν στον πράσινο τομέα (49 προσφορές). Στη συνέχεια υπολογίστηκε εκ νέου η μέση αλλαγή του ROA για δύο και τρία χρόνια μετά την απόκτηση για κάθε δείγμα και ελέγχθηκε η τυχόν διαφορά. Όσον αφορά στην αλλαγή στο δείκτη ROA, οι εταιρείες που περιλαμβάνονταν στο πρώτο υπο-δείγμα (πράσινες προσφορές) φαίνεται να είναι πιο επιτυχημένες, όσον αφορά στην κερδοφορία, από τις εταιρείες στο δεύτερο υπο-δείγμα, με μέσο ΔROA_2 (μεταβολή ROA δύο χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας) ίσο με 0,38% και ένα μέσο ΔROA_3 (μεταβολή ROA τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας) ίσο με 0,40% σε αντίθεση με το μέσο όρο ΔROA_2 ίσο με -0,67% και ένα μέσο ΔROA_3 ίσο με -0,59% αντίστοιχα. Κατά συνέπεια από την έρευνα προέκυψε ότι οι εξαγορές «πράσινων» εταιρειών μπορούν να προωθήσουν την δημιουργία αξίας για την αποκτώσες εταιρείες, με τα οφέλη να αρχίζουν να διαφαίνονται δύο και τρία έτη μετά την ολοκλήρωση των συμφωνιών (Salvi et al., 2018).

2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την προσθήκη αξίας

Οι επιπτώσεις από την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών έχουν μελετηθεί σε μεγάλο βαθμό κατά το παρελθόν και είναι ένα ζήτημα που ακόμα δεν έχουν δοθεί σαφείς απαντήσεις. Κάποια από τα κίνητρα είναι τα οφέλη που αποκτώνται από τη συνέργεια, το ίδιο συμφέρον της διοίκησης που πολλές φορές λειτουργεί σε βάρος των μετόχων και η υπέρμετρη σιγουριά ή οι λανθασμένες εκτιμήσεις της διοίκησης της αποκτώσας επιχείρησης (Brahma et al., 2018). Άλλοι λόγοι μπορεί να είναι η διεθνοποίηση των επιχειρήσεων, η μείωση του κόστους, η διεύρυνση του χαρτοφυλακίου εργασιών, οι οικονομίες κλίμακας, κλπ. Το ζητούμενο όμως σε κάθε περίπτωση είναι η δημιουργία αξίας αν και λίγες είναι οι περιπτώσεις όπου αυτό πραγματικά επιτυγχάνεται (Goedhart, et al., 2017). Στον αντίποδα υποστηρίζεται ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά μέσο όρο οδηγούν σε δημιουργία αξίας, αν όχι για μια από τις εμπλεκόμενες εταιρείες ή για ένα καθορισμένο χρονικό ορίζοντα, αλλά συνολικά για τους επενδυτές και την οικονομία (Kaplan, 2016).

2.3.1 Τρόπος πληρωμής

Ο Travlos (1987) μελέτησε τον ρόλο του τρόπου πληρωμής της εξαγοράς στις αποδόσεις των μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας την ημερομηνία ανακοίνωσης φιλικών εξαγορών και συγχωνεύσεων (και σε ένα χρονικό πλαίσιο δέκα ημερών πριν και μετά). Το δείγμα της έρευνας ήταν 167 επιτυχημένες εξαγορές την περίοδο 1972-1981, εκ των οποίων οι 60 πραγματοποιήθηκαν με προσφορά κοινών μετοχών, 100 με μετρητά και 7 με συνδυασμό και των δύο (μετοχές και μετρητά). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αποδόσεις επηρεάζονται σημαντικά από τον τρόπο πληρωμής. Πιο συγκεκριμένα την ημερομηνία ανακοίνωσης η αντίδραση της αγοράς ήταν αρνητική για εξαγορές με μετοχές (-0,69%) και θετική για εξαγορές με μετρητά (0,29%). Για τις είκοσι μια ημέρες οι αθροιστικές αποδόσεις ήταν αρνητικές και για τους δύο τρόπους πληρωμής, αλλά υψηλότερες για τις εξαγορές με μετοχές

όπου το σύνολο των αποδόσεων ήταν -1,6%, σε σχέση με τις εξαγορές με μετρητά που ήταν οριακά αρνητικές -0,13% (Travlos, 1987).

Με τα ανωτέρω αποτελέσματα συμφωνούν και οι Wansley, Lane και Yang(1987), οι οποίοι εκπονώντας μελέτη ενός δείγματος 199 Σ&Ε που θεωρήθηκαν επιτυχημένες οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρίες με μέθοδο πληρωμής με μετρητά, εκτιμήθηκαν σε ποσοστό 6,17 % και ήταν στατιστικά σημαντικές με $t= 2,31$, ενώ όταν η πληρωμή πραγματοποιήθηκε με ανταλλαγή μετοχών εκτιμήθηκαν σε -1,51% με $t\text{-stat} = 1,07$ και στατιστικά ασήμαντες για την περίοδο παρατήρησης 80 ημερών. Η διαφορά των αθροιστικών μέσων αποδόσεων υπολογίστηκε με στατιστική σημαντικότητα επιβεβαιώνοντας υπεροχή της μεθόδου πληρωμής με μετρητά.

Οι Brown και Rynngaert (1991) εξέτασαν δείγμα 342 εξαγορών στην Αμερικανική αγορά την χρονική περίοδο 1981-1986. Οι αποδόσεις που υπολογίστηκαν ήταν στατιστικά σημαντικά αρνητικές της τάξεως του -2,2% για προτάσεις εξαγοράς με ανταλλαγή μετοχών και -2,55% για μεικτό τρόπο αντίστοιχα. Στις προτάσεις εξαγοράς με μετρητά, οι αποδόσεις είναι μηδενικές. Σε όλες τις περιπτώσεις υπάρχει στατιστική σημαντικότητα και οι μετρήσεις αφορούν τα χρονικά παράθυρα (-1,0). Παρόμοια αποτελέσματα παρατηρούνται και στην έρευνα του Servaes(1991) σχετικά με τις υψηλότερες αποδόσεις που παρουσιάζουν οι αγοράστριες εταιρίες όταν οι προτάσεις εξαγοράς γίνονται με μετρητά. Στην συγκεκριμένη έρευνα, σε ένα δείγμα 704 εξαγορών από το 1972 έως το 1987 εφαρμόζοντας το υπόδειγμα της αγοράς, στις ΗΠΑ, υπολογίστηκε ότι οι αγοράστριες εταιρίες πραγματοποίησαν αποδόσεις 3,44% με την μέθοδο πληρωμής με μετρητά και -5,86% με ανταλλαγή μετοχών την ημέρα της ανακοίνωσης.

Κατά τη περίοδο μελέτης 1981-1992 ο Saeyoung Chang (1998) προχώρησε στη σύγκριση των αποδόσεων των μετοχών των αγοραστριών εταιριών στις ΗΠΑ, οι οποίες είχαν προβεί σε συγχώνευση με εισηγμένες και μή εταιρείες. Στο δείγμα των 255 προσφορών για συγχώνευση σε εισηγμένες

εταιρείες, οι 101 προσφορές αφορούσαν πληρωμή με μετρητά και οι 154 με ανταλλαγή μετοχών. Στη περίπτωση πάλι συγχώνευσης προς μη εισηγμένες εταιρείες οι 281 συνολικά προσφορές, μοιράζονταν σε 131 με πληρωμή σε μετρητά, σε 100 με πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών και τέλος σε 50 με μεικτό τρόπο πληρωμής. Ο Saeyoung Chang μελετώντας τις αποδόσεις των μετοχών κατέληξε ότι στις αγοράστριες εταιρείες που προβαίνουν στη συγχώνευση μη εισηγμένων εταιρειών με μετρητά η απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική 0,09%, ενώ αντίθετα όταν ο τρόπος πληρωμής είναι η ανταλλαγή μετοχών αυτή αγγίζει το ποσοστό του 2,64% και στατιστικά σημαντική. Στη περίπτωση όμως της συγχώνευσης σε μη εισηγμένες εταιρείες, τότε η μετοχή της αγοράστριας εταιρείας έχει μια ελαφριά απώλεια της τάξης του -0,02% στατιστικά μη σημαντική όταν η προσφορά πληρωμής είναι σε μετρητά, ενώ η αντίστοιχη απώλεια για πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών αγγίζει το ποσοστό του -2,46% και στατιστικά σημαντική.

Σύμφωνα με την έρευνα των Antoniou, Petmezas και Zhao (2007) για τη χρονική περίοδο 1987-2004 στο Ηνωμένο Βασίλειο, έχουμε τα κάτωθι αποτελέσματα. Οι ερευνητές, χρησιμοποιώντας το προσαρμοσμένο υπόδειγμα της αγοράς στην έρευνά τους, με 319 απορροφούσες εταιρείες οι οποίες είχαν προβεί σε 1.401 εξαγορές, κατέληξαν στο ότι στις εξαγορές με μετρητά υπολογίσθηκαν μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 0,76% ,στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και σε εξαγορές με διαφορετικό τρόπο πληρωμής πέραν των μετρητών, αντίστοιχες αποδόσεις της τάξης του 1,76% επίσης όμως στατιστικά σημαντικές του αυτού επιπέδου σημαντικότητας δηλ. ποσοστού 1%. Με την προαναφερθείσα έρευνα, έρχονται σε μερική αντίθεση τα πορίσματα της έρευνας των Heron και Lie (2002). Μεταξύ 859 Σ&Ε, αποτυπώνεται πως οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών, επιτυγχάνουν ελαφρώς θετικό πρόσημο στις περιπτώσεις πληρωμής με μετρητά η μεικτού τρόπου και υπεραποδίδουν έναντι της αρνητικής απόδοσης που παρατηρείται στις περιπτώσεις με ανταλλαγή μετοχών.

Διαφορετικά ήταν τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας των Kyriazis και Diacogiannis (2008) στην ελληνική αγορά. Συγκεκριμένα οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας κερδίζουν περισσότερο όταν οι προσφορές γίνονται

με μετρητά και όταν η εξαγορά αφορά εισηγμένες εταιρείες. Σε αντιδιαστολή με τις εξαγορές με μετρητά, οι εξαγορές με μετοχές μη εισηγμένων εταιρειών έχουν ως συνέπεια υψηλές αρνητικές αποδόσεις για τις αποκτώσες εταιρείες. Από την άλλη μεριά τα κέρδη των εταιρειών στόχου σχετίζονται θετικά με το μέγεθος της αποκτώσας εταιρείας, συγκριτικά με το μέγεθός τους και αρνητικά με την απόκτηση θυγατρικών εταιρειών (Kyriazis & Diacogiannis, 2008).

Στην έρευνα του Kyriazis (2010) οι μακροχρόνιες επιπτώσεις στον πλούτο των αποκτώντων εταιρειών στην Ελλάδα την περίοδο 1993-2006. Από το τελικό δείγμα των 86 προσφορών, οι 42 περιπτώσεις αφορούσαν εισηγμένες εταιρείες στόχους και οι 44 μη εισηγμένες. Επίσης το 76% των προσφορών που έγιναν στις εισηγμένες στοχευόμενες εταιρείες ήταν προσφορές μετοχών, ενώ το υπόλοιπο 24% ήταν προσφορές σε μετρητά, ενώ το 86% των προσφορών που έγιναν στις μη εισηγμένες εταιρείες-στόχους ήταν προσφορές σε μετρητά μόνο, ενώ το υπόλοιπο 14% ήταν προσφορές μετοχών. Από τα παραπάνω αρχικά διαπιστώνεται ξεκάθαρα μια προτίμηση για προσφορές σε μετρητά από τους αγοραστές που στοχεύουν ιδιωτικές εταιρείες, ενώ ακριβώς το αντίθετο συμβαίνει από τους αγοραστές που στοχεύουν εισηγμένες εταιρείες, προτιμώντας τις προσφορές μετοχών. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι στις περιπτώσεις μη εισηγμένων εταιρειών στόχων, οι μέτοχοι μοιράζονται πληροφορίες με τους αγοραστές, οι οποίοι κατά συνέπεια αντιμετωπίζουν λιγότερη αβεβαιότητα / ασυμμετρία πληροφοριών σχετικά με την πραγματική αξία των εταιρειών, γεγονός που τους ενθαρρύνει να κάνουν προσφορές σε μετρητά. Επίσης από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι οι αγοραστές εισηγμένων στόχων έχουν λιγότερες αρνητικές μέσες μηνιαίες μη φυσιολογικές αποδόσεις σε προσφορές μετρητών από ό, τι σε προσφορές μετοχών, ενώ οι αγοραστές μη εισηγμένων στόχων αντιμετωπίζουν ελαφρώς λιγότερες αρνητικές αποδόσεις σε προσφορές μετοχών (Kyriazis, 2010).

Οι Kyriazis et al. (2011) ερεύνησαν αν η ασύμμετρη πληροφόρηση επηρεάζει την επιλογή του τρόπου πληρωμής των εξαγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής την περίοδο 1986-2008 και πως ο τρόπος πληρωμής

μπορεί να επηρεάσει την προσθήκη αξίας στις εταιρείες. Ως προς το πρώτο δεν διαπιστώθηκε ότι η κατανομή ασύμμετρης πληροφόρησης στις εταιρείες στόχους δεν έχει σημαντική επίδραση στην επιλογή του τρόπου πληρωμής. Ως προς το δεύτερο οι εξαγορές με την έκδοση μετοχών σχετίζονται θετικά με τις ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρείας στόχου και/ή την υπερτίμηση της ενώ οι εξαγορές με μετρητά σχετίζονται θετικά με την ρευστότητα και την κερδοφορία των αποκτώντων εταιρειών (Kyriazis, et al., 2011).

Στην έρευνα των Jain et al. (2019) 5, διαπιστώθηκε ότι η ανακοίνωση εξαγοράς με μετοχές δημιουργεί μεγαλύτερη αξία στις αποκτώσες εταιρείες. Συγκεκριμένα την ημέρα της ανακοίνωσης οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις για εξαγορές με μετρητά ήταν 0,52% ενώ με μετοχές 1,06%. Ωστόσο, μετά από 2 ημέρες από την ανακοίνωση, οι μη-κανονικές αποδόσεις αποδείχθηκαν αρνητικές για τις εταιρείες, ανεξάρτητα από τον τρόπο πληρωμής που χρησιμοποιείται. Επιπλέον, σε διάστημα 3 ημερών (-1, +1) γύρω από το συμβάν οι εταιρείες κερδίζουν συσσωρευμένες μη-κανονικές αποδόσεις 1,95% και αυτές οι αθροιστικές αποδόσεις παρατηρήθηκε ότι ήταν στατιστικά σημαντικές στο 1% σε όλες τις παραμετρικές και μη παραμετρικές δοκιμές. Όμως οι επενδυτές ήταν αδιάφοροι για τη μέθοδο πληρωμής πέραν των τριών ημερών που περιβάλλουν την ανακοίνωση της εξαγοράς, καθώς για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα προέκυψαν μηδενικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (Jain et al., 2019).

2.3.2 Παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης

Στην έρευνα των Bhaumik and Selarka (2012) διερευνήθηκε πως ο βαθμός συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας επιδρά στις αποδόσεις των επιχειρήσεων μετά την ολοκλήρωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αρχικά από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας δεν βοηθά στην βελτίωση των αποδόσεων των εξαγορών, ενδεχομένως αντικαθιστώντας την διαμάχη μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης με

την διαμάχη πλειοψηφικών και μειοψηφικών μετόχων. Αντίθετα με τα συγκεκριμένα ευρήματα (δηλαδή αυξημένες αποδόσεις) διαπιστώθηκαν χαμηλές αποδόσεις στην περίπτωση υψηλού βαθμού συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας από αλλοδαπούς επενδυτές (Bhaumik & Selarka, 2012).

Η συμβολή στην προσθήκη αξίας στις εξαγορές και συγχωνεύσεις άλλων ειδικών διαπιστώθηκε από την έρευνα των Lee et al. (2015) και συγκεκριμένα των εξωτερικών ελεγκτών. Σε εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1988-2011 σε εταιρείες στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής προέκυψε ότι τα οφέλη είναι πολύ μεγαλύτερα όταν οι εκθέσεις των εξωτερικών ελεγκτών είναι θετικές τόσο για την εξαγοράζουσα όσο και για την εταιρεία στόχο. Ειδικά για την εταιρεία στόχο πέρα από τις αξιολογήσεις των ελεγκτών θετική επίδραση προκύπτει όταν πέρα από την εξέταση των οικονομικών καταστάσεων ο έλεγχος εκτείνεται και στο σύστημα εσωτερικού ελέγχου και τα συστήματα πληροφοριών. Τέλος υψηλότερα ήταν τα οφέλη όταν οι θετικές αξιολογήσεις προέρχονταν από μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρείες, με το μέγεθος να λειτουργεί ενδεχομένως ως μια υψηλότερη διασφάλιση ποιότητας (Lee et al., 2015).

Η έρευνα των Graham et al. (2017) έδειξε ότι η προσθήκη αξίας προκύπτει σε μεγαλύτερο βαθμό όταν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στηρίζονται σε συμβουλές ειδικών για τον κλάδο των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Επιπρόσθετα η προσθήκη αξίας για τις εξαγοράζουσες ήταν μεγαλύτερη όταν υπάρχει μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφοριών για τις εταιρείες στόχους και όταν οι εξειδικευμένες συμβουλές προέρχονται από μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρείες παροχής επενδυτικών συμβουλών. Όμως η υψηλότερη αξία αφορά μόνο την αγοράστρια εταιρεία γιατί για την αποκτώμενη δεν προέκυψε καμιά διαφορά στην προσθήκη αξίας μεταξύ εξειδικευμένων στο κλάδο και μη συμβούλων. Η προσθήκη αξίας προκύπτει από την ικανότητα των συμβούλων να βοηθούν τους αγοραστές να αγοράζουν στόχους σε χαμηλότερη τιμή (Graham, et al., 2017).

Σε έρευνα των Alexandridis et al. (2017) για την δημιουργία αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων διαπιστώθηκε ότι μετά την οικονομική κρίση του

2008 υπήρξε σημαντική βελτίωση της ποιότητας των αποφάσεων εξαγοράς. Μετά την κρίση οι αποκτώσες εταιρείες χρησιμοποιούν πιο αποτελεσματικές στρατηγικές κατανομής των επενδύσεων με αποτέλεσμα πιο σταθερές αποδόσεις. Παράλληλα μετά το 2008 υπήρξαν σημαντικές εξελίξεις στο περιβάλλον της εταιρικής διακυβέρνησης βάσει των οποίων ενθαρρύνονται πιο καλές επενδυτικές αποφάσεις που δημιουργούν αξία περισσότερο από ποτέ. Επίσης από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι οι προσφορές που ξεπερνούν τα πεντακόσια εκατομμύρια δολάρια, σχετίζονται πιο έντονα με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης και ταυτόχρονα οδηγούν σε υψηλότερο έλεγχο από μεριάς των επενδυτών και των μέσων ενημέρωσης (Alexandridis, etal., 2017).

Οι Defrancq et al. (2020) εξέτασαν πως η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου της αποκτώσας εταιρείας επηρεάζει τις αποδόσεις για τους μετόχους εισηγμένων εταιρειών στην Ηπειρωτική Ευρώπη. Ενώ το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν διαπιστώθηκε να έχει καμιά επίδραση στην δημιουργία αξίας για τους μετόχους, η διαφορετικότητα των φύλων στην σύνθεση του συμβουλίου είχε οριακά θετική συσχέτιση με τις αποκτώμενες αποδόσεις. Θετική επίδραση επίσης διαπιστώθηκε από την ηλικιακή ποικιλομορφία του συμβουλίου αλλά μόνο στις εγχώριες και οριζόντιες εξαγορές καθώς και ισχυρή θετική συσχέτιση με την ανεξαρτησία των διευθυντών (μη - εκτελεστικά μέλη). Αντίθετα αρνητικές ήταν οι αποδόσεις όταν η σύνθεση του συμβουλίου της αποκτώσας ήταν κυρίως από αλλοδαπούς (εκτός και αν το νομοθετικό πλαίσιο ήταν χαλαρό στην χώρα της εξαγοράς) και όταν οι εξαγοράζουσες εταιρείες δε ελέγχονταν από μεμονωμένα άτομα ή οικογένειες στις περιπτώσεις εξαγορών εταιρειών από διαφορετικούς κλάδους (Defrancq, etal., 2020).

2.3.3 Το καθεστώς των εταιρειών στόχων

Σε παραπάνω από μια έρευνες διαπιστώθηκε ότι η εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών που λειτουργούν σε μια όχι τόσο ρευστοποιημένη αγορά, προσφέρει θετικές αποδόσεις στις αγοράστριες εταιρίες. Κατά τον Fuller et al. (2002) το γεγονός αυτό οφείλεται σε μιας έκπτωσης στην αξία των εταιριών στόχου λόγω της μη δημοσίας διαπραγμάτευσης των μετοχών τους. Σε

περίπτωση δε προσφοράς με μετοχές η απόδοση των αγοραστριών αυξάνεται περισσότερο λόγω φορολογικών επιπτώσεων. Παρόμοια είναι και η μελέτη του Officer (2007) όπου στηρίζει την μεγαλύτερη απόδοση των αγοραστριών εταιριών, όταν αφορά εταιρείες στόχους μη εισηγμένες εταιρίες, στην έκπτωση στην τιμή αγοράς αυτών από την ανάγκη για ρευστότητα η οποία είναι διαθέσιμη από τον αγοραστή. Τέλος ο Chang (1998) συμπλέει με τα ευρήματα των προαναφερομένων μελετών στηρίζοντας πως σε μια μη εισηγμένη εταιρία είναι καλύτερος ο έλεγχος από την εκάστοτε αγοράστρια συνεπώς και οι υψηλότερες θετικές αποδόσεις των αγοραστριών οφείλονται και στην μείωση της ασυμμετρίας πληροφοριών που είναι πιο έντονη στις εισηγμένες εταιρίες στόχους.

2.3.4 Διάθεση αγοράς (Φιλικές – Εχθρικές εξαγορές)

Οι Holl and Kyriazis (1997) εξέτασαν την επίδραση διάφορων παραγόντων στην αξία των εταιρειών σε ένα δείγμα 178 ολοκληρωμένων προσφορών στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1979-1989. Όσον αφορά τον χαρακτήρα της προσφοράς στην επίδραση του πλούτου, διαπιστώθηκε ότι η απόρριψη επιθετικών εξαγορών είχε ως συνέπεια την αύξηση των μη κανονικών αποδόσεων κατά 17,2%. Οι διαπραγματεύσεις που συνήθως ακολουθούσαν μετά την απόρριψη μιας προσφοράς, είχαν ως συνέπεια την σημαντική αύξηση του πλούτου όταν τελικά η προσφορά είχε θετική έκβαση (Holl&Kyriazis, 1997).

Ο Schwert (1999) εξέτασε αν οι εχθρικές εξαγορές διαφοροποιούνται από τις φιλικές εξαγορές όσον αφορά στις λογιστικές αποδόσεις αλλά και στις αποδόσεις των μετοχών. Αυτό η έρευνα μελέτησε 2.346 προσφορές για εταιρείες στόχους που ήταν εισηγμένες στις ΗΠΑ από το 1975 έως το 1996 για να διαπιστώσει εάν υπάρχουν αναγνωρίσιμες διαφορές μεταξύ των προσφορών που χαρακτηρίζονται ως εχθρικές και εκείνων που δεν είναι. Τα λογιστικά μέτρα που εξετάστηκαν ήταν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η μεταβολή των πωλήσεων, ο δείκτης μόχλευσης, ο δείκτης χρηματιστηριακής

αξίας προς την λογιστική αξία, ο δείκτης P/E και το μέγεθος της εταιρείας. Από την προοπτική της στοχευόμενης εταιρείας, μια εχθρική προσφορά είναι αυτή που επιλέγει να αρνηθεί δημόσια, συχνά επιθετικά. Εάν ο στόχος είναι να αποφευχθεί η απόκτηση, αυτή η αντίδραση θα μειώσει την πιθανότητα επιτυχούς εξαγοράς. Εάν ο στόχος είναι να διαπραγματευτεί για μια καλύτερη προσφορά, αυτή η αντίδραση θα πρέπει να οδηγήσει σε υψηλότερο υπερτίμημα εξαγοράς που καταβάλλεται στους μετόχους της εταιρείας στόχου. Οι σκληρές διαπραγματεύσεις για την επιδίωξη υψηλότερου premium θα μπορούσαν επίσης να οδηγήσουν σε χαμηλότερα ποσοστά επιτυχίας. Από την προοπτική του πλειοδότη, μια εχθρική προσφορά είναι απαραίτητη όταν μια ιδιωτική διαπραγμάτευση είναι απίθανο να πετύχει. Θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την άσκηση πίεσης στους εδραιωμένους διευθυντές κάνοντας τους μετόχους των εταιρειών στόχων να γνωρίζουν τις σαφείς επιλογές τους. Θα μπορούσε επίσης να χρησιμοποιηθεί για να προωθήσει τις διαπραγματεύσεις σε δημόσιο χώρο όπου οι αντιλήψεις των διευθυντών-στόχων για την αξία της εταιρείας τους σε άλλους πιθανούς αγοραστής μπορούν να επιλυθούν μέσω μιας ανταγωνιστικής διαδικασίας. Συνοπτικά, τα περισσότερα από τα χαρακτηριστικά των προσφορών εξαγοράς που σχετίζονται με την εχθρότητα φαίνεται να αντικατοπτρίζουν στρατηγικές επιλογές που έκανε ο πλειοδότης ή η εταιρεία στόχος για να μεγιστοποιήσουν τα αντίστοιχα κέρδη τους από μια πιθανή συναλλαγή (Schwert, 1999).

Η έρευνα των Pearce and Robinson (2004) εστίασε αποκλειστικά στις επιδράσεις εχθρικών εξαγορών. Αρχικά διαπιστώθηκε ότι οι διαπραγματεύσεις και οι διαδικασίες που προκύπτουν από την αυξημένη άμυνα των εταιρειών στόχων παράγουν συνήθως αυξημένες προσφορές και υψηλότερες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών, με αποτέλεσμα τελικά μια θετική ανατίμηση και κέρδη πλούτου για τους μετόχους τους. Ανεξάρτητα από την επιτυχία της επίθεσης, οι κάτοχοι μετοχών της εταιρείας στόχου τυπικά επωφελούνται όταν τα στελέχη ακολουθούν ενεργά μια αμυντική στρατηγική. Συγκεκριμένα οι αμυντικές ενέργειες παράγουν διπλά οφέλη και τα θετικά αποτελέσματα του πλούτου των μετόχων που κυμαίνονται από 9% έως 14% μειώνοντας σημαντικά τις

πιθανότητες επιτυχίας της προσφοράς, με συνεπακόλουθο το όφελος της ασφάλειας εργασίας για τα ανώτερα στελέχη των εταιρειών στόχων. Όταν αποκρούεται οριστικά η εξαγοράζουσα εταιρεία, η εταιρεία στόχος διατηρεί την ανεξαρτησία της και η εταιρεία διατηρεί τα κέρδη από την εταιρική της στρατηγική αλλά και τις αυξημένες χρηματιστηριακές αποδόσεις. Όταν η αμυντική στρατηγική δεν έχει αποτέλεσμα, περίπου στο 20% των περιπτώσεων και τελικά επιτευχθεί η εχθρική εξαγορά, η εταιρεία στόχος επωφελείται από μια εμπειριστατωμένη αξιολόγηση της προσφοράς της εξαγοράζουσας εταιρείας, δίνοντας την ευκαιρία για καλύτερους όρους διαπραγμάτευσης και τελικής συμφωνίας (Pearce&Robinson, 2004).

Στην έρευνα των Akran et al. (2018) διαπιστώθηκε ότι οριζόντιες φιλικές συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν προσφέρουν τα αναμενόμενα συνεργατικά κέρδη για τις αποκτώσες εταιρείες. Αντίθετα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα υπάρχει συνεργατική αξία λόγω του συνδυασμού καλύτερης αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων και της μείωσης του κόστους, αλλά μόνο με την προϋπόθεση ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες επενδύουν σημαντικά ποσά για την διερεύνηση των συνεργατικών αποτελεσμάτων. Όμοια σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα προκύπτουν λειτουργικά οφέλη λόγω αύξησης της αποδοτικότητας των καλύτερων τεχνολογικών και παραγωγικών πρακτικών, μόνο στην χρηματοοικονομικό κλάδο. Τέλος διαπιστώθηκε μια ανταλλαγή μεταξύ της δημιουργίας αξίας και κερδών ενδεχομένως λόγω της σχεδόν μονοπωλιακής δομής των κλάδων και την ύπαρξη λίγων εταιρειών (Akran et al., 2018).

2.3.5 Συσχέτιση κλαδικών δραστηριοτήτων εταιρειών

Στην έρευνα των Holl and Kyriazis (1997) σε εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο εξετάστηκε επίσης η επίδραση της κλαδικής συσχέτισης στον πλούτο των μετόχων. Από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι οι εξαγορές σε μη συσχετισμένους κλάδους παράγουν μεγαλύτερα κεφαλαιουχικά κέρδη από αυτά των εξαγορών εταιρειών σχετιζόμενων δραστηριοτήτων. Τα

αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι τα οικονομικά οφέλη περισσότερο απορρέουν από την στρατηγική διαφοροποίηση και όχι από λειτουργικά συνεργατικά οφέλη (Holl & Kyriazis, 1997).

Η διαφοροποίηση δραστηριοτήτων είναι ένας άλλος παράγοντας που έχει προσελκύσει τους ερευνητές που μπορεί να επηρεάσει την απόδοση των αγοραστών. Αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι οι οριζόντιες εξαγορές συνεπάγονται περισσότερη δημιουργία αξίας (τεχνογνωσία και εμπειρία διοίκησης, οικονομίες κλίμακας, μερίδιο αγοράς) από τις εξαγορές σε διαφορετικούς κλάδους. Δημιουργώντας ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων, οι εταιρείες σκοπεύουν να μειώσουν τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και την πιθανότητα πτώχευσης της εταιρείας και να αυξήσουν την αξία τους συνδυάζοντας τα χρέη και των δύο εταιρειών. Παρ' όλα αυτά, η στρατηγική διαφοροποίηση μιας εταιρείας προκαλεί ορισμένα μειονεκτήματα, όπως προβλήματα διαπραγμάτευσης εντός της εταιρείας ή γραφειοκρατική ακαμψία. Επιπλέον, μπορεί να υπάρξει ανάπτυξη των προβλημάτων του οργανισμού μεταξύ διαχειριστών και μετόχων (Hamza, 2009).

Οι Huyghebaert and Luypaert (2012) μελέτησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της δημιουργίας αξίας μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών και τον διαχωρισμό των κερδών σε ένα δείγμα οριζόντιων εξαγορών στην Ευρώπη κατά την περίοδο 1997-2008. Η δημιουργία αξίας μετρήθηκε από τις μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η συγκέντρωση πωλήσεων στον κλάδο και η αναλογία του συνδυασμένου μεγέθους στόχου και της αποκτώσας σε σχέση με την ελάχιστη αποτελεσματική κλίμακα στον αντίστοιχο κλάδο σχετίζονται σημαντικά αρνητικά με τη δημιουργία αξίας. Η σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων του κλάδου και των κερδών από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είχε σχήμα U. Επίσης, η έκταση του ξένου ανταγωνισμού εντός του κλάδου, η τεχνολογική ένταση της βιομηχανίας και η απορρύθμιση του κλάδου

δεν είχαν σημαντική σχέση με τις επιπτώσεις στον πλούτο των εξαγορών. Τέλος, τα δεδομένα αποκάλυψαν ότι ο διαχωρισμός των κερδών της εξαγοράς μεταξύ των επενδυτών στόχου και αποκτώσας καθορίστηκαν από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και της συμφωνίας και όχι από τις συνθήκες της βιομηχανίας (Huyghebaert&Luypaert, 2013).

Η Rozen-Bakher (2017) μελέτησε τον βαθμό επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο συγκριτικά με τις οριζόντιες, κάθετες και ασυσχέτιστες εξαγορές όσο και σε σχέση με τον κλάδο και συγκεκριμένα εξαγορές στους κλάδους των υπηρεσιών και της βιομηχανίας. Το δείγμα της μελέτης περιλάμβανε 394 δημόσιες επιχειρήσεις (197 αγοράστριες και 197 εταιρείες στόχους) που συμμετείχαν σε δραστηριότητες εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αυτές οι εταιρείες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Nasdaq και του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (NYSE). Το δείγμα της μελέτης κατά 50,3% ήταν από τον κλάδο της βιομηχανίας και κατά 49,7% από τον τομέα των υπηρεσιών. Επιπλέον, οι δημόσιες εταιρείες που περιλαμβάνονται στο δείγμα προέρχονταν από 13 χώρες, Αυστραλία, Βέλγιο, Βερμούδες, Καναδάς, Νησιά Καϊμάν, Χιλή, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες. Η μελέτη βασίστηκε σε 788 ετήσιες εκθέσεις των εισηγμένων εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα. Αυτές οι ετήσιες εκθέσεις συλλέχθηκαν από τους ιστότοπους των εισηγμένων εταιρειών ή από ιστότοπους που υποχρεωτικά οι εισηγμένες εταιρείες δημοσιοποιούν τις ετήσιες εκθέσεις. Η 10-K είναι μια ετήσια έκθεση που απαιτείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) και παρέχει μια ολοκληρωμένη περίληψη των οικονομικών επιδόσεων μιας εταιρείας και θεωρείται αξιόπιστη πηγή πληροφοριών για τις οικονομικές επιδόσεις και τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Επίσης επιτρέπει τη σύγκριση μεταξύ πολλών εταιρειών επειδή η SEC απαιτεί τα ίδια κύρια οικονομικά μέτρα από όλες τις δημόσιες εταιρείες (Rozen-Bakher, 2017).

Τα αποτελέσματα της έρευνας της Rozen-Bakher (2017) έδειξαν ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές οδηγούν μεν στην επιτυχία της ολοκλήρωσης και την επιτυχία της συνέργειας στον κλάδο της βιομηχανίας, αλλά στον τομέα των υπηρεσιών, οδηγούν σε αποτυχία του σταδίου

ολοκλήρωσης, ενώ και στους δύο κλάδους εμποδίζουν την κερδοφορία. Οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές οδηγούν σε επιτυχία μόνο σε σχέση με τη συνέργεια στον τομέα των υπηρεσιών. Ωστόσο, η δημιουργία ομίλων με εταιρείες με ανομοιογενείς δραστηριότητες οδηγεί σε επιτυχία ολοκλήρωσης και επιτυχία συνέργειας και στους δύο τομείς, αλλά χωρίς επιτυχία σε σχέση με την κερδοφορία και στους δύο κλάδους. Επιπλέον, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ήταν πιο επιτυχημένες στον κλάδο των υπηρεσιών σε σύγκριση με τον κλάδο της βιομηχανίας σε σχέση με την επιτυχία ολοκλήρωσης και την επιτυχία της συνέργειας στις κάθετες συγχωνεύσεις καθώς και σε σχέση με την επιτυχία κερδοφορίας στις οριζόντιες και ετερογενείς συγχωνεύσεις. Εκτός αυτού, οι πιο κερδοφόρες εταιρείες στόχος σε σχέση με τον αγοραστή επηρέασαν αρνητικά την ολοκλήρωση και τη συνέργεια στον τομέα των υπηρεσιών, αλλά με θετική επίδραση στην κερδοφορία. Από την συγκεκριμένη μελέτη προέκυψαν χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Πρώτον, η δημιουργία ομίλων είναι λιγότερο ριψοκίνδυνη επειδή οδηγεί σε λιγότερο περίπλοκο στάδιο ολοκλήρωσης, το οποίο επιτρέπει την πραγματοποίηση της συνέργειας. Δεύτερον, οι αποδόσεις της αποκτώσας πριν την εξαγορά συμβάλλουν στην πρόβλεψη της συνέργειας στις οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ενώ οι αποδόσεις πριν την συνέργεια με την εταιρεία στόχου βοηθούν στην πρόβλεψη της επιτυχίας ολοκλήρωσης στους ομίλους εταιρειών. Τρίτον, ο τομέας των υπηρεσιών ήταν λιγότερο επικίνδυνος όσον αφορά στο στάδιο ολοκλήρωσης σε κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ενώ ήταν πιο επικερδής σε οριζόντιες και ετερογενείς συγχωνεύσεις και εξαγορές (Rozen-Bakher, 2017).

Οι Jain et al. (2019) διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που υπέβαλαν προσφορές για επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο είχαν καλύτερη απόδοση από αυτές των διαφοροποιημένων εξαγορών. Ενώ οι συσχετισμένες ή εστιασμένες εξαγορές είχαν ως αποτέλεσμα 0,73% πάνω από τις κανονικές αποδόσεις, οι διαφοροποιημένες ή μη συσχετισμένες συναλλαγές επέφεραν 0,69% μη κανονικές αποδόσεις. Οι συσχετισμένες εξαγορές δημιούργησαν θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις 1,34% και 0,65% κατά τη

διάρκεια 3 ημερών (-1, +1) και 11 ημερών 5, +5) αντίστοιχα για τους μετόχους των εταιρειών (Jain et al., 2019).

Οι Cui and Leung (2020) μελέτησαν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αποκτώντων εταιρειών, ανάλογα την σχέση των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων εταιρειών και συγκεκριμένα αν ήταν οριζόντιες ή όχι. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε για την περίοδο 2000—2012 σε περιπτώσεις ολοκληρωμένων εξαγορών στις ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα οφέλη της συνέργειας ήταν υψηλότερα στις οριζόντιες εξαγορές. Συνοπτικά, αυτά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν συλλογικά ότι οι γνώσεις, οι δεξιότητες και η εμπειρία της διοίκησης των αποκτώντων εταιρειών είναι πολύ σημαντικές και συγκεκριμένα πιο σημαντικές από τη γενική ικανότητα διαχείρισης στην αποτελεσματική διαχείριση της διαδικασίας ολοκλήρωσης και στη δημιουργία θετικής αξίας συνέργειας στις εξαγορές και συγχωνεύσεις (Cui & Leung, 2020).

2.3.6 Εγχώριες και διασυνοριακές εξαγορές

Οι διασυνοριακές εξαγορές ως στρατηγική εταιρικής επέκτασης, οδηγούν στη συγχώνευση εταιρειών για να ξεπεραστεί το ανταγωνιστικό τους μειονέκτημα σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι εξαγορές στο εξωτερικό αντιπροσωπεύουν μια στρατηγική εναλλακτική λύση που διευκολύνει τις επιχειρήσεις να διεισδύσουν σε μια νέα διεθνή αγορά, να αποκτήσουν κρίσιμα περιουσιακά στοιχεία και τεχνικές δεξιότητες και να διαχειριστούν τον κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης (Jain, et al., 2019). Ενώ υποστηρίζεται συχνά ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές έχουν μειονεκτήματα πληροφόρησης λόγω φυσικών, γλωσσικών ή πολιτιστικών αποστάσεων, οι ξένοι επενδυτές μπορεί να έχουν πλεονεκτήματα πληροφόρησης που απορρέουν από την ανώτερη επενδυτική εμπειρία και ικανότητές τους. Μελετώντας τις διασυνοριακές χρηματικές ροές και τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών και των καθαρών περιουσιακών στοιχείων διαπιστώνεται ότι οι ξένοι επενδυτές έχουν πλεονέκτημα πληροφόρησης έναντι των εγχώριων επενδυτών, με αποτέλεσμα αυτές οι εξαγορές να αποδίδουν καλύτερα. Επίσης οι ξένοι επενδυτές ξεπερνούν τους

εγχώριους επενδυτές όταν έχουν πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες, καθώς είναι πιο εξελιγμένοι στην επεξεργασία πληροφοριών (Lin, etal., 2009).

Οι Moeller and Schlingemann (2005) μελέτησαν ένα δείγμα 4.430 εξαγορών μεταξύ 1985 και 1995 και ελέγχοντας για διάφορους παράγοντες διαπίστωσαν ότι οι αμερικανικές εταιρείες που αποκτούν διασυννοριακές εταιρείες στόχους σε σχέση με εκείνες που αποκτούν εγχώριους στόχους αντιμετωπίζουν σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις μετοχών την ημερομηνία ανακοίνωσης (περίπου 1%) και σημαντικά χαμηλότερες μεταβολές στη λειτουργική απόδοση. Οι αποδόσεις των μετοχών συνδέονται αρνητικά με την αύξηση τόσο της παγκόσμιας όσο και της κλαδικής διαφοροποίησης. Οι ερευνητές επίσης διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις των αποκτώντων εταιρειών σχετίζονται θετικά με τη δραστηριότητα εξαγοράς στη χώρα της εταιρείας στόχου όταν υπάρχει ένα νομικό σύστημα που προσφέρει καλύτερα δικαιώματα μετόχων (Moeller & Schlingemann, 2005).

Πιο συγκεκριμένα τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι σε σύγκριση με τις εγχώριες συναλλαγές, οι διασυννοριακές συναλλαγές εμφανίζουν μικρότερο σχετικό μέγεθος διαπραγμάτευσης, μεγαλύτερους αγοραστές, υψηλότερες λογιστικές τιμές αγοράς, περισσότερες ελεύθερες ταμειακές ροές, λιγότερο συχνά περιλαμβάνουν ιδιωτικούς στόχους και συχνότερα περιλαμβάνουν πληρωμή σε μετρητά, προσφορές-προσφορές και εχθρικές προσφορές. Με την χρήση μονοπαραγοντικής ανάλυσης, συγκρίσιμου δείγματος μη συγχωνευθεισών εταιρειών και ανάλυση παλινδρόμησης, ελέγχθηκαν πολλά χαρακτηριστικά εταιρειών και συμφωνιών που είναι γνωστά ότι επηρεάζουν τις αποδόσεις των αποκτώντων εταιρειών και διαπιστώθηκε ότι οι διασυννοριακοί αγοραστές έχουν αποδόσεις περίπου 1% μικρότερες αποδόσεις από τους εγχώριους αγοραστές. Το διασυννοριακό αποτέλεσμα ήταν ισχυρότερο για το δεύτερο μισό της περιόδου δειγματοληψίας, με το αποτέλεσμα των διασυννοριακών αποδόσεων να μειώνεται τόσο ως απόλυτος

αριθμός όσο και σχετικά με τις εγχώριες αποδόσεις των προσφερόντων εταιρειών. Στην πραγματικότητα, οι αποδόσεις των εγχώριων αποκτώντων εταιρειών αυξήθηκαν, κυρίως λόγω της έντονης αύξησης της δεκαετίας του '90 στις εγχώριες εξαγορές συμπεριλαμβάνοντας και τις εξαγορές θυγατρικών. Η διασυννοριακή επίδραση όμως παρέμεινε αρνητική και σημαντική μετά τον έλεγχο για το καθεστώς της εταιρείας στόχου (δηλαδή δημόσια, ιδιωτική και θυγατρική). Οι συναλλαγές που αυξάνουν την παγκόσμια διαφοροποίηση εμφάνισαν χαμηλότερες αποδόσεις. Αυτό το αποτέλεσμα ήταν ακόμη πιο έντονο για συναλλαγές που αυξάνουν το επίπεδο τόσο της παγκόσμιας όσο και της κλαδικής διαφοροποίησης. Οι διασυννοριακοί αγοραστές αντιμετώπισαν χαμηλότερες μεταβολές από τις συγχωνεύσεις στη λειτουργική απόδοση, και πάλι όμως για το τελευταίο μισό της περιόδου δειγματοληψίας. Επίσης, οι αλλαγές που προκλήθηκαν από τη συγκέντρωση στη λειτουργική απόδοση και στις αποδόσεις των αποκτώντων σχετίζονταν θετικά και σημαντικά. Τέλος, τα κέρδη των αποκτώντων ήταν χαμηλότερα για συναλλαγές στις οποίες συμμετείχαν χώρες με πιο περιοριστικές κεφαλαιαγορές, συναλλαγές που αφορούσαν χώρες με γαλλικά συστήματα σχετικά με τους μετόχους, λιγότερη δραστηριότητα στην αγορά εξαγοράς και λιγότερο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία. Μια αξιοσημείωτη εξαίρεση ήταν το Ηνωμένο Βασίλειο, για το οποίο οι αποδόσεις των αποκτώντων εταιρειών ήταν σημαντικά χαμηλότερες από τις αποδόσεις των εγχώριων συναλλαγών. Ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο κατατάσσεται ψηλά όσον αφορά την οικονομική ελευθερία και την εταιρική διακυβέρνηση, ο ανταγωνισμός στην αγορά για τον εταιρικό έλεγχο ήταν σημαντικά υψηλότερος από ότι για τις ΗΠΑ (Moeller & Schlingemann, 2005).

Στην έρευνα των Jain et al. (2019) μελετήθηκαν οι επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων από τις διασυννοριακές ανακοινώσεις εξαγοράς κατά την περίοδο 2001-2017, αλλά και η επίδραση διαφόρων παραγόντων που σχετίζονται με τις συμφωνίες. Από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι η αντίδραση των επενδυτών στην ανακοίνωση διεθνών εξαγορών ήταν θετική. Συγκεκριμένα οι ανακοινώσεις προσφορών για έναν ξένο στόχο έγινε θετικά αντιληπτή από τις χρηματιστηριακές αγορές καθώς απέδωσε περίπου 0,71% θετικά μη

κανονικά κέρδη στις ινδικές εξαγοράζουσες εταιρείες και 0,23% στις κινεζικές εξαγοράζουσες εταιρείες την ημέρα της ανακοίνωσης. Τα θετικά αποτελέσματα διατηρήθηκαν και κατά τη διάρκεια 3 ημερών (-1, +1) και 11 ημερών (-5, +5) από το συμβάν καθώς αποδείχθηκαν στατιστικά σημαντικά και θετικά για τους αγοραστές και των δύο οικονομιών. Οι εξαγορές στο εξωτερικό απέδωσαν αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις 1,26% και 0,49% στους Ινδούς αγοραστές και 1,61% και 2,74% για τους Κινέζους αγοραστές για διάστημα συμβάντων 3 και 11 ημερών αντίστοιχα. Παρά το γεγονός ότι οι αγορές της Ινδίας και της Κίνας ανταποκρίνονται θετικά στην ανακοίνωση των αλλοδαπών εξαγορών, η συμπεριφορά των Ινδών και των Κινέζων επενδυτών έρχεται σε πλήρη αντίθεση μεταξύ τους. Ενώ οι καθημερινές μη κανονικές αποδόσεις παρουσιάζουν πτωτική τάση για τις ινδικές εταιρείες, παρατηρείται μια αυξανόμενη τάση στην περίπτωση των Κινέζων αγοραστών. Αυτή η διαφορετική τάση εκδηλώνεται με σαφήνεια και στις σωρευτικές αποδόσεις. Οι Ινδοί αγοραστές βιώνουν υψηλότερα κέρδη όσον αφορά τις αθροιστικές αποδόσεις σε μικρότερη περίοδο συμβάντος 3 (-1, +1) ημερών έναντι των μετόχων των κινεζικών εταιρειών που κερδίζουν περισσότερα κατά τη διάρκεια μεγαλύτερης περιόδου 11 (-5, +5) ημερών. Τα παραπάνω ενδεχομένως μπορούν να αποδοθούν στον βαθμό αποτελεσματικότητας της αγοράς μεταξύ δύο αναδυόμενων οικονομιών. Οι τιμές των μετοχών των ινδικών εταιρειών προσαρμόζονται γρήγορα στην κυκλοφορία νέων εταιρικών πληροφοριών και επομένως το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης εξαγοράς εξαφανίζεται κατά την περίοδο μετά το συμβάν. Από την άλλη πλευρά, το αντίστροφο σενάριο επικρατεί στην κινεζική αγορά όπου η ανακοίνωση οποιουδήποτε οικονομικού γεγονότος απορροφάται σταδιακά και αντανακλάται στην τιμή της μετοχής με αποτέλεσμα μεγαλύτερα κέρδη μετά το συμβάν (Jain et al., 2019).

3. Μεθοδολογία και Δεδομένα

3.1. Συλλογή Δεδομένων και Δομή

Η συλλογή των δεδομένων έγινε από την βάση δεδομένων της πρώην Thomson, One Banker Deals (νυν Refintiv) η οποία αφορούσε την χρονολογική περίοδο 2007-2020. Το τελικό δείγμα της μελέτης αυτής, λόγω ενός συνόλου φίλτρων που εφαρμόστηκαν περιλαμβάνει 60 Σ&Ε. Παρολαυτά για 3 από αυτές δεν υπάρχουν δεδομένα και πιο συγκεκριμένα τιμές μετοχών στη βάση δεδομένων για την περίοδο που χρειαζόμαστε έτσι μελετώνται καταληκτικά 57 εταιρίες. Από αυτές τις εξαγορές και συγχωνεύσεις μόνο σε 3 περιπτώσεις, οι εταιρίες στόχοι είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών, και λόγω του μικρού μεγέθους δείγματος αυτών θα μελετηθούν μόνο οι αποδόσεις των αγοραστριών. Το δείγμα αποτελείται από τις ημερήσιες τιμές μετοχών των προαναφερθεισών εταιρειών οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, και αντιστοίχως από την συνολική εμπορική αξία τους. Επιπρόσθετα, διαχωρίζεται ο τρόπος πληρωμής της εκάστοτε συμφωνίας σε πληρωμή με μετρητά, προσφορά μετοχών και άλλος τρόπος. Ως “άλλος τρόπος” ορίζεται από την βάση δεδομένων, κάθε άλλος τρόπος, εκτός από πληρωμή αποκλειστικά με μετρητά η ανταλλαγή μετοχών. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, κυρίως, αποτελείται από ένα μείγμα (συνδυασμό) μετρητών και μετοχών. Στην εργασία αυτή λόγω και της αναφοράς από την βάση δεδομένων θα αναφέρεται ως «άλλος τρόπος». Από το δείγμα, εξαιρούνται συμφωνίες αποεπενδύσεων, δημόσιες προτάσεις, spin off, και συγκαταλέγονται μόνο καθαρές συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατά τις οποίες η αγοράστρια εταιρία δεν κατείχε πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης τους περισσότερο από το 10% της εταιρίας στόχου, ενώ κατά την ολοκλήρωση της συμφωνίας κατείχε στο μετοχολόγιο της τουλάχιστον το 50% της εταιρίας στόχου. Τέλος, για το χρονικό διάστημα που μελετάται, συγκαταλέγονται εταιρίες που έχουν εμπλακεί σε παραπάνω από μια εξαγορές, χωρίς να υπάρχει συνθήκη για ελάχιστο χρονικό διάστημα μεταξύ αυτών.

Πίνακας 3.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία

Έτος	Συχνότητα	Μέσος όρος αξίας εξαγοράς σε χιλιάδες \$	Μετρητά	Ανταλλαγή μετοχών	Άλλος τρόπος	Οριζόντιες συγχωνεύσεις	Μη Οριζόντιες
2007	9	260,488		1	9	5	5
2008	6	136,176			6	1	5
2009	10	96,751	3		5	5	3
2010	3	128,424	1		2	0	3
2011	7	284,176	1	1	6	4	3
2012	4	708,837		1	3	2	2
2013	2	0,127			2	0	2
2014	1	0,556			1	1	0
2015	1	0,388	1			0	1
2016	2	1,742			2	1	2
2017	4	98,577	4			2	2
2018	2	8,243	1		1	0	3
2019	4	29,172	3		1	0	3
2020	2	7,439	1		1	1	1
TOTAL	57	1761,096	15	3	39	22	35

Στον παραπάνω πίνακα, αποτυπώνεται το σύνολο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών του δείγματος της έρευνας και έχει κατανεμηθεί ανά χρονολογία. Παρατηρεί κανείς, ότι η συχνότητα που λαμβάνουν χώρα οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ετησίως, κατά την περίοδο 2007-2011, είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από τα μετέπειτα χρόνια ως το 2020 (σχετικά με την περίοδο 2011-2020). Παρατηρώντας τα αποτελέσματα, διαπιστώνουμε ότι τα τρία έτη με τη μεγαλύτερη συχνότητα και κατά φθίνουσα σειρά, είναι πρώτο, το έτος 2009 όπου πραγματοποιήθηκαν 10 deals, αμέσως μετά ακολουθεί το 2007 με 9 και το τέλος το 2011 με 4. Από το έτος 2011 και για τα επόμενα έτη έως το 2020, δεν υπήρχε μεγάλη κινητικότητα για τέτοιου τύπου συμφωνίες μεταξύ των εταιριών. Αυτό ίσως εξηγείται λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που επιβάρυνε ιδιαίτερα την Ελλάδα, ιδίως κατά τα πρώτα χρόνια που ξέσπασε, δηλαδή την πενταετία 2011-2016. Αναφορικά με τον τρόπο πληρωμής, είναι φανερό, ότι η μέθοδος δια της ανταλλαγής μετοχών, είναι αυτή με την λιγότερη συχνότητα, αφού μόνο 3

από τις συνολικά 57 εξαγορές έχουν αυτόν ως τρόπο πληρωμής. Επιπλέον, αρκετά συχνά, παρουσιάζονται οι αγοράστριες εταιρίες, να πληρώνουν τους μετόχους των εταιριών στόχων με μετρητά, αφού ο τρόπος αυτός σύμφωνα με το δείγμα μας εφαρμόστηκε 15 φορές. Τέλος είναι η μέθοδος πληρωμής η οποία όπως προαναφέρθηκε από την βάση ορίζεται ως other “άλλος τρόπος”.

Εκτός από τα παραπάνω περιγραφικά στατιστικά δεδομένα, παρατηρούμε ότι αναλύεται η κατ’ έτος μέση αξία της εξαγοράς η συγχώνευσης. Ο μέσος όρος, έχει υπολογισθεί βασιζόμενος στις τιμές και πληροφορίες που πήραμε από τη βάση δεδομένων και αφορούσαν τις συμφωνίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών και το κόστος αυτών. Έτσι ο υπολογισθείς μέσος όρος δεν υπολογίστηκε από το σύνολο του δείγματος αλλά από το διαθέσιμο σύνολο. Παρατηρούμε ότι το 2012, κατά μέσο όρο, πραγματοποιήθηκαν τα deals με τη μεγαλύτερη αξία. Επίσης, παρατηρούμε ότι η αξία των εξαγορών είναι μεγαλύτερη πριν την εκκίνηση της κρίσης, με εξαίρεση το πρώτο έτος αμέσως μετά το ξέσπασμά της δηλαδή το 2007 , το 2011 και το 2012 η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν ήταν αντιστοίχως 260 , 284 και 708 εκατομμύρια ευρώ. Τα χρόνια που ακολούθησαν περιλάμβαναν συμφωνίες πολύ χαμηλότερης αξίας κατά μέσο όρο, χωρίς να ξεπεραστεί το όριο των 100 εκατομμυρίων ευρώ, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις ακόμα ούτε το 1 εκατομμύριο ευρώ. Ενδιαφέρον προκύπτει από την παρατήρηση, πως τα τρία έτη στα οποία παρατηρείται κατά μέσο όρο η μεγαλύτερη αξία αυτών των συναλλαγών ο τρόπος αποπληρωμής έγινε με διάθεση μετοχών, ενώ μετά το 2015 όταν ακόμα βρισκόμαστε στη περίοδο της οικονομικής κρίσης και οι εταιρίες αναζητούν ρευστότητα, αυξάνεται η συχνότητα των μεθόδων πληρωμής με μετρητά.

Τέλος σημαντική μεταβλητή αποτελεί και το είδος της εξαγοράς η της συγχώνευσης αναφορικά με το αν προκύπτει οριζόντια η μη οριζόντια. Οριζόντια, όπως προαναφέρθηκε στο κεφάλαιο 1 ονομάζεται μια συμφωνία μεταξύ δυο εταιριών των οποίων οι δραστηριότητες τους είναι ίδιες και έχουν ίδιο τετραψήφιο αριθμό κλάδου SIC(Standard Industrial Classification). Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις λειτουργούν στη βάση ότι δύο εταιρείες που παράγουν σχεδόν πανομοιότυπα προϊόντα, κερδίζουν από τα οφέλη της κλίμακας που προκύπτουν

όταν συγχωνεύονται. Στις πιο επιτυχημένες περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων, αυτό σημαίνει ότι μπορεί να δημιουργηθεί επιπλέον αξία σε κάθε τμήμα της αλυσίδας αξίας της εταιρείας, από την αλυσίδα εφοδιασμού όπου η μεγαλύτερη εταιρεία μπορεί να επωφεληθεί από μεγαλύτερες εκπτώσεις, απευθείας στον πελάτη, όπου έχει τώρα μια πολύ μεγαλύτερη πελατειακή βάση.

Μια κάθετη συγχώνευση, είναι η ένωση μεταξύ δύο εταιρειών του ίδιου κλάδου αλλά διαφορετικών σταδίων της παραγωγικής διαδικασίας ή διαφορετικού τελείου κλάδου. Με άλλα λόγια, κάθετη συγχώνευση είναι ο συνδυασμός και η ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιρειών που συμμετέχουν σε διαφορετικά στάδια ξεκινώντας από της αλυσίδας εφοδιασμού της παραγωγή αγαθών ή υπηρεσιών. Σε αντίθεση με τις οριζόντιες συγχωνεύσεις, στις κάθετες συγχωνεύσεις δεν συνεπάγεται ότι μια επιχείρηση αποκτά άμεσα τον ανταγωνισμό της. Παρόλο που η απόκτηση από μόνη της δεν μειώνει τον ανταγωνισμό, ο αντίκτυπος μιας εταιρείας να αποκτήσει μεγαλύτερο μερίδιο της αλυσίδας εφοδιασμού θα μπορούσε να μειώσει αποτελεσματικά τον ανταγωνισμό. Στον παραπάνω πίνακα αποτυπώνεται από τις στήλες «Οριζόντια» και «Μη Οριζόντια» όπου και διαφαίνεται το σύνολο κάθε μιας την περίοδο από το 2007-2020 αλλά και η συχνότητα τους ανάμεσα στα έτη. Τέλος, στην κατηγορία μη-οριζόντια συμπεριλαμβάνονται και οι εξαγορές που είναι ασυσχέτιστες (unrelated/diversifying mergers).

3.2 Μεθοδολογία

3.2.1 Γενική επισκόπηση μεθοδολογίας

Η μεθοδολογία της έρευνας αυτής αναλύει, κατά πόσο οι μεταβολές που προκύπτουν σε μια αγορά, από την ανακοίνωση της συγχώνευσης η της εξαγοράς δυο εταιριών, επιδρούν στις τιμές των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιριών στη διάρκεια μιας βραχυχρόνιας χρονικής περιόδου γύρω από την

ημέρα της ανακοίνωσης. Η έρευνα έχει ως στόχο, όπως έχει προαναφερθεί την μελέτη της απόδοσης της μετοχής μόνο της εκάστοτε αγοράστριας εταιρίας.

Η ανάλυση της έρευνας αυτής εφαρμόζει την μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων που ονομάζεται και event study methodology. Η μέθοδος αυτή, εφαρμόζεται για την μέτρηση του αντίκτυπου, ενός οικονομικού γεγονότος στις αποδόσεις των μετοχών μιας εταιρίας και αποτελεί ίσως την πιο διαδεδομένη μέθοδο μέτρησης αυτού του αντίκτυπου για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές..Η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων, καθορίζει τα ενδεχόμενα κέρδη ή ζημιές, αναφορικά με την απόδοση των μετοχών της εταιρίας, μετά την ανακοίνωση της εμπλοκή της στην συγχώνευση ή εξαγορά.

3.2.2 Event Window

Μέσα από τις διάφορες έρευνες διαχρονικά και την σχετική βιβλιογραφία, δεν καθορίζεται κάποιο συγκεκριμένο χρονικό "παράθυρο" που πρέπει κανείς να λαμβάνει υπόψιν του για την πιο ορθή έρευνα. Αναλόγως τον τύπο διαστήματος που ερευνάται σχετικά με τις αποδόσεις, εάν δηλαδή πρόκειται για βραχυπρόθεσμο διάστημα μελέτης ή μακροπρόθεσμο, τα «event windows» που λαμβάνει κανείς υπόψιν του μπορεί να διαφέρουν. Παρόλα αυτά, σύμφωνα με τους Andrade et al., (2001), όταν το «event window» που χρησιμοποιείται είναι πολύ μεγάλο, χάνεται η στατιστική ακρίβεια με την μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων. Επίσης μια ακόμα υποστήριξη στη χρήση όχι πολύ μεγάλου συμβάντος δηλώνει η μελέτη των Konchitchki and O'Leary (2011) η οποία υποστηρίζει ότι, όσο πιο μικρό είναι το παράθυρο που ερευνά κανείς, τόσο πιο δύσκολο είναι να επηρεάζουν την τιμή της μετοχής άλλα οικονομικά γεγονότα και να μην προσμετρείται ο καθαρός αντίκτυπος, από την εξαγορά.

Στην δική μας έρευνα, μελετούμε με τη μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων, την απόδοση της μετοχής σε τρία χρονικά παράθυρα. Μελετούμε το παράθυρο των -30,+30 ημερών από την ανακοίνωση της εκάστοτε εξαγοράς ή συγχώνευσης, των -2,+2 ημερών από την ανακοίνωση της συγχώνευσης και τέλος την απόδοση της μετοχής την ίδια μέρα της δημόσιας ανακοίνωσης της πρότασης συγχώνευσης/εξαγοράς, δηλαδή την ημέρα 0.

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί και μια άλλη χρονική περίοδο, η οποία ονομάζεται περίοδος εκτίμησης (estimation period) και οι αποδόσεις των μετοχών θεωρούνται κανονικές. Αυτή η περίοδος, λειτουργεί σαν ορόσημο για να υπολογιστούν μέσα από αυτές τις κανονικές αποδόσεις οι αναζητούμενες μη κανονικές αποδόσεις. Οι Sethi and Krishnakumar (2010) θεωρούν ότι αυτή η περίοδος είναι τυπικά -250 , -200 ή και -50 ημέρες πριν την έναρξη του παραθύρου μελέτης που ονομάζεται και περίοδος παρατήρησης και κατ' επέκταση την ανακοίνωση της συμφωνίας. Στην παρούσα μελέτη, αυτή η περίοδος εκτίμησης αποτελείται από 200 ημέρες δηλαδή είναι -200 ημέρες από την ημέρα 0. Θεωρούμε ότι αυτό το μέγεθος της περιόδου εκτίμησης, αποτελεί πλήρως ασυσχέτιστη περίοδο με το οικονομικό γεγονός που ουσιαστικά λαμβάνει χώρα τη μέρα της ανακοίνωσης.

3.2.3 Μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns)

Την περίοδο εκτίμησης όπως προαναφέραμε εκτιμάμε τις κανονικές αποδόσεις της επιχείρησης, για τις οποίες η βιβλιογραφία συστήνει κυρίως την μέθοδο Capital Asset Pricing Model (CAPM), market model και το υπόδειγμα market return (index) model. Το μοντέλο market return model το οποίο είναι το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο μοντέλο, συσχετίζει τις αποδόσεις οποιασδήποτε μετοχής με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς που αντιπροσωπεύεται από τον γενικό δείκτη (MacKinlay, 1997). Η έρευνα αυτή όπως αναφέρεται και παραπάνω, εξετάζει ένα βραχύ event window στο οποίο θεωρείται καταλληλότερο το υπόδειγμα της αγοράς market return (index) model. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα αναλύεται ως εξής:

$$E(R_{jt})=R_{mt} \quad (1)$$

όπου

R_{mt}

η απόδοση του δείκτη της αγοράς για την περίοδο παρατήρησης και τη περίοδο εκτίμησης, με την οποία είναι ίση η προβλεπόμενη τιμή της εκάστοτε j μετοχής.

$\alpha=0$ & $\beta=1$

Οι ημερήσιες πραγματικές αποδόσεις των μετοχών του δείγματος $j = 1,2,3,\dots,57$, καθ' όλη την διάρκεια υπολογίζονται ως:

$$R_{jt} = \ln(R_{jt}) = \ln [(P_{jt} + \text{Div}_{jt}) / P_{jt-1}] \quad (2)$$

Όπου:

\ln = ο φυσικός λογάριθμος, P_{jt} = η τιμή της μετοχής j στο τέλος κάθε ημέρας $t=1,2,3,\dots,T$.

P_{jt-1} = η τιμή της μετοχής την προηγούμενη μέρα $t-1$.

Οι μη κανονικές αποδόσεις που καθορίζουν τα κέρδη ή την ζημία των εταιριών που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές καθορίζονται, από την διαφορά των πραγματικών ημερήσιων αποδόσεων των τιμών των μετοχών με τις προβλεπόμενες αποδόσεις, δηλαδή τις αποδόσεις του δείκτη της αγοράς:

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt} \quad (3)$$

Όπου:

AR_{jt} = η μη κανονική απόδοση της μετοχής j στον χρόνο t

R_{mt} = πραγματική απόδοση του Γενικού Δείκτη της Αγοράς στο χρόνο t και R_{jt} = πραγματική απόδοση μετοχών j στο χρόνο t.

Μόλις υπολογισθούν οι μη κανονικές αποδόσεις, τις συγκεντρώνουμε για να μετρήσουμε την επίδραση της ανακοίνωσης των Σ&Ε στις αποδόσεις των μετοχών. Δεδομένου ότι εφαρμόζουμε συνεχή άθροιση στη μέτρηση των αποδόσεων, το CAR αντιπροσωπεύει την μη κανονική απόδοση σε μία μετοχή

που ισορροπείται κάθε περίοδο για να δοθεί ίση στάθμιση σε κάθε μετοχή (Strong, 1992). Μια σημαντική υπόθεση για τις σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις, ως μέτρο της απόδοσης, βασίζεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, καθώς τόσο ο κίνδυνος αγοράς όσο και η απόδοση της αγοράς λαμβάνονται υπόψη όταν χρησιμοποιείται το CAR στην μέτρηση της απόδοσης (Haleblian και Finkelstein, 1999). Τα αθροιστικά αποτελέσματα των AR (μη κανονικών αποδόσεων) είναι σημαντικά στην αξιοπιστία των αποτελεσμάτων, συγκριτικά με την εξαγωγή συμπερασμάτων από μεμονωμένων χρονικών στιγμών τις μη κανονικές αποδόσεις. Τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις τις υπολογίζουμε ως εξής:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum AR_{it} \quad (4)$$

Όπου t_1, t_2 είναι χρονικές περιόδους στο χρονικό παράθυρο (event window).

Αντιστοίχως τα AARs υπολογίζονται ως:

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N AR_{jt} / N \quad (5)$$

με AR_{jt} = την μη κανονική απόδοση κάθε εταιρείας j του δείγματος στο χρόνο t . Επιπροσθέτως ελέγχουμε και τη στατιστική σημαντικότητα και των μέσων όρων των μη κανονικών αποδόσεων, αλλά και των αθροιστικών μέσων όρων των μη κανονικών αποδόσεων. Η στατιστική σημαντικότητα υπολογίζεται ως εξής:

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)} \quad (6)$$

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} * S(AAR_t)} \quad (7)$$

Όπου, $S(AAR_t)$ είναι η τυπική απόκλιση των AAR_{st} .

Πραγματοποιούμε το τεστ στατιστικής σημαντικότητας, για να δούμε αν ο μέσος όρος των μη κανονικών αποδόσεων για κάθε μία από τις μετοχές είναι στατιστικά διαφορετικός από το μηδέν, καθώς η τυπική απόκλιση μπορεί να είναι αποτέλεσμα καθαρής πιθανότητας. Εξάγουμε την μηδενική υπόθεση (H_0) ότι δεν έχουμε μη κανονικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια του παραθύρου του συμβάντος, ενώ η εναλλακτική υπόθεση υποδηλώνει παρουσία μη κανονικών αποδόσεων. Το τεστ βασίζεται σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%, ώστε να προκύψει εάν η μέση μη κανονική απόδοση των μετοχών διαφέρει σημαντικά από το μηδέν στο επίπεδο 5% (Sorescu, Warren & Ertekin, 2017).

Επιπροσθέτως στην παρούσα έρευνα εξετάζονται και μελετώνται και οι μέσοι όροι αυτών των μη κανονικών αποδόσεων αλλά επίσης και αθροιστικά οι μέσοι όροι των μη κανονικών αποδόσεων. Όπως έχει προαναφερθεί σε αυτήν τη μελέτη, εξετάσαμε event windows $-30+30$, $-2+2$ και 0 και εκτιμήσαμε τις αντίστοιχες μη αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις τους (CAAR). Ο τρόπος υπολογισμού τους είναι ο εξής:

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_t \quad (8)$$

Τέλος μπορούμε να συγκρίνουμε τους αθροιστικούς μέσους όρους δυο η περισσότερων πληθυσμών, μέσω δειγμάτων που μπορεί να διακρίνονται από κάποιες μεταβλητές, εφαρμόζοντας τεστ στατιστικής σημαντικότητας στις άνισες διακυμάνσεις του εκάστοτε δείγματος CAR. Αν το τεστ βγει στατιστικά σημαντικό δηλ. $p < 0,05$ $t\text{-crit} < t$, απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση και τότε $\mu_1 - \mu_2 \neq 0$, αλλιώς δεν απορρίπτεται και τότε $\mu_1 - \mu_2 = 0$.

4. Εμπειρικά Αποτελέσματα

4.1 CAARs αγοραστών για όλο το δείγμα

Στην παρούσα μελέτη υπολογίσθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών, όπως προαναφέρθηκε, μόνο των 57 αγοραστριών εταιριών του δείγματος. Για τον

υπολογισμό αυτών βρέθηκαν οι κανονικές αποδόσεις των συγκεκριμένων εταιριών με την μέθοδο του φυσικού λογάριθμου για το χρονικό παράθυρο -200 έως +30, ενώ οι μη κανονικές για τις τρεις περιόδους παρατήρησης, που εξετάζει η έρευνα -30+30,-2+2,και την μέρα 0, μέρα της ανακοίνωσης, με την μέθοδο αφαιρώντας τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών με αυτές του δείκτη της αγοράς. Κατά αυτόν τον τρόπο υπολογίσθηκαν τα CARs και CAARs του παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4.1 Αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs, όλου του δείγματος των αγοραστριών εταιριών για event window -30 +30,-2+2, 0 καθώς και οι συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας t.

Days	TOTAL CAAR	t-Statistic
-30+30	6%	1,41368*
-2+2	0,11%	0,09
0	-0,08%	-0,15

*Στατιστική σημαντικότητα t για $\alpha=10\%$

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε ότι οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών στο χρονικό παράθυρο +30-30 είναι θετικές. Στις 30 ημέρες μετά την ανακοίνωση οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές βρίσκονται στο 6% και παρατηρείται στατιστική σημαντικότητα για $\alpha=10\%$ στην μέτρηση των CAARs. Τα παραπάνω αποτελέσματα ταυτίζονται με παλαιότερη έρευνα των (Kyriazis and Diakogiannis 2008) για θετική απόδοση CAAR 6%-11% με στατιστική σημαντικότητα στο επίπεδο εμπιστοσύνης 10%, όπως και των

Protorapas et al. (2003). Οι θετικές αυτές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών εξηγούνται από την έρευνα των Alexandridis et al. (2010) που καταλήγει ότι, σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές όπως αυτή της Ελλάδας, οι αγοραστές γνωρίζουν θετικές αποδόσεις και υψηλότερες σε σχέση με περισσότερο ανταγωνιστικές αγορές όπως αυτών του Καναδά, των ΗΠΑ και του ΗΒ. Τα παραπάνω έρχονται σε σύγκρουση με την έρευνα των Yilmaz και Tanyeri (2016), σύμφωνα με την οποία σε ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές όπως αυτές του Καναδά, ΗΒ και άλλων, οι αποδόσεις των συγχωνεύσεων ήταν υψηλότερες και θετικές στο 1,35%. Οι θετικές αποδόσεις των αγοραστών μπορούν να εξηγηθούν και από την μορφή των εταιριών στόχων, όπου στο δείγμα μας ήταν σχεδόν όλες μη εισηγμένες εταιρίες. Στην διεθνή βιβλιογραφία Chang (1998), Fuller et. All (2002), Officer (2007), διαφαίνεται ότι αυτό βοηθάει στις αποδόσεις των αγοραστών. Ακόμα, το αποτέλεσμα αυτό συνδυάζεται και με το γεγονός ότι όταν το μέγεθος των εταιριών που συμμετέχουν είναι μικρό, οι αποδόσεις είναι θετικές, κάτι που συμβαίνει και στο δείγμα της δικιάς μας έρευνας, αφού οι περισσότερες εταιρίες είναι medium - small cap.

Επίσης σχετικά με την αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση, στο χρονικό παράθυρο -2+2, παρατηρούμε να υπάρχει ελαφρώς θετική απόδοση. Η απόδοση λοιπόν στις δυο μέρες μετά την ανακοίνωση, παρατηρείται στο 0,111%. Αυτό όπως προαναφέρθηκε έρχεται σε συμφωνία με τη μελέτη των Andrade, Mitchell και Stattford (2001) όπου διατυπώνεται η άποψη, ότι κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών δεν έχουν σημαντική μεταβολή. Επίσης η μελέτη των (Kiesel, et al., 2017) αναφέρει αποδόσεις στο 0,60% για τις αγοράστριες εταιρίες στο κλάδο της εφοδιαστικής αλυσίδας, Η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση, σε αυτό το χρονικό παράθυρο όπως προκύπτει, δεν έχει στατιστική σημαντικότητα ούτε για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=10\%$. Επίσης την ημέρα της ανακοινώσεως, έχουμε ελαφρώς αρνητική απόδοση πολύ κοντά στο 0, χωρίς στατιστική σημαντικότητα. Επίσης, θετικές αλλά μη στατιστικά σημαντικές είναι και οι αποδόσεις στις +2 ημέρες από την ανακοίνωση, ενώ σχεδόν μηδενικές, ακολούθως της βιβλιογραφίας για τις ημέρες πολύ κοντά στην ανακοίνωση, είναι οι αποδόσεις την ημέρα 0.

4.2 CAARs αγοραστών βάσει του τρόπου πληρωμής και της κλαδικής συσχέτισης.

Στους παρακάτω πίνακες, εμφανίζονται τα αποτελέσματα της έρευνας, σχετικά με την αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση για τα «event windows» -30+30 από την ημερομηνία ανακοίνωσης, -2+2 και την μέρα της ανακοίνωσης. Η διαφορά με τα ανωτέρω αποτελέσματα προκύπτει από τον διαχωρισμό του δείγματος και την ομαδοποίηση αυτού, ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής της αγοράστριας εταιρίας. Η εξαγωγή αυτών των αποτελεσμάτων προκύπτει από την μελέτη των AARs και CAARs των αγοραστριών εταιριών χωρισμένες στις κατηγορίες αποπληρωμής με μετοχές (stock), με μετρητά (cash) και με άλλο τρόπο (other).

Πίνακας 4.2 Αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs, για τις τρεις κατηγορίες μεθόδων πληρωμής για event windows -30+30, -2+2, ημέρα ανακοίνωσης 0 καθώς και οι συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας t.

Event Windows	CAARs Cash Offers	CAARs Other Offers	CAARs Equity Offers
0	0,67%	-0,03%	-4,98%
t-statistic	0,63	0,05	-2,82
-2+2	2,24%	-0,54%	-0,04%
t-statistic	0,95	0,31	0,37
-30+30	-3,27%	9,25%	5,45%

t-statistic	0,40	1,6	0,39
Sample	15	39	3

Στον παραπάνω πίνακα διαφαίνονται τα αποτελέσματα σχετικά με τα CAARs των μεθόδων πληρωμής σε όλα τα χρονικά παράθυρα. Αρχικά, ξεκινώντας από την ημερομηνία της ανακοινώσεως παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις των αγοραστών με την μέθοδο πληρωμής με μετρητά και άλλον τρόπο βρίσκονται πολύ κοντά στο 0, με τη μέθοδο του άλλου τρόπου να έχει ένα ελαφρώς αρνητικό πρόσημο ενώ των μετρητών να έχει μη στατιστικά σημαντικό, θετικό στο 0,67%. Αυτό όπως προαναφέρθηκε έρχεται σε συμφωνία με τη μελέτη των Andrade, Mitchell και Stattford (2001) στην οποία διατυπώνεται η άποψη ότι κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης, οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών δεν έχουν σημαντική μεταβολή. Την ημέρα της ανακοινώσεως (χρονικό παράθυρο 0) η σημαντική έρευνα του Travlos (1987) συμπίπτει με τα ανωτέρω αποτελέσματα, τα οποία εξήχθησαν κατόπιν μελέτης 167 συγχωνεύσεων και βρέθηκε μη στατιστικά σημαντικό και πολύ κοντά στο μηδέν, θετικό πρόσημο για τις αγοράστριες εταιρίες με την μέθοδο πληρωμής με μετρητά, καθώς και με παρόμοιες έρευνες της παγκόσμιας βιβλιογραφίας όπως των Wansley, Lane και Yang(1987) σε δείγμα 199 Σ&Ε καθώς και των Brown και Ryngaert (1991) μεταξύ 342 εξαγορών στην Αμερικανική αγορά. Αντίθετα στο μικρό δείγμα, αυτό της ανταλλαγής μετοχών, παρατηρούμε στατιστική σημαντικότητα για $\alpha=5\%$ και αρνητικές αποδόσεις της τάξεως του 5%. Στο χρονικό παράθυρο -2+2 παρατηρούμε θετικές αποδόσεις αναφορικά με την μέθοδο των μετρητών, στο 2,24% ενώ για τις μεθόδους του άλλου τρόπου και της ανταλλαγής μετοχών οι αποδόσεις βρίσκονται στο -0,54% και -0,04% αντιστοίχως. Σε καμία εκ των τριών μεθόδων σε αυτό το χρονικό παράθυρο δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα. Τέλος στις 30 μέρες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς, παρατηρούμε ότι έχουμε θετικές αποδόσεις στην μέθοδο με άλλο τρόπο, 9% στατιστικά σημαντικές για $\alpha=10\%$ ενώ μη στατιστικά σημαντική αρνητική απόδοση -3,27% για την μέθοδο των μετρητών και αντιστοίχως μη στατιστικά σημαντική απόδοση

5,45% για την ανταλλαγή μετοχών ως τρόπο πληρωμής. Τα αποτελέσματα στο -30+30 σχετικά με την μέθοδο ανταλλαγής μετοχών έρχονται σε αντίθεση με τις περισσότερες μελέτες στην γενικότερη βιβλιογραφία αλλά και στην μελέτη των Kyriazis and Diacogiannis (2008) σύμφωνα με τις οποίες, η συγκεκριμένη μέθοδος ως τρόπος πληρωμής, ιδίως όταν οι εταιρίες στόχοι είναι μη εισηγμένες, έχει αρνητική απόδοση, ενώ συμφωνεί εν μέρει με την έρευνα των Antoniou, Petmezas και Zhao (2007), της οποίας τα αποτελέσματα αναφέρουν θετικές μεν αποδόσεις και στις δύο περιπτώσεις, με μετρητά και ανταλλαγής μετοχών ,αλλά δίνοντας εμφανές προβάδισμα στη δεύτερη των περιπτώσεων .Η σύγκριση με την έρευνα των Jain et al. (2019) δεν είναι εφικτή, καθώς τα ευρήματα της δείχνουν αδιαφορία των επενδυτών στο τρόπο πληρωμής μετά την τρίτη μέρα από την ανακοίνωση. Παρόλα αυτά δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα, ούτε εδώ, αλλά ούτε όπως θα δούμε και παρακάτω, στον έλεγχο δηλ. διαφοράς μέσων, λόγω του ότι το δείγμα στα ανώτερο αποτελέσματα είναι εξαιρετικά μικρό, για να εξαχθεί σαφές συμπέρασμα.

Πίνακας 4.3 Αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs, για τις κατηγορίες κλαδικής συσχέτισης για event windows -30+30, -2+2 ,ημέρα ανακοίνωσης 0 καθώς και οι συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας t.

Event Windows	CAARs	CAARs
	Horizontal	Non-Horizontal
0	0,81%	-0,07%
t-statistic	0,14	-0,03
-2+2	0,66%	0,08%
t-statistic	0,03	0,01
-30+30	9,65%	3,28%

t-statistic	0,04	0,02
Sample	22	35

Τα αποτελέσματα του ανωτέρω πίνακα καταδεικνύουν υψηλότερες αποδόσεις σε όλα τα χρονικά παράθυρα, στις οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές συγκριτικά με τις κάθετες. Στο χρονικό παράθυρο των 30 ημερών η απόδοση των οριζόντιων συγχωνεύσεων αγγίζει το 9,7% ενώ των κάθετων μη συσχετισμένων το 3,3%. Παρολαυτά τα αποτελέσματα αυτά δεν τεκμηριώνονται στατιστικά διότι είναι μη (στατιστικά) σημαντικά, σε όλα τα χρονικά παράθυρα. Από την βιβλιογραφία επίσης αντιλαμβάνεται κανείς, ότι οι μελέτες και τα αποτελέσματα τους διαφέρουν. Οι Holl and Kyriazis (1997) αναφέρουν ότι οι κάθετες συγχωνεύσεις αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι οι οριζόντιες, μελέτη που αντικρούει αυτήν των Jain et al. (2019), που υποστηρίζει πως κατά κύριο λόγο οι εξαγορές σχετικών επιχειρήσεων έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Τέλος σύμφωνα με τον Rozen-Bakher (2017) οι αποδόσεις διαφοροποιούνται ανάλογα με το είδος δηλαδή οριζόντια η κάθετη ανά κλάδο. Δηλαδή σε ορισμένους κλάδους οι οριζόντιες συγχωνεύσεις αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις κάθετες, ενώ σε άλλους κλάδους οι συνέργειες δυο ανταγωνιστών σχετικών δραστηριοτήτων επιφέρουν μικρότερη απόδοση από αυτή δυο μη σχετικών και ένας τέτοιος κλάδος είναι των υπηρεσιών.

4.2.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία

Στους παρακάτω πίνακες αποτυπώνονται κάποια περιγραφικά στατιστικά στοιχεία, σχετικά με τα CAARs των εταιριών των τριών κατηγοριών μεθόδων πληρωμής. Από τον πίνακα 4.3 που αφορά τη μέθοδο πληρωμής με μετρητά παρατηρούμε, ότι ο μέσος όρος των CAR των εταιριών που ανήκουν σε αυτή τη κατηγορία, είναι αρνητικός, της τάξεως του -3%, στη περίοδο παρατήρησης -30+30. Αντίθετα οριακά θετικός, της τάξεως του 0,2%, είναι για τη περίοδο παρατήρησης -2+2. Η τυπική απόκλιση του Event window -30+30 παρατηρείται σχετικά μεγάλη λίγο πάνω από το ποσοστό 16,5%.

Πίνακας 4.4 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μεθόδου πληρωμής μετρητών για EW 0, -2+2 και -30+30.

CASH EW	0	-2+2	-30+30
Average CAR	0,0067	0,0224	-0,0327
Median CAR	-0,0032	0,0022	0,0119
Max CAR	0,0769	0,1527	0,2801
Min CAR	-0,0192	-0,0640	-0,9263
Sum	0,0997	0,3367	-0,4909
Std	0,0260	0,0596	0,2643

Πίνακας 4.5 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μεθόδου πληρωμής με άλλον τρόπο για EW 0, -2+2 και -30+30.

OTHER EW	0	-2+2	-30+30
Average CAR	-0,0003	-0,0054	0,0925
Median CAR	-0,0036	-0,0132	0,0215
Max CAR	0,2100	0,2257	1,3480
Min CAR	-0,0738	-0,3120	-0,4592
Sum	-0,0129	-0,2178	3,6003
Std	0,0441	0,0830	0,3199

Το αντίθετο συμβαίνει με την μέθοδο πληρωμής με "άλλον τρόπο", όπου ο μέσος των CARs είναι θετικός στο EW -30+30 και αρνητικός στο -2+2. Η τυπική απόκλιση και σε αυτό το δείγμα μεθόδου παραμένει υψηλή στα CAR -30+30, στο ποσοστό του 30%.

Αναφορικά με τους μέσους όρους, παρόμοια εικόνα με την μέθοδο πληρωμής με «άλλον τρόπο» παρατηρούμε και στη μέθοδο με ανταλλαγή μετοχών. Η τυπική απόκλιση στον πίνακα 4.6 είναι πολύ μικρότερη, μιας και μιλάμε όμως για αισθητά μικρότερο δείγμα.

Πίνακας 4.6 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μεθόδου πληρωμής με ανταλλαγή μετοχών για EW 0, -2+2 και -30+30.

STOCK EW	0	-2+2	-30+30
Average CAR	-0,0498	-0,0004	0,0545
Median CAR	-0,0235	0,0303	0,0707

Max CAR	-0,0103	0,0342	0,2282
Min CAR	-0,1157	-0,0657	-0,1355
Sum	-0,1495	-0,0011	0,1634
Std	0,0469	0,0462	0,1489

Πίνακας 4.7 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για Οριζόντιες και Μη Οριζόντια συγχωνεύσεις και εξαγορές EW 0, -2+2 και -30+30.

Οριζόντια	EW 0	EW -2+2	EW -30+30	Μη Οριζόντια	EW 0	EW -2+2	EW -30+30
Average CAR	0,0081	0,0066	0,0965	Average CAR	-0,007	0,00077	0,0328
Median CAR	-0,0043	0,0079	0,0306	Median CAR	-0,0035	-0,0100	0,0119
Max CAR	0,2100	0,2257	1,3480	Max CAR	0,0632	0,1527	0,8052
Min CAR	-0,1157	-0,3120	-0,4592	Min CAR	-0,0738	-0,1253	-0,9263
Sum	0,1791	0,1448	2,1233	Sum	-0,245	-0,0270	1,1495
Std	0,0565	0,0975	0,3523	Std	0,028	0,0603	0,2667

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται πως οι αγοράστριες εταιρίες που συγχωνεύτηκαν ή εξαγόρασαν εταιρίες ιδίων δραστηριοτήτων, έχουν θετικό μέσο όρο CAAR στο event window -30+30 ενώ αρνητικό στο 0. Επίσης μεγαλύτερη, παρουσιάζεται η τυπική απόκλιση στη μεγάλη περίοδο παρατήρησης. Αντιστοίχως αναφορικά με τις οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές παρατηρούμε θετικούς τους μέσους όρους των εκάστοτε CAAR των εταιριών που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία. Ενώ και σε αυτήν την περίπτωση, η τυπική απόκλιση στο μεγάλο παράθυρο παρατήρησης είναι μεγαλύτερη σε σχέση με το μικρότερο των δυο ημερών μετά.

4.3 Στατιστικοί έλεγχοι διαφοράς CAARs

Με τον έλεγχο της διαφοράς μέσων, χωρίς να γνωρίζουμε αν οι διακυμάνσεις των δυο προς εξέταση δειγμάτων είναι ίδιες, υποθέτουμε πως δεν είναι, και

ελέγχουμε αν ο μέσος όρος στην προκειμένη περίπτωση των μέσων όρων των CAR της κάθε μιας εταιρίας που ανήκει στο δείγμα, είναι ίσος με τον αντίστοιχο ενός άλλου δείγματος και την σχέση μεταξύ τους.

Πίνακας 4.8 Στατιστικός έλεγχος διαφοράς δειγματικών μέσων με υπόθεση ανισών διακυμάνσεων EWs 0, -2+2 και -30+30 Μετοχές vs Μετρητά vs Άλλος τρόπος

EW	Whole sample	Equity offers	Cash offers	Other form	Difference of means		
		1	2	3	1-2	1-3	2-3
0	-0,08%	-4,98%	0,67%	-0,03%	-5,60%	-4,90%	0,70%
<i>t-stat.</i>	<i>-0,15</i>	<i>-2,82</i>	<i>0,63</i>	<i>-0,05</i>	<i>-1,67</i>	<i>-1,46</i>	<i>0,7</i>
-2+2	0,11%	-0,04%	2,24%	-0,54%	-2,20%	0,50%	2,80%
<i>t-stat.</i>	<i>0,09</i>	<i>0,37</i>	<i>0,95</i>	<i>0,31</i>	<i>-0,62</i>	<i>0,1474</i>	<i>1,34</i>
-30+30	6,02%	5,45%	-3,27%	9,25%	8,72%	-3,80%	-12,50%
<i>t-stat.</i>	<i>1,41368*</i>	<i>0,39</i>	<i>-0,4</i>	<i>1,6</i>	<i>0,69</i>	<i>-0,32</i>	<i>-1,43</i>
N (αριθμός παρατηρήσεων)	57	3	15	38			

Ο πίνακας 4.8 αποτυπώνει τα αποτελέσματα του τεστ μεταξύ κατηγορίας ανταλλαγής μετοχών και μετρητών, στο χρονικό παράθυρο των -30+30 ημερών. Η διαφορά των δειγματικών μέσων όπως φαίνεται και στην ενότητα 4.2 είναι 0,087. Το τεστ βγαίνει στατιστικά μη σημαντικό και η μηδενική υπόθεση δεν απορρίπτεται, που σημαίνει ότι δεν μπορεί να βγει σαφές συμπέρασμα και να τεκμηριωθεί στατιστικά ποια μέθοδος έχει την μεγαλύτερη απόδοση.

Παρατηρούμε ότι το ίδιο συμβαίνει και στα αποτελέσματα του τεστ μεταξύ κατηγορίας ανταλλαγής μετοχών και μετρητών, στο χρονικό παράθυρο των -2+2 ημερών. Το τεστ βγαίνει στατιστικά μη σημαντικό και η μηδενική υπόθεση δεν απορρίπτεται. Η μη στατιστικά σημαντική διαφορά των δειγματικών μέσων όπως φαίνεται και από τους πίνακες στην ενότητα 4.2 είναι -0,022. Στον πίνακα 4.8 διακρίνουμε και τα αποτελέσματα του τεστ μεταξύ κατηγορίας ανταλλαγής μετοχών και μετρητών, στο χρονικό παράθυρο των 0 ημερών. Το τεστ βγαίνει επίσης στατιστικά μη σημαντικό και η μηδενική υπόθεση δεν απορρίπτεται. Η μη στατιστικά σημαντική διαφορά των δειγματικών μέσων όπως φαίνεται και από τους πίνακες στην ενότητα 4.2 είναι -0,056, που σημαίνει ότι ούτε στο χρονικό παράθυρο 0 μπορούν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα.

Στατιστικά μη σημαντικά είναι και τα αποτελέσματα του ελέγχου μεταξύ κατηγορίας ανταλλαγής μετοχών και μεθόδου με άλλον τρόπο, στο χρονικό παράθυρο των -30+30, -2+2 ημερών και της ημέρας της ανακοίνωσης. Το τεστ βγαίνει στατιστικά μη σημαντικό και η μηδενική υπόθεση δεν απορρίπτεται. Η μη στατιστικά σημαντική διαφορά των δειγματικών μέσων όπως φαίνεται και από τους πίνακες στην ενότητα 4.2 είναι -0,037, 0,005 και -0,49 αντίστοιχα.

Ο έλεγχος μεταξύ κατηγορίας μετρητών και άλλου τρόπου, στο χρονικό παράθυρο των -30+30 ημερών, βγαίνει επίσης στατιστικά μη σημαντικός και η μηδενική υπόθεση δεν απορρίπτεται. Η μη στατιστικά σημαντική διαφορά των δειγματικών μέσων όπως φαίνεται και από τους πίνακες στην ενότητα 4.2 είναι -0,12. Ίδια αποτελέσματα παρατηρούμε και στα χρονικά παράθυρα των 2 ημερών και την ίδια μέρα της ανακοίνωσης με τις στατιστικά μη σημαντικές διαφορές των μέσων να ανέρχονται στα 0,0028 και 0,007 αντίστοιχα, χωρίς όμως και πάλι να είναι εφικτή η στατιστική τεκμηρίωσή τους.

Πίνακας 4.9 Στατιστικός έλεγχος διαφοράς δειγματικών μέσων με υπόθεση άνισών διακυμάνσεων EWs 0, -2+2, -30+30 Οριζόντια έναντι στη Μη Οριζόντια συναλλαγή.

EW	Whole sample	CAARs		Difference of means Horizontal-Non Horizontal
		Horizontal	Non- Horizontal	
0	-0,08%	0,81%	-0,07%	1,5%
<i>t-stat.</i>	<i>-0,15</i>	<i>0,14</i>	<i>-0,03</i>	<i>1,13</i>
-2+2	0,11%	0,66%	0,08%	0,73%
<i>t-stat.</i>	<i>0,09</i>	<i>0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>0,31</i>
-30+30	6,01%	9,65%	3,28%	6,30%
<i>t-stat.</i>	<i>1,41</i>	<i>0,04</i>	<i>0,02</i>	<i>0,711</i>
N (αριθμός παρατηρήσεων)	57	22	35	Horizontal:22 Non-Horizontal:35

Ο πίνακας 4.9 αποτυπώνει τη μη στατιστική σημαντικότητα των διαφορών των μέσων CAR μεταξύ οριζόντιων συγχωνεύσεων και μη οριζόντιων συγχωνεύσεων και στα τρία «event window», των -30+30, -2+2 και 0. Οι μη στατιστικές διαφορές των μέσων είναι 0,063 , 0,0073 και 0,015 αντίστοιχα. Αριθμητικά αναδεικνύεται ότι ελαφρώς οι μη οριζόντιες συγχωνεύσεις υποαποδίδουν σε σχέση με τις οριζόντιες, αποτέλεσμα όμως που δεν μπορεί να τεκμηριωθεί στατιστικά. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δεν βοηθούν να εξαχθούν ακριβή συμπεράσματα σχετικά με το ποιο είδος συγχωνεύσεως έχει καλύτερες αποδόσεις.

5. Συμπεράσματα

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως σκοπό την μελέτη της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, που πραγματοποιήθηκαν την χρονολογική περίοδο, από το 2007 έως το 2020 σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Οι συγχωνεύσεις αφορούσαν τον Ελλαδικό χώρο, και οι εταιρίες ,αγοράστριες

και στόχοι , που έλαβαν μέρος ήταν Ελληνικές. Οι μετρήσεις λόγω περιορισμών πραγματοποιήθηκαν μόνο στις αγοράστριες εταιρίες στα «Event windows» των -30+30 ημερών, -2+2 ημερών αλλά και στο χρόνο 0 δηλαδή την ημέρα της ανακοίνωσης.

Τα αποτελέσματα σχετικά με όλο το δείγμα των αγοραστριών εταιριών στο χρονικό παράθυρο -30+30 έχουν θετική απόδοση περίπου 6%, με στατιστική σημαντικότητα για επίπεδο εμπιστοσύνης 10%. Εκτός από την μελέτη των (Kyriazis and Diakogiannis 2008) που συμπίπτει για θετική απόδοση CAAR 4,57%,σε στατιστική σημαντικότητα ίδιου επιπέδου εμπιστοσύνης, τα αποτελέσματα στο κεφάλαιο 4 έρχονται σε συμφωνία και με τους Protorapas et al. (2003), ενώ εξηγούνται και από τα ευρήματα των Alexandridis et al. (2010), ότι δηλαδή σε λιγότερο ανταγωνιστικές και ανεπτυγμένες αγορές όπως η Ελληνική αγορά οι αποδόσεις των αγοραστών είναι υψηλότερες. Ακριβώς τα αντίθετα ευρήματα υποστηρίζουν Yilmaz και Tanyeri (2016) όπου οι αγοράστριες εταιρίες σε ανταγωνιστικές αγορές, γνωρίζουν θετική απόδοση κατά μέσο όρο 1,35. Ακόμα, στις έρευνες της διεθνούς βιβλιογραφίας Chang (1998), Fuller et. al (2002), Officer (2007), συσχετίζονται οι θετικές αποδόσεις των αγοραστών όταν πρόκειται για εξαγορές εταιριών στόχων μικρού και μεσαίου μεγέθους, αλλά κυρίως ιδιωτικών, μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών, όπως συμβαίνει και στο δικό μας δείγμα. Επίσης όπως και κατά γενική ομολογία της βιβλιογραφίας, θετικές πολύ κοντά στο 0, και μη στατιστικά σημαντικές είναι και οι αποδόσεις στις +2 ημέρες, καθώς επίσης και την ημέρα της ανακοινώσεως.

Επίσης αναφορικά με τις μεθόδους πληρωμής, παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις CAAR με ανταλλαγή μετοχών σε μη στατιστικό επίπεδο είναι θετικές στο χρονικό παράθυρο -30+30 και αρνητικές στο -2+2. Στις 30 μέρες μετά την ανακοίνωση, οι περισσότερες έρευνες δείχνουν αρνητικό πρόσημο για τους αγοραστές που συμμετείχαν σε εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών στόχων με ανταλλαγή μετοχών. Σημαντική έρευνα που αποπειράται να εξηγήσει το προαναφερθέν αποτέλεσμα, είναι αυτή των Kyriazis and Diakogiannis (2008) που κάνει λόγο για ενδεχομένη υπερτίμηση της τιμής της μετοχής των αγοραστών κατά την περίοδο προ της εξαγοράς, λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης, ενώ δεν μπορούμε να συνάγουμε κάποιο συμπέρασμα από την σύγκριση με την μελέτη των Jain et al.

(2019), καθώς στην συγκεκριμένη μελέτη επισημαίνεται η αδιαφορία των επενδυτών μετά την τρίτη ημέρα από την ανακοίνωση σχετικά με την μέθοδο πληρωμής. Παρόλα αυτά, το δείγμα της δικιάς μας έρευνας αναφορικά με την πληρωμή με μετοχές ήταν εξαιρετικά μικρό και δεν μπορεί να συνταχθεί σαφές συμπέρασμα, αφού μεμονωμένα οι αποδόσεις της μεθόδου αλλά και οι διαφορές μέσων είναι μη στατιστικά σημαντικές. Ακόμα αφορά τρεις εξαγορές εκ των οποίων η μία βραχυχρόνια θεωρείται ολοκληρωμένη αλλά όχι ουσιαστικά. Πρόκειται για την ανακοίνωση της προσφοράς για εξαγορά της Eurobank από την Εθνική τράπεζα σε ποσοστό κοντά στο 80% όπου στο άκουσμα μιας τέτοιας συγχώνευσης οι επενδυτές έσπευσαν να αγοράσουν τις μετοχές της NBG (όπου εν τέλει δεν πραγματοποιήθηκε). Η άλλη συναλλαγή αφορά συγχώνευση δυο εταιρειών (Capital Product Partners L.P. - Crude Carriers Corp) στο τομέα της ναυτιλίας όπου και πριν την συγχώνευση δραστηριοποιούνταν κάτω από την ίδια ομπρέλα ιδιοκτησίας, μετά την συγχώνευση από τη νέα ναυτιλιακή προκύπτουν οικονομίες κλίμακος έλεγχος του κόστους και αποδοτικότερη κατανομή κεφαλαίων, εσόδων και κερδών, αλλά και καλύτερη εμπορική και τεχνική διαχείριση του στόλου. Επίσης στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5% στο «event window» 0, τα CAARs της κατηγορίας ανταλλαγής μετοχών είναι αρνητικά. Στο «event window» -30+30 τα CAARs με την μέθοδο των μετρητών έχουν μη στατιστικά σημαντική αρνητική απόδοση του ποσοστού 3,24% και έρχονται σε αντίθεση με την πλειοψηφία των ερευνών. Οι κύριες αιτίες που διαχρονικά οι εξαγορές με μετρητά παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις είναι το σήμα που δίδεται στην αγορά από την εξαγοράζουσα εταιρεία ως αυτοπεποίθηση της, για ανατίμηση των μετοχών της. Έτσι αποτρέπεται το overvaluation από την αγορά και στη συνέχεια η περαιτέρω πτώση της τιμής λόγω short selling των κερδοσκόπων. που έρχεται σε αντίθεση με τις έρευνες που αναφέρθηκαν παραπάνω όπως των Kyriazis and Diacogiannis (2008). Στις δυο ημέρες μετά την ανακοίνωση αλλά και την ίδια ημέρα, έχουμε θετικές μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, σχεδόν όμως μηδενικές για τις αποδόσεις των αγοραστριών που εξόφλησαν με μετρητά, όπως αναφέρει και ο Travlos (1987) ανάμεσα σε ένα δείγμα 167 Σ&Ε. Αναφορικά με την μέθοδο πληρωμής, άλλος τρόπος, που υπόκειται κυρίως σε ένα μείγμα μεθόδων πληρωμής, παρατηρούμε θετική υψηλή απόδοση σχεδόν 9,5% με στατιστική σημαντικότητα 10%. Οι

περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιούνται με μείγμα μεθόδων διότι από την μία πλευρά η πληρωμή με μετρητά, ιδίως του μεγαλύτερου ποσοστού του τιμήματος της συναλλαγής, σημάνει στην αγορά και αυτοπεποίθηση της εξαγοράζουσας για ανατίμηση των μετοχών της (αποτρέπεται έτσι το overvaluation hypothesis και κατά συνέχεια περεταίρω πτώση λόγω short selling των κερδοσκόπων), αλλά από την άλλη περιορίζεται το valuation risk, όταν η πληρωμή γίνεται αποκλειστικά με μετρητά, διαφοροποιώντας έτσι τον κίνδυνο και των δυο περιπτώσεων. Σε αυτό το σημείο, πρέπει να σημειωθεί ότι εφαρμόζοντας ελέγχους διαφοράς μέσω ανισών διακυμάνσεων, σε όλα τα χρονικά παράθυρα και ανάμεσα σε όλες τις μεθόδους πληρωμής, τα αποτελέσματα που λάβαμε, καθιστούν την εξαγωγή συμπερασμάτων, σχετικά με το ποια μέθοδος πληρωμής παράγει υψηλότερες αποδόσεις, από την άλλη σε όλα τα χρονικά παράθυρα, μη ασφαλή και τεκμηριωμένα, αφού σε όλες τις περιπτώσεις οι διαφορές μέσω εντοπίστηκαν μη στατιστικά σημαντικές. Επομένως, δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για τις διαφορές των CAARs κάθε κατηγορίας.

Επίσης σαφή συμπεράσματα δεν μπορούν να εξαχθούν ούτε για τα τεστ διαφοράς μέσω, σχετικά με το είδος της συγχώνευσης, αν δηλαδή είναι οριζόντια ή μη οριζόντια. Σε μη στατιστικό επίπεδο πάντως, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές, φαίνεται να υπεραποδίδουν των μη οριζόντιων σε όλα τα «event windows». Όπως προαναφέρθηκε, δεν μπορεί να δημιουργηθεί εντελώς σαφή εικόνα ούτε από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας, καθώς οι μελέτες δίστανται, και διαφοροποιούνται ανάλογα τον κλάδο. Αρχικά ενώ οι Jain et al. (2019) υποστηρίζουν τις οριζόντιες συγχωνεύσεις ως αυτές που προσδίδουν υψηλότερα κέρδη στους μετόχους των αγοραστριών εταιριών, οι Holl and Kyriazis (1997) επιχειρηματολογούν υπέρ των κάθετων συγχωνεύσεων και συνεργειών όσον αφορά την αλυσίδα αξίας, και ότι μεγαλύτερες αποδόσεις παράγουν οι συνέργειες δυο σχετικών επιχειρήσεων συνήθως ανταγωνιστών. Τέλος ενδιαφέρον προκαλούν τα συμπεράσματα της μελέτης του Rozen-Bakher (2017), σύμφωνα με την οποία διαφαίνεται να τηρείται μια ενδιάμεση στάση, υποστηρίζοντας πως οι αποδόσεις σχετικά με τις οριζόντιες ή κάθετες

συγχωνεύσεις οι οποίες πηγάζουν ουσιαστικά από το είδος των συνεργειών που σχηματίζονται σε κάθε περίπτωση, μπορεί να ποικίλλουν ανάλογα τον κλάδο.

Βιβλιογραφία

Lipczynski, J., Wilson J., (2004), *The Economics of Business Strategy*,3), pp.87-110.

Achim, S. (2015). RECENT TRENDS IN THE STUDY OF MERGERS AND ACQUISITIONS.

Akpan, M.N.U., Aik, N.C., Wanke, P.F. & Chau, W.H., 2018. Exploring the long-term trade-off between efficiency and value creation in horizontal M&As: Evidence from Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 9(2), pp.130-47.

- Alexandridis, G., Antoniou, A. & Petmezas, D., 2007. Divergence of Opinion and Post-Acquisition Performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(3), pp.439-60.
- Alexandridis, G., Antypas, N. & Travlos, N., 2017. Value Creation from M&As: New Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, pp.632-50.
- Alexandridis, G., Petmezas, D. & Travlos, N.G., 2010. Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management*, pp.1671-95.
- Andrade, G., Mitchell, M. and E. Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers", *The Journal of Economic Perspectives*, 15: 103-120.
- Andrade, G., Mitchell, M. and Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *SSRN Electronic Journal*.
- Antoniou, Antonios, Petmezas, Dimitris and Huainan Zhao, (2007), "Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions", *Journal of Business Finance & Accounting*, pp.1-24.
- Arc.hhs.se. (2010). [online] Available at:
<http://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=997>
- Armitage, S. (1995). Event Study Methods and Evidence on their Performance. *Journal of Economic Surveys*, 9(1), pp.25-52.
- Atm, A. & Alamgir, H., 2016. Impact of M&A Announcement on Acquiring and Target Firm's Stock Price: An Event Analysis Approach. *International Journal of Finance and Accounting*, 5(5), pp.228-32.
- Babu, G.R., (2005), *Financial Services in India*, Concept Publishing Company, New Delhi.

- Bertrand, A., 2004. Mergers and Acquisitions Greenfield Investments and Extension of Capacity. Issue Paper. IMF.
- Bhaumik, S.K. & Selarka, E., 2012. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets?: Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 18, pp.717-26.
- Borges, M.R. & Gairifo, R., 2013. Abnormal returns before acquisition announcements: evidence from Europe. *Applied Economics*, 45(26), pp.3723-32.
- Brahma, S., Boateng, A. & Ahmad, S., 2018. Motives of mergers and acquisitions in the European public utilities: an empirical investigation of the wealth-anomaly. *International Journal of Public Sector Management*, 31(5), pp.599-616.
- Brown, David T. and Michael D. Ryngaert, (1991), “ The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information”, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No.2, pp.653-669 .
- Bruner, R.F., (2004), *Applied Mergers & Acquisitions*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey
- Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *Journal of Finance*, 53, 773–784.
- Cheng, Y., Wickramanayake, J. and Sagaram, J.P.A (2007), *Acquiring Firms’ Shareholder Wealth Effects of Selected Asian Domestic and Cross-Border Takeover Bids: China and India 1999-2003*
- Cristerna, H. and Ventresca, C., 2020. 2020 Global M&A Outlook. [ebook] Available at:
- Cristerna, H. and Ventresca, C., 2020. 2020 Global M&A Outlook. [ebook] Available at:

- Cui, H. & Leung, S.C.-M., 2020. The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16, pp.1-18.
- Defrancq, C., Huyghebaert, N. & Luypaert, M., 2020. Influence of acquirer boards on M&A value creation: Evidence from Continental Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 32, pp.21-62.
- DeYoung, R., Evanoff, D. and Molyneux, P. (2009). *Mergers and Acquisitions of Financial*
- Dickerson, A.P., Gibson, H.D. & Tsakalotos, E., 1997. The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms. *Oxford Economic Papers*, 49(3), pp.344-61.
- Dranev, Y., Frolova, K. and Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research in International Business and Finance*, 48, pp.353-364.
- Fuller, K., Netter, J. and Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance*, 57, 1763–1793.
- Geddes, H.R., (2006), *An Introduction to Corporate Finance. Transactions and Techniques*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex
- Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D., 2017. *The Six Types of Successful Acquisitions*. McKinsey & Co.
- Golubov, A., Petmezas, D. & Travlos, N.G., 2012. Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implications. In A. Bell, C. Brooks & M. Prokopczuk, eds. *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*. Edward Elgar.
- Graham, M., Walter, T.S., Yawson, A. & Zhang, H., 2017. The Value-added Role of Industry Specialist Advisors in M&As. *Journal of Banking and Finance*, 81, pp.81-104.

- Green, M.B., (1990), Mergers and Acquisitions: Geographical and Spatial
- Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoglu, B.B. & Zulehner, C., 2003. The Effects of Mergers: An International Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), pp.625-53.
- Hamza, T., 2009. Determinants of short-term value creation for the bidder: evidence from France. *Journal of Management & Governance*, 15(2), pp.157-86.
- Hamza, T., Sghaiier, A. & Thraya, M.F., 2016. How do Takeovers Create Synergies? Evidence from France. *Studies in Business and Economics*, 11(1), pp.54-72.
- Healy, P.M., Palepu, K.G., Ruback, S.R., (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, vol. 31, pp. 135-175
- Heron, Randall & Erik Lie ,(March 2002) , “ Operating Performance and the Method of payment in Takeovers” , *The Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 37, No.1, pp.137-155.
- Holderness, C.G., Sheehan, P.S., (1985). Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors. *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 555-579.
- Holl, P. & Kyriazis, D., 1997. Wealth Creation and Bid Resistance in U.K. Takeovers Bids. *Strategic Management Journal*, 18(6), pp.483-98.
- Huyghebaert, N. & Luypaert, M., 2013. Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions. *Applied Economics*, 45(14), pp.1819-33.
- Institutions: A Review of the Post-2000 Literature. *Journal of Financial Services Research*, 36(2-
- Jain, S., Kashiramka, S. & Jain, P.K., 2019. Wealth effects on cross-border acquisition firms from emerging economies. *Emerging Markets Review*, 40, pp.1-24.

- Jensen-Vinstrup, M., Rigamonti, D. & Wulff, J., 2018. European cross-border acquisitions: Long-run stock returns and firm characteristics. *Journal of Multinational Financial Management*, 47-48, pp.31-45.
- Kaplan, S., 2016. Chicago Booth Review. [Online] Available at: <https://review.chicagobooth.edu/finance/2016/article/forget-what-youve-read-most-mergers-create-value>
- Kiesel, F., Ries, J.M. & Tielmann, A., 2017. The impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in the logistics service industry. *International Journal of Production Economics*, 193, pp.781-97.
- Konchitchki, Y. and O'Leary, D. (2011). Event study methodologies in information systems research. *International Journal of Accounting Information Systems*, 12(2), pp.99-115.
- Kuruppuge, R. and Gregar, A. (2018). Survival and longevity of family businesses: a case of
- Kyriazis, D. & Diacogiannis, G., 2008. The Determinants of Wealth Gains in Greek Takeover Bids. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22, pp.162-77.
- Kyriazis, D., 2010. The Long-Term Post Acquisition Performance of Greek Acquiring Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 43, pp.69-79.
- Kyriazis, D., Tsoumas, C. & Antzoulatos, A.A., 2011. Asymmetric Information and the Medium of Payment in US Takeover Bids. *SSRN Electronic Journal*, pp.1-30.
- Kyriazopoulos, G. & Drymbetas, E., 2015. Do domestic banks Mergers and Acquisitions Still Create Value? Recent Evidence from Europe. *Journal of Finance and Bank Management*, 3(1), pp.100-16.
- Lee, H.-Y., Mande, V. & Park, J.C., 2015. Do Industry Specialist Auditors Add Value in Mergers and Acquisitions? *Journal of Applied Business Research*, 31(4), pp.1245-66.

- Lin, J.C., Johnson, S.A., Chen, L.W. & Liu, Y.J., 2009. Information, sophistication, and foreign versus domestic investors' performance. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), pp.1636-51.
- MacKinlay, C. (1997). *Event Studies in Economics and Finance*. American Economic Association, [online] 35(1). Available at: <https://www.jstor.org/stable/2729691>.
- Mager, F. & Meyer-Fackler, M., 2017. Mergers and acquisitions in Germany: 1981–2010. *Global Finance Journal*, 34, pp.32-42.
- Martynova, M., Oosting, S. & Renneboog, L., 2007. The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. *Quantitative Finance*, pp.79-116.
- Meggison, W.L., Smart, S.B., Lucey, B.M., (2008), *Introduction to Corporate Finance*, Cengage Learning EMEA, London.
- Moeller, S.B. & Schlingemann, F.P., 2005. Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29, pp.533-64.
- Pearce, J.A. & Robinson, R.J., 2004. Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), pp.15-24.
- Pearson Education Limited, England. *Perspectives*, Routledge, London.
- Protopapas, P., Travlos, N. and Tsagarakis, N. (2003). *Mergers and acquisitions in Greece*:
- Rozen-Bakher, Z., 2017. Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*, 38(7-8), pp.492-518.
- Saeyoung Chang , (April 1998) , “ Takeovers of Privately Held Targets , Methods of Payment , and Bidder Returns” , *The Journal of Finance* , Vol L III , No 2.

- Salvi, A., Petruzzella, F. & Giakoumelou, A., 2018. Green M&A Deals and Bidders' Value Creation: The Role of Sustainability in Post-Acquisition Performance. *International Business Research*, 11(7), pp.96-105.
- Schwert, W., 1999. Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder. Working Paper 7085. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Sethi, M. and Krishnakumar, D. (2010). A Review of Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance. *SSRN Electronic Journal*.
- Stock price reaction of acquiring and target firms. *Spoudai*, 53, (4), 80-104.
- Strong, N. (1992). Modelling Abnormal Returns: A Review Article: *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(4), pp.533-553.
- Trautwein, F., (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management*
- Travlos, N., (1987). Corporate Takeovers Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, XLII(4), pp.943-963
- Yilmaz, I.S. & Tanyeri, B., 2016. Global Merger and Acquisition (M&A) activity: 1992–2011. *Finance Research Letters*, 17, pp.110-17.
- Zaremba, A. & Płotnicki, M., 2016. Mergers and acquisitions: Evidence on post-announcement performance from CEE stock markets. *Journal of Business Economics and Management*, 17(2), pp.251-66.
- Wansley, J., Lane, W., Yang, H. (1983): Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment, in: *Financial Management*, Vol. 12, pp.16-22

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Μέθοδος πληρωμής

PAYMENT METHOD							
	AAR Stock	T-statistic		AAR Cash	T-statistic		AAR Other T-statistic
-30	0,00669	0,37819		0,00245	0,23195		0,00389 0,53511
-29	0,01603	0,90661		-0,00209	-0,19723		0,01570 2,15736
-28	-0,00517	-0,29237		0,00149	0,14082		0,01213 1,66631
-27	-0,00061	-0,03446		-0,00896	-0,84697		-0,00325 -0,44705
-26	0,00473	0,26732		-0,00106	-0,10026		0,00458 0,62877
-25	0,00292	0,16505		0,01208	1,14216		-0,01282 -1,76134
-24	0,01003	0,56741		-0,01946	-1,84087		0,01369 1,88048
-23	0,01685	0,95305		0,00970	0,91706		0,00312 0,42813
-22	0,02449	1,38496		0,02357	2,22937		0,00066 0,09053
-21	0,02321	1,31279		-0,01598	-1,51111		-0,01211 -1,66425
-20	0,03048	1,72411		-0,02218	-2,09749		-0,00201 -0,27673
-19	-0,00139	-0,07876		0,00884	0,83621		0,00279 0,38318
-18	0,00383	0,21665		0,00562	0,53122		0,00357 0,49064
-17	0,03549	2,00709		0,01134	1,07213		0,00320 0,43929
-16	-0,00735	-0,41547		0,01057	0,99988		-0,00172 -0,23586
-15	0,00613	0,34682		-0,02528	-2,39050		0,00505 0,69365
-14	-0,01264	-0,71487		-0,00159	-0,15059		-0,00164 -0,22510
-13	0,02285	1,29263		-0,03083	-2,91553		0,00621 0,85276
-12	-0,00547	-0,30959		-0,00477	-0,45086		0,00070 0,09643
-11	-0,00214	-0,12091		-0,01517	-1,43485		0,01080 1,48411
-10	0,01733	0,98029		0,01328	1,25606		-0,00176 -0,24172
-9	0,00682	0,38547		0,00573	0,54188		-0,00567 -0,77922
-8	0,00849	0,48046		-0,01500	-1,41876		-0,00923 -1,26802
-7	0,00324	0,18320		0,02282	2,15812		0,00552 0,75847
-6	0,00175	0,09900		0,00051	0,04801		0,00483 0,66304
-5	-0,00612	-0,34615		-0,00402	-0,37977		-0,00398 -0,54625
-4	-0,01076	-0,60856		-0,00284	-0,26865		0,02304 3,16527
-3	0,01480	0,83735		0,00074	0,07034		0,00921 1,26569
-2	0,00022	0,01244		0,00100	0,09485		-0,00322 -0,44256
-1	0,00498	0,28165		-0,01586	-1,50029		0,00320 0,43965
0	-0,04982	-2,81815		0,00665	0,62885		-0,00033 -0,04543
1	0,03990	2,25674		0,01542	1,45874		-0,01119 -1,53705
2	0,00435	0,24602		0,01534	1,45104		0,00608 0,83573
3	-0,01374	-0,77707		-0,01774	-1,67745		0,00433 0,59502
4	-0,00508	-0,28722		-0,00441	-0,41707		0,00129 0,17700
5	0,01026	0,58017		0,01318	1,24655		0,00920 1,26393
6	0,01834	1,03705		0,02808	2,65571		-0,01146 -1,57461
7	0,00324	0,18306		-0,00816	-0,77205		-0,00698 -0,95892
8	0,00434	0,24549		0,00283	0,26755		0,00213 0,29302
9	0,00023	0,01324		-0,01323	-1,25119		-0,01118 -1,53560
10	-0,01921	-1,08641		-0,00571	-0,54012		0,01637 2,24953
11	0,01440	0,81420		-0,00056	-0,05296		-0,00622 -0,85518
12	-0,00667	-0,37699		-0,01443	-1,36430		0,02233 3,06863
13	0,00088	0,04987		0,00016	0,01545		-0,00092 -0,12630
14	0,00275	0,15572		0,00259	0,24502		-0,00056 -0,07683
15	-0,00183	-0,10353		0,00072	0,06845		-0,00001 -0,00102
16	-0,03429	-1,93951		-0,02421	-2,28984		0,00393 0,54051
17	-0,01759	-0,99472		0,00737	0,69740		0,00729 1,00151
18	-0,01151	-0,65085		0,00616	0,58272		-0,00840 -1,15461
19	-0,02510	-1,41985		-0,01400	-1,32394		0,00606 0,83312
20	0,02091	1,18243		0,00612	0,57843		-0,00151 -0,20802
21	-0,00845	-0,47820		-0,00113	-0,10668		-0,00774 -1,06342
22	-0,02682	-1,51671		0,00050	0,04739		-0,00180 -0,24768
23	0,02146	1,21382		0,02854	2,69882		0,00996 1,36861
24	-0,02490	-1,40851		0,00357	0,33767		-0,00015 -0,02077
25	0,01095	0,61922		0,00598	0,56591		0,00678 0,93129
26	-0,03412	-1,92969		0,00187	0,17662		0,00754 1,03557
27	-0,01177	-0,66563		-0,00371	-0,35086		-0,00317 -0,43597
28	0,01541	0,87142		0,00375	0,35476		-0,02053 -2,82058
29	-0,02189	-1,23820		-0,00802	-0,47476		0,00187 0,25735
30	-0,00985	-0,55718		-0,01393	-1,31733		0,00290 0,39807

Κλαδική συσχέτιση δραστηριοτήτων (Οριζόντια/κάθετη Σ&Ε)

Target	Acquirer	DATE		INDUSTRY RELATION			Acquiror Primary SIC	Target Primary SIC
				CAR +30-30	CAR +2-2	CAR 0		
Pantechniki AE	Elliniki Technodomiki TEB AE	12/02/2007	H	0,228193728	0,034208	-0,023547843	General Contractors-Residential Buildings, Other Than	General Contractors-Residential Buildings, Other Than Single-Family
Sfakianakis Commercial S.A.	Sfakianakis SA	28/02/2007	H	0,092875575	0,0282797	0,006411862	Motor Vehicles And Passenger Car Bodies	Motor Vehicle Parts And Accessories
MITERA OBSTETRICS AND SURG. SA	Diagnostic & Therapeutic Ctr	11/04/2007	H	0,034550105	-0,0030955	0,016159773	Health And Allied Services, Not Elsewhere Classified	Health And Allied Services, Not Elsewhere Classified
GEAKAT SA	Lamda Development SA	03/07/2007	H	-0,05253049	-0,0244166	-0,008756719	Land Subdividers And Developers, Except Cemeteries	Land Subdividers And Developers, Except Cemeteries
Pharmalex	Alapis SA	13/08/2007	H	0,039183877	-0,3120187	-0,004079877	Pharmaceutical Preparations	Pharmaceutical Preparations
Grissin Papas	Alpha Grissin Power Envi	04/02/2008	H	-0,459185051	-0,0072523	-0,005567007	Computer Integrated Systems Design	Computer Integrated Systems Design
Magnetic Health Diagnostic Imaging SA	Diagnostic & Therapeutic Ctr	10/03/2009	H	-0,143552575	-0,0626579	-0,039404351	Health And Allied Services, Not Elsewhere Classified	Health And Allied Services, Not Elsewhere Classified
Anoxal SA	Elval Hellenic Aluminium	23/04/2009	H	-0,157813167	-0,0314067	0,067225194	Aluminum Sheet, Plate, And Foil	Aluminum Sheet, Plate, And Foil
Energieaki EPE	Viosolar Inc	06/07/2009	H	1,348002802	0,0335289	0,010923106	Cogeneration, Alternative Energy Sources	Cogeneration, Alternative Energy Sources
Prosvasis AEBE	Ilyda SA	23/09/2009	H	-0,164522	-0,0021422	-0,008385005	Prepackaged Software	Prepackaged Software
Koryfi	Alfa-Beta Vassilopoulos SA	09/10/2009	H	0,095654518	-0,0471764	-0,005276807	Grocery Stores	Grocery Stores
Fast Hellas SA	Unisystems SA	05/05/2011	H	0,239754162	0,0570209	0,006898973	Computer Integrated Systems Design	Computer Integrated Systems Design
Crude Carriers Corp	Capital Product Partners LP	05/05/2011	H	0,070731527	-0,065658	-0,115664112	Deep Sea Foreign Transportation Of Freight	Deep Sea Foreign Transportation Of Freight
Karatzis Industrial & Hotel Enterprises SA & Co	Karatzis SA	28/07/2011	H	0,30925534	0,0179232	0,014258574	Plastics Products, Not Elsewhere Classified	Plastics Products, Not Elsewhere Classified
Fulgor SA	Hellenic Cables SA	01/08/2011	H	0,672103664	0,1640961	-0,004549622	Noncurrent-Carrying Wiring Devices	Noncurrent-Carrying Wiring Devices
Nimos SA	Dias Aquaculture SA	25/01/2012	H	-0,068959824	0,2257344	0,209952387	Animal Aquaculture	Animal Aquaculture
Eurobank Ergasias SA	National Bank of Greece SA	05/10/2012	H	-0,135486016	0,03032	-0,010263006	Banks	Banks
Alpha Software Solutions IKE	Entersoft SA	23/01/2014	H	-0,01813085	0,0667634	-0,000327043	Prepackaged Software	Prepackaged Software
Hellenic Seaways Maritime SA	Attica Holdings SA	11/08/2017	H	0,026632754	0,0351689	0,076883836	Ferries	Ferries
Undisclosed Property Portfolio, Athens(2)	Grivalia Properties REIC	30/11/2017	H	-0,051721757	-0,041348	-0,008763974	Operators Of Nonresidential Buildings	Operators Of Nonresidential Buildings
RF Energy Omalies SA	Terna Energy SA	05/03/2020	H	0,331983108	0,0807777	0,017717197	Cogeneration, Alternative Energy Sources	Cogeneration, Alternative Energy Sources
Aquaculture Limanaki Voiotias Monepe	Galaxidi Marine Farm SA	08/12/2016	H	-0,113734308	-0,0318746	-0,012729731	Animal Aquaculture	Animal Aquaculture
CAAR				0,09651296	0,0065807	0,008141627		
Touristic Business of West Macedonia	Alapis SA	29/06/2009	N	-0,256916558	-0,0736371	0,017938903	Pharmaceutical Preparations	Beauty Shops
Lyon Rental AE	ALTEC Holding SA Information	21/04/2011	N	-0,194255957	0,0194026	-0,022353298	Computer Facilities Management Services	Computer Related Services, Not Elsewhere Classified
Undisclosed Greek Buildings(2)	Attica Holdings SA	27/02/2008	N	0,071208159	0,0511719	-0,014091998	Ferries	Deep Sea Foreign Transportation Of Freight
Hellas Movers Consulting S.A.	Attica Publications SA	12/11/2019	N	0,214225305	-0,0231578	-0,012262114	Periodicals: Publishing, Or Publishing And Printing	Miscellaneous Publishing
Culligan Hellas	Audio Visual Enterprises SA	23/10/2015	N	-0,926330521	0,1058759	0,003191096	Motion Picture And Video Tape Distribution	Information Retrieval Services
Elephant Electrical & Household Appliances Stor	Druckfarben Hellas SA	14/05/2010	N	0,203208806	0,0904599	-0,052362325	Printing Ink	Industrial Machinery And Equipment
Blue Star Maritime SA	Elastron SA	28/08/2012	N	-0,184804591	-0,0361039	-0,052539631	Steel Pipe And Tubes	Electric Services
Ionia S.A.	Elmec Sport SA Industrial	12/06/2008	N	-0,226582617	-0,1043546	-0,026436117	Miscellaneous Retail Stores, Not Elsewhere Classified	Children's And Infants' Wear Stores
Lapin House Stavros Papayioannou SA	Elve Clothing SA	22/11/2016	N	0,009618406	-0,0131761	-0,000997917	Women's Clothing Stores	Cogeneration, Alternative Energy Sources
Pharmacon Northern Greece SA	Elviemek SA	01/07/2011	N	0,292648833	-0,0231484	-0,022740725	Land Subdividers And Developers, Except Cemeteries	Electric And Other Services Combined
Nova Consulting SA	Entersoft SA	03/04/2009	N	0,138454873	0,0733562	0,010605877	Prepackaged Software	Computer Facilities Management Services
Gerolymatos Prestige Spa S Beauty Salon	Entersoft SA	18/11/2009	N	0,138454873	0,0733562	-0,010605877	Prepackaged Software	Computer Programming Services
Retail Link SA	Epsilon Net SA	27/10/2020	N	-0,034711444	0,1527299	0,063235457	Computer Facilities Management Services	Prepackaged Software
Ostrea Oil SA	Eurobank Ppty RE Invest Co	24/07/2007	N	-0,131923461	0,0157575	-0,000517188	Land Subdividers And Developers, Except Cemeteries	Real Estate Agents And Managers
Navios Maritime Holding Inc- Navios Aurora II	Eurobank Ppty RE Invest Co	10/12/2013	N	0,11017979	-0,019971	-0,037527799	Land Subdividers And Developers, Except Cemeteries	Department Stores
Ikon SA	Euroconsultants SA	19/12/2012	N	-0,247166424	-0,0454258	-0,046999894	Business Consulting Services, Not Elsewhere Classified	Paints, Varnishes, Lacquers, Enamels, And Allied Products
Open Technology Services SA	Euromedica SA	23/03/2007	N	0,007659597	-0,0222698	-0,000842445	General Medical And Surgical Hospitals	Hotels And Motels
Aldim Anaptyxiaki SA	Grivalia Properties REIC	13/03/2018	N	-0,007812347	-0,0338551	0,002901746	Operators Of Nonresidential Buildings	Real Estate Agents And Managers
Energieaki Pineias 2 SA	Imperio-Argo Group SA	08/08/2007	N	0,516104764	-0,0584886	-0,053592054	Arrangement Of Transportation Of Freight And Cargo	Trucking, Except Local
Fotodiodos Ltd	Korres Natural Prod Sa	01/10/2008	N	0,138877405	-0,0311406	0,024659946	Perfumes, Cosmetics, And Other Toilet Preparations	Drugs, Except Proprietary, And Druggists' Sundries
Carmyco SA	Korres Natural Prod Sa	23/12/2016	N	-0,001240852	0,0279424	-0,005810944	Perfumes, Cosmetics, And Other Toilet Preparations	Investors, Not Elsewhere Classified
DIGIBOOKS4ALL AE	Marfin Investment Group	09/01/2008	N	-0,118701557	-0,0099633	0,000560958	Investors, Not Elsewhere Classified	Textile Goods, Not Elsewhere Classified
Cloud Hellas SA	Motodynamiki SA	03/12/2018	N	-0,0352979	-0,0054199	0,010358796	Motorcycle Dealers	Passenger Car Rental
Samaras SA	Nafpakos Textile Industry SA	12/10/2011	N	0,218191376	-0,0684848	-0,073780508	Yarn Spinning Mills	Cogeneration, Alternative Energy Sources
ENERGIEAKI PINEIAS 1 SA	Navios Maritime Partners LP	22/03/2010	N	0,222540167	0,0151897	0,006571125	Deep Sea Foreign Transportation Of Freight	Marine Cargo Handling
Calderdale Trading Ltd	NBG Pangaea RE Invest Co	21/05/2018	N	0,011859171	0,002154	-0,002118347	Real Estate Investment Trusts	Hotels And Motels
Asset-Athens	Petros Petropoulos SA	02/03/2010	N	-0,004152208	-0,0684492	0,033155241	Motor Vehicles And Passenger Car Bodies	Petroleum And Petroleum Products Wholesalers, Except Bulk Stations
Undisclosed properties(2)	Quality & Reliability SA	29/07/2013	N	0,805216287	0,0297841	-0,009976406	Computer Peripheral Equipment, Not Elsewhere Classi	Information Retrieval Services
Nafsika SA	Trastor Re Invest SA	13/03/2017	N	-0,012567196	0,0379098	-0,004092817	Real Estate Investment Trusts	Automobile Parking
Lazart Hotel	Trastor Re Invest SA	19/07/2017	N	-0,11248654	-0,0004036	-0,019168253	Real Estate Investment Trusts	Operators Of Nonresidential Buildings
Undisclosed Retail Property	Trastor Re Invest SA	30/01/2019	N	0,057919975	0,0968967	-0,000251735	Real Estate Investment Trusts	Department Stores
Prometheus Gas SA-Office Building (2)	Trastor Re Invest SA	27/02/2019	N	0,280055488	-0,0220479	0,008000413	Real Estate Investment Trusts	Operators Of Nonresidential Buildings
2 Commercial Stores. Glifada	Trastor Re Invest SA	01/10/2019	N	0,01362042	-0,0640338	-0,003458017	Real Estate Investment Trusts	Operators Of Nonresidential Buildings
THE TOC Digital Media AE	Unibios Holdings SA	29/10/2007	N	0,172141707	0,0298285	0,052619889	Fabricated Pipe And Pipe Fittings	Water, Sewer, Pipeline, And Communications And Power Line Construc
Data Communication SA	Yalco	26/03/2008	N	0,021450175	-0,1252892	-0,003639291	Furniture Stores	Household Audio And Video Equipment
CAAR				0,032843541	-0,0007716	-0,006907146		
DIFFERENCE CAAR HORIZONTAL -NON HORIZONTAL				0,063669419	0,007352381	0,010548774		

Συνολικό δείγμα

TargetName	AcquirorName	Announcement Date	TransactionStructure	Deal Value	Percent of SharesAcquired	DealSynopsis
Pantechniki AE	EllinikiTechnodomiki TEB AE	12/02/2007	StockOnly	16,704	87,5	CE - EllinikiTechnodomiki TEB AE (ET) acquired an 87.5% interest or 36.830 mil ordinary shares in Pantechniki AE (PA), an Athens-based construction company, in a stock swap transaction valued at 167.107 mil euros (\$216.705 mil US). ET offered 2.318574 new ordinary shares per PA share. Based on ET's closing stock price of 10.52 euros (\$13.642), on February 9, the last full trading day prior to the announcement, each PA share was valued at 4.537 (\$5.884).
SfakianakisCommercial S.A.	Sfakianakis SA	28/02/2007	Other		100	E-Sfakianaki Incorporated Commercial and Manufacturing Company of Cars, Buildings Hotel and Tourist Company announced that it merge with absorption 100% affiliated company Sfakianaki Commercial, Incorporated Commercial and Manufacturing Company of Cars, Motorcycles, Leasing and Insurance Services.
Touristic Business of West Macedonia	Euromedica SA	23/03/2007	Other		90	GREECE-Euromedica SA has acquired 90% of Touristic Business of West Macedonia.
Lyon Rental AE	Motodynamiki SA	03/12/2018	Cash Only	16,973	85	CE - Cars Motorcycles & Marine Engine Trade & Import Company Sa acquired an 85% interest in Lyon Rental AE, an Athens-based provider of passenger car rental services, for a total EUR 15 mil (USD 16.973 mil).
TERA OBSTETRICS AND SURG. SA	Diagnostic & TherapeuticCtr	11/04/2007	Other		100	E-Hygeia Diagnostic & Therapeutic Center and Mitera Obstetrics and Surgery SA has merged by absorption of the latter by the former. Ratio: Mitera Obstetrics and Surgery SA will exchange 1 share of the company with 2.2 new shares of Hygeia Diagnostic & Therapeutic Center.
GEAKAT SA	Lamda Development SA	03/07/2007	Other	18,375	100	GREECE - Lamda Development SA, a unit of Latsis International Group's Consolidated Lamda Holdings subsidiary, acquired GEAKAT SA, a real estate development firm, for 13.5 mil euros (\$18.375 mil US).
Undisclosed Greek Buildings(2)	Eurobank Ppty RE Invest Co	24/07/2007	Other	5,94	100	GREECE - Eurobank Properties acquired 2 undisclosed buildings, located in Athens, for 4.3 mil euros (\$5.94 mil US).
Hellas Movers Consulting S.A.	Imperio-ArgoGroup SA	08/08/2007	Other		100	GREECE-Imperio SA has acquired 100% of Hellas Movers Consulting S.A.
Pharmalex	Alapis SA	13/08/2007	Other	19,469	99,7	GREECE - Alapis SA acquired a 99.7% interest in Pharmalex, a manufacturer of pharmaceuticals, for 14.3 mil euros (\$19.469 mil US).
CulliganHellas	Unibios Holdings SA	29/10/2007	Other		100	GREECE - Biossol SA acquired Culligan Hellas, an Athens-based provider of water treatment services.
Elephant Electrical & Household Appliances Stores Commercial Co SA	Marfin Investment Group	09/01/2008	Other		58,78	CE - Marfin Investment Group Holdings SA acquired a 58.78% interest in Elephant SA, an Athens-based retailer of electrical appliances. Concurrently, Marfin Investment Group Holdings SA acquired a 55.79% interest in NextNet SA. The transactions value was not disclosed, but sources close to the deal estimate it to be approximately a combined value of EUR 22.2 mil (USD 32.53 mil).
GrissinPapas	Alpha GrissinPowerEnvi	04/02/2008	Other	0,592	100	GREECE - Alpha Grissin Infotech SA, a unit of Alpha Grissin SA, acquired the entire share capital of Grissin Papas, a provider of application services, for 0.4 mil euros (\$0.592 mil US).
Blue Star Maritime SA	Attica Holdings SA	27/02/2008	Other		100	GREECE - Attica Group merged with Blue Star Maritime SA, an Athens-based shipping company.
Aquaculture LimanakiVoiotiasMonepe	GalaxidiMarine Farm SA	08/12/2016	Other	0,683	100	CE - Galaxidi Marine Farm SA acquired the entire share capital of Aquaculture LimanakiVoiotiasMonepe, a Kyriaki-based fish farming establishment, for EUR 0.635 mil (USD 0.683 mil).

Ionia S.A.	Yalco	26/03/2008	Other			100	GREECE-Titan Cement Company SA has started preliminary discussions with Yalco SA to acquire Ionia S.A..The Company will make an official announcement should a final agreement be reached.
Lapin House SA	Elmec Sport SA Industrial	12/06/2008	Other	30,468		100	CE - Elmec Sport SA, a unit of Folli Follie SA's Hellenic Duty Free Shops SA (HD) subsidiary agreed to acquire the entire share capital of Lapin House Stavros Papayioannou SA, an Athens-based owner and operator of department stores, from the Papaioannou family, for 84.4 mil euros (\$130.468 mil US). Concurrently, an investor group, including Mr. A. Papaioannou and Mr. S. Papaioannou agreed to acquire a 16.03% stake, in ES, from HD. The transactions weresubject to regulatory approval.
PharmakonNorthernGreece SA	KorresNaturalProdSa	01/10/2008	Other	5,116		70	CE - Korres SA Natural Products acquired a 70% interest in Pharmakon Northern Greece SA, a Thessaloniki-based wholesaler of cosmetic products, for 3.65 mil euros (\$5.116 mil US).
Magnetic Health Diagnostic Imaging SA	Diagnostic & Therapeutic Ctr	10/03/2009	Other	2,129		80	EECE - Hygeia SA acquired the remaining 80% interest, which it did not already own, in Magnetic Health Diagnostic Imaging SA, a provider of medical and health services, for 1.68 mil euros (\$2.139 mil US).
Nova Consulting SA	Entersoft SA	03/04/2009	Other			100	EECE - Entersoft SA acquired the entire share capital of Nova Consulting SA, a Pefki-based provider of information technology integrated solutions and consulting services.
Anoxal SA	Elval Hellenic Aluminium	23/04/2009	Other	9,601		55	CE - Elval Hellenic Aluminium Industry SA acquired a 55% interest in Anoxal SA, a Aegaleo-based manufacturer of aluminum products, a unit of Viohalco Group SA's ETEM SA subsidiary, EUR 7.385 mil (USD 9.601 mil).
Gerolymatos Prestige Spa S Beauty Salon	Alapis SA	29/06/2009	Other	1,76		100	EECE Alapis SA acquired the entire share capital of Gerolymatos Prestige Spa S Beauty Salon, an Athens-based owner and operator of spas and beauty salons, for EUR 1.25 mil (USD 1.759 mil).
Energeiaki EPE	Viosolar Inc	06/07/2009	Other			85	CE - Viosolar Inc acquired an 85% interest in Energeiaki EPE, a Tripoli-based owner and operator of a solar plant.
Prosvasis AEBE	Ilyda SA	23/09/2009	Cash Only	1,781		55	EECE - Ilyda SA acquired a 55% interest in Prosvasis AEBE, a developer of prepackaged software, for EUR 1.21 mil (USD 1.781 mil).
Koryfi	Alfa-Beta Vassilopoulos SA	09/10/2009	Cash Only	12,966		100	EECE - Alfa-Beta Vassilopoulos SA, a unit of the Delhaize Le Lion Netherlands BV subsidiary of Groupe Delhaize's Delhaize-le-Lion SA unit, acquired Koryfi, an owner and operator of department stores, for EUR 8.8 mil (USD 12.966 mil). The consideration was to consist of EUR 7 mil (USD 10.314 mil) and the assumption of EUR 1.8 mil (USD 2.652 mil) in liabilities.
RetailLink SA	Entersoft SA	18/11/2009	Cash Only	0,672		95,38	EECE - Entersoft S.A. acquired 95.38% interest in Retail Link SA, a Hologargos-based provider of data management services, for EUR 0.449 mil (USD 0.672 mil).
Ostrea Oil SA	Petros Petropoulos SA	02/03/2010	Other	17,227		100	EECE - Petros Petropoulos SA acquired Ostrea Oil SA, an Athens-based distributor of gas and oil, for a total value EUR 12.7 mil (USD 17.23 mil).
Navios Maritime Holding Inc-Navios Aurora II	Navios Maritime Partners LP	22/03/2010	Cash Only	10,433		100	CE - Navios Maritime Partners LP acquired Navios Aurora II Capesize vessel, a Piraeus-based owner and operator of vessels, from Navios Maritime Holdings Inc., for EUR 81.4 mil (USD 110 mil).
Ikon SA	Druckfarben Hellas SA	14/05/2010	Other	0,764		100	CE - Druckfarben Hellas SA acquired the entire share capital of Ikon SA, a seller of digital pre-printing and printing systems, marketing consumables Graphic Arts, and providing technical support, for EUR 0.610 mil (USD 0.763 mil).
Open Technology Services SA	ALTEC Holding SA Information	21/04/2011	Other	4,584		51	EECE - ALTEC Holding SA Information Systems & Communications acquired a 51% interest in Open Technology Services SA, a Thessaloniki-based provider of IT services, for EUR 3.15 mil (USD 4.585 mil).
FastHellas SA	Unisystems SA	05/05/2011	Other			100	EECE - Unisystems SA, a wholly-owned subsidiary of Quest Holdings SA, acquired the entire share capital of Fast Hellas SA, an Athens-based provider of software integration services.

CrudeCarriers Corp	Capital ProductPartners LP	05/05/2011	StockOnly	75,892	100	GREECE - Capital Product Partners LP (CPLP) acquired Crude Carriers Corp (CCC), a Piraeus-based provider of transportation services, in a stock swap transaction valued at EUR 189.676 mil (USD 275.892 mil). CPLP offered 1.56 units per CCC share. Based on CPLP's closing stock price of EUR 7.599 (USD 11.27) on 04 May 2011, the last full trading day prior to the announcement, each CCC share was valued at EUR 11.854 (USD 17.58).
AldimAnaptyxiaki SA	Elviemek SA	01/07/2011	Other	0,018	100	ECE - Elviemek SA acquired the entire share capital of AldimAnaptyxiaki SA, for EUR 0.013 mil (USD 0.018 mil), a provider of electricity services.
Karatzis Industrial & Hotel Enterprises SA & Co	Karatzis SA	28/07/2011	Other	2,731	99	CE - Karatzis SA acquired a 99% interest in Lustrous Ltd & Co, a manufacturer of packaging products, for EUR 1.9 mil (USD 2.731 mil). On completion, Lustrous Ltd & Co was renamed Karatzis Industrial & Hotel Enterprises SA.
Fulgor SA	Hellenic Cables SA	01/08/2011	Other		100	CE - Hellenic Cables SA, a unit of Halcor SA acquired the entire share capital of Fulgor SA, which it did not already own, an Athens-based manufacturer of electric and communication cables and wires.
EnergeiakiPineias 2 SA	NafpaktosTextile Industry SA	12/10/2011	Other	0,951	100	ECE - Nafpaktos Textile Industry SA acquired the entire share capital of EnergeiakiPineias 2 SA, an owner and an operator of solar power station, for EUR 0.69 mil (USD 0.951 mil).
Nimos SA	Dias Aquaculture SA	25/01/2012	Other		70	ECE - Dias Aquaculture SA acquired a 70% interest in Nimos SA, a Mandra-based an owner and operator of fish farms.
FotodiodosLtd	Elastron SA	28/08/2012	Other		93	GREECE - Elastron SA acquired a 93% interest in Fotodiodos Ltd, an electric utility company.
EurobankErgasias SA	National Bank of Greece SA	05/10/2012	StockOnly	08,837	84,347	CE - National Bank of Greece SA (National Bank) raised its interest to 84.75% from 0.40%, by acquiring an 84.35% interest, or 466.398 mil ordinary shares, in Athens-based EFG Eurobank Ergasias SA (EFG Eurobank), in a stock swap transaction valued at EUR 543.82 mil (USD 717.441 mil). National Bank offered 0.58 new ordinary share per EFG Eurobank share. Based on National Bank's closing stock price of EUR 2.01 (USD 2.62) on 04 October 2012, the last full trading day prior to the announcement of terms, each EFG Eurobank share was valued at EUR 1.166 (USD 1.52). Previously, National Bank agreed to acquire the entire share capital of EFG Eurobank in a stock swap transaction valued at EUR 644.627 mil (USD 840.233 mil). National Bank offered 0.58 new ordinary share per EFG Eurobank share. Based on National Bank's closing stock price of EUR 2.01 (USD 2.62) on 04 October 2012, the last full trading day prior to the announcement of terms, each EFG Eurobank share was valued at EUR 1.166 (USD 1.52).
Carmyco SA	Euroconsultants SA	19/12/2012	Other		100	GREECE - Euroconsultants SA acquire the entire share capital of Carmyco SA, an Athens-based manufacturer and wholesaler of paint.
DIGIBOOKS4ALL AE	Quality &Reliability SA	29/07/2013	Other	0,127	100	CE - Quality & Reliability SA acquired the entire share capital of DIGIBOOKS4ALL AE, a provider of digital novels, for EUR 0.096 mil (USD 0.096 mil).
CloudHellas SA	Eurobank Ppty RE Invest Co	10/12/2013	Other		100	E - Eurobank Properties Real Estate Investment Co SA a unit of Eurobank Ergasias SA acquired Cloud Hellas SA, an Athens-based owner and operator of department stores, for a nominal consideration of EUR 1 (USD 1.366).
Alpha Software Solutions IKE	Entersoft SA	23/01/2014	Other	0,556	100	E - Entersoft SA acquired the entire share capital of Alpha Software Solutions IKE , a Thessaloniki-based software publisher, for EUR 0.406 mil (USD 0.556 mil).
Samaras SA	AudioVisual Enterprises SA	23/10/2015	Cash Only	0,388	51	REECE - Audio Visual Enterprises SA acquired a 51% interest in Samaras SA, an Athens-based provider of online stationery products retailing services, for EUR 0.35 mil (USD 0.388 mil).
ENERGEIAKI PINEIAS 1 SA	Elve Clothing SA	22/11/2016	Other	1,617	100	GREECE - Elve Clothing SA acquired ENERGEIAKI PINEIAS 1 SA, a Pyrgos-based alternative energy sources establishment, for EUR 1.52 mil (USD 1.617 mil).

CalderdaleTrading Ltd	KorresNaturalProdSa	23/12/2016	Other	0,125	100	ECE - Korres SA Natural Products acquired the entire share capital of Calderdale Trading Ltd, provider of financial investment services, for EUR 0.12 mil (USD 0.125 mil).
Asset-Athens	TrastorReInvest SA	13/03/2017	Cash Only	1,176	100	GREECE - Trastor Real Estate Investment Co, a unit of Piraeus Bank SA, acquired Asset-Athens, an Athens-based parking lot and garage operator, for a total EUR 1.1 mil (USD 1.176 mil).
Undisclosedproperties(2)	TrastorReInvest SA	19/07/2017	Cash Only	2,45	100	ECE - Trastor Real Estate Investment Co, a unit of Piraeus Bank SA, acquired 2 undisclosed properties, located in Kifisia, for a total EUR 2.12 mil (USD 2.45 mil).
Hellenic Seaways Maritime SA	Attica Holdings SA	11/08/2017	Cash Only	68,212	50,3	E - Attica Holdings SA (Attica), a unit of MIG Shipping SA, acquired a 50.3% interest in Hellenic Seaways Maritime SA, a Piraeus-based provider of inland water passenger transportation services, for an amended total EUR 58.206 mil (USD 68.212 mil), from Piraeus Bank SA and other minority shareholders, in a stock swap transaction. The consideration consisted of EUR 25.61 mil (USD 30.012 mil) in cash and issuance of 24.146 mil Attica's new ordinary shares valued at EUR 32.596 mil (USD 38.199 mil). Originally, Attica offered EUR 30.61 mil (USD 36.041 mil) in cash and EUR 38.199 mil (USD 38.199 mil) in Attica's new ordinary shares. The shares were valued based on Attica's closing stock price of EUR 1.35 (USD 1.59) on August 10, the last full trading day prior to the announcement.
Undisclosed Property Portfolio, Athens(2)	GrivaliaProperties REIC	30/11/2017	Cash Only	26,739	100	GREECE - Grivalia Properties Real Estate Investment Co SA, a unit of Fairfax Financial Holdings Ltd, acquired Undisclosed Property Portfolio, located in Athens, for a total EUR 22.57 mil (USD 26.739 mil).
Nafsika SA	GrivaliaProperties REIC	13/03/2018	Other		80	ECE - Grivalia Properties Real Estate Investment Co SA, a unit of Fairfax Financial Holdings Ltd, acquired an 80% interest in Nafsika SA, an Athens-based nonresidential property manager.
LazartHotel	NG Pangaea RE Invest Co	21/05/2018	Cash Only	8,243	100	ECE - NBG Pangaea Real Estate Investment Co acquired Lazart Hotel, a Thessaloniki-based hotel operator, for an estimated EUR 7 mil (USD 8.243 mil).
UndisclosedRetailProperty	TrastorReInvest SA	30/01/2019	Cash Only	6,858	100	GREECE - Trastor Real Estate Investment Co, a unit of Piraeus Bank SA, acquired Undisclosed Retail Property, an Athens-based department store operator, for a total EUR 6 mil (USD 6.858 mil).
Prometheus Gas SA-Office Building (2)	TrastorReInvest SA	27/02/2019	Cash Only	13,662	100	ECE - Trastor Real Estate Investment SA, a unit of Piraeus Bank SA, acquired 2 office building of Prometheus Gas SA, an Athens-based petroleum and petroleum products merchant wholesaler, ultimately owned by Copelouzos Group, for a total EUR 12 mil (USD 13.662 mil), via an auction.
Commercial Stores. Glifada	TrastorReInvest SA	01/10/2019	Cash Only	8,212	100	GREECE - Trastor Real Estate Investment SA, a unit of Piraeus Bank SA, acquired 2 Commercial Stores. Glifada, a Glifada-based lessor of nonresidential buildings, for a total EUR 7.535 mil (USD 8.212 mil).
THE TOC Digital Media AE	AtticaPublications SA	12/11/2019	Other	0,44	100	GREECE - Attica Publications SA acquired the entire share capital of THE TOC Digital Media AE, a Marousi-based internet portal operator, for a total EUR 0.4 mil (USD 0.44 mil).
RF Energy Omalies SA	Terna Energy SA	05/03/2020	Other		100	ECE - Terna Energy Sa acquired RF Energy Omalies SA, alternative energy sources establishment, from RF Energy SA, jointly owned by First Energy International Holding Bv and FG Europe SA.
Data Communication SA	EpsilonNet SA	27/10/2020	Cash Only	7,439	80	ECE - Epsilon Net SA acquired an 80% interest in Data Communication SA, a Melissia-based software publisher, for a total EUR 6.3 mil (USD 7.439 mil).