



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ» ΜΕ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»**

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

**Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣΤΩΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

Του

ΠΛΙΑΤΣΙΟΥ ΠΑΣΧΑΛΗ ΜΧΡΗ2425

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝΑΠΛ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ
ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΑΝΑΠΛ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ
ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Π. ΑΣΗΜΑΚΟΠΟΥΛΟΣ
ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ Λ. ΔΙΑΜΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΡΤΙΟΣ 2026

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, Αναπληρωτή Καθηγητή Κυριαζή Δημήτριο, για την καθοδήγηση και την υποστήριξή του κατά την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Η επιστημονική του κατάρτιση συνέβαλε καθοριστικά στην ολοκλήρωση της. Ευχαριστώ επίσης τους γονείς μου για τη στήριξή τους σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν διαχρονικά αντικείμενο έντονου ερευνητικού ενδιαφέροντος, καθώς συνδέονται με κρίσιμες αποφάσεις εταιρικής στρατηγικής και με άμεσες επιπτώσεις στην αποτίμηση των επιχειρήσεων από τις κεφαλαιαγορές. Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει τη βραχυχρόνια χρηματιστηριακή επίδραση των ανακοινώσεων Σ&Ε στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών στην ελληνική αγορά κατά την περίοδο 2005–2024. Τα δεδομένα έχουν συλλεχθεί από τη βάση χρηματοοικονομικών δεδομένων FactSet και αφορούν ολοκληρωμένες συναλλαγές με εταιρεία στόχο επιχείρηση με έδρα την Ελλάδα. Μετά την εφαρμογή διαφόρων φίλτρων που υιοθετούνται κατά τη συνήθη πρακτική και τη διαθεσιμότητα ημερήσιων χρηματιστηριακών δεδομένων το τελικό δείγμα ανέρχεται σε 42 συμφωνίες. Αρχικά εφαρμόζεται η μεθοδολογία Ανάλυσης Συμβάντων (event study) για τον υπολογισμό μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) και σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων (CAR/CAAR) σε προκαθορισμένα «παράθυρα» γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης ((0), (-1,+1), (-5,+5) και (-30,+30)), με σκοπό την αποτύπωση της άμεσης αντίδρασης της αγοράς στο νέο πληροφοριακό γεγονός και εξετάζεται η επίπτωση διαφόρων παραγόντων πάνω στις εν λόγω αποδόσεις. Οι παράγοντες αυτοί είναι ο τρόπος πληρωμής, η κλαδική συνάφεια μεταξύ αγοραστή και στόχου, το μέγεθος της συμφωνίας, η γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής και η μακροοικονομική συγκυρία, με έμφαση στη διάκριση μεταξύ περιόδων κρίσης και ύφεσης (2009–2017) και περιόδων εκτός κρίσης (2005–2008 και 2018–2024). Στη συνέχεια, ακολουθεί πολυμεταβλητή ανάλυση μέσω παλινδρόμησης OLS, η οποία αξιοποιείται για τη διερεύνηση της συμβολής χαρακτηριστικών της συναλλαγής στη διαφοροποίηση των αποδόσεων των αγοραστών. Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι, κατά μέσο όρο, οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών είναι περιορισμένες, ενώ καταγράφεται τάση για σχετικά υψηλότερες αποδόσεις σε συναλλαγές με μετρητά, σε εγχώριες και οριζόντιες Σ&Ε, καθώς και σε αγορές χαμηλότερου ανταγωνισμού. Αντίθετα, κατά τα έτη της οικονομικής ύφεσης οι αποδόσεις των αγοραστών τείνουν να είναι χαμηλότερες. Συνολικά, τα αποτελέσματα συνεισφέρουν στη σχετική βιβλιογραφία προσφέροντας τεκμηρίωση από την ελληνική κεφαλαιαγορά και αναδεικνύοντας τη σημασία τόσο του σχεδιασμού της ανάλυσης συμβάντων όσο και της ετερογένειας των χαρακτηριστικών των συμφωνιών στην ερμηνεία των βραχυχρόνιων επιδράσεων. Τέλος, σημειώνεται ότι το μέγεθος του τελικού δείγματος, λόγω περιορισμών διαθεσιμότητας ημερήσιων δεδομένων, αποτελεί παράγοντα που λαμβάνεται υπόψη στην αξιολόγηση της στατιστικής ισχύος των αποτελεσμάτων.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions (M&As) have long attracted substantial research interest, as they are linked to critical corporate strategy decisions and have direct effects on how firms are valued by capital markets. This thesis examines the short-term stock-market impact of M&A announcements on the returns of acquiring firms in the Greek market over the period 2005–2024. The data were collected from the FactSet financial database and relate to completed transactions with a target company headquartered in Greece. After the application of various filters commonly used in standard practice and subject to the availability of daily stock-market data, the final sample comprises 42 deals. First, an event study methodology is employed to calculate abnormal returns and cumulative abnormal returns (CAR/CAAR) over predefined event windows around the announcement date ((0), (-1,+1), (-5,+5), and (-30,+30)), with the aim of capturing the market's immediate reaction to the new information event and assessing the effect of various factors on these returns. These factors include the method of payment, industry relatedness between the acquirer and the target, deal size, the geographic dimension of the transaction, and the macroeconomic environment, with emphasis on distinguishing between periods of crisis and recession (2009–2017) and non-crisis periods (2005–2008 and 2018–2024). Subsequently, a multivariate analysis using OLS regression is conducted to investigate the contribution of transaction characteristics to the variation in acquirers' returns. The findings indicate that, on average, acquirers' cumulative abnormal returns are limited, while there is a tendency for relatively higher returns in cash transactions, in domestic and horizontal M&As, as well as in less competitive markets. By contrast, during the years of economic recession, acquirers' returns tend to be lower. Overall, the results contribute to the relevant literature by providing evidence from the Greek capital market and highlighting the importance of both event study design and the heterogeneity of deal characteristics in interpreting short-term effects. Finally, it is noted that the size of the final sample, due to limitations in the availability of daily data, is a factor taken into account when assessing the statistical power of the results.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ABSTRACT	4
2. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	9
2.1 Βασικές Έννοιες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	9
2.2 Τρόπος Πληρωμής σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές	10
2.3 Τύποι Συγχωνεύσεων.....	11
2.4 Ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	12
2.5 Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα	15
2.6 Δημιουργία ή Καταστροφή Αξίας στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.....	17
2.7 Θεωρίες και Κίνητρα Σ&Ε	18
2.8 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία και τις αποδόσεις στις Σ&Ε.....	20
2.9 Διεθνής εμπειρική βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	20
2.10 Εμπειρική βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ελληνική αγορά.	22
3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	26
3.1 Συλλογή δεδομένων και δομή.....	26
3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	32
3.2.1 Υπολογισμός αποδόσεων και μη κανονικών αποδόσεων (AR).....	32
3.2.2 Αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) και μέσες επιδράσεις (AAR/CAAR).....	34
3.2.3 Στατιστικοί έλεγχοι και διάρθρωση εμπειρικής ανάλυσης	35
3.3 Πολυμεταβλητή ανάλυση παλινδρόμησης (OLS)	35
4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ	37
4.1 Μονομεταβλητή ανάλυση (Univariate analysis) με βάση τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών	41
4.2.1 Κλαδική συνάφεια συναλλαγών: Οριζόντιες έναντι μη οριζόντιων εξαγορών.....	42
4.2.2 Γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής: Εγχώριες έναντι διασυνοριακών (Domestic vs Cross-Border)	44
4.2.3 Τρόπος πληρωμής: Μετρητά έναντι ανταλλαγής μετοχών (Cash vs Stock)	46
4.2.4 Φάση οικονομίας: Συναλλαγές σε έτη οικονομικής ύφεσης έναντι οικονομικής ανάπτυξης (Recession Years 2009–2017 vs Growth Years 2005–2008 & 2018–2024).....	49

4.3 Πολυμεταβλητή ανάλυση παλινδρόμησης (Multiple regression analysis)...	51
5.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	56
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	59

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν μία σημαντική στρατηγική επιλογή που έχουν στη διάθεσή τους οι εταιρείες προκειμένου να επιτύχουν ανάπτυξη, ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς τους και δημιουργία πρόσθετης αξίας. Ως συγχώνευση ορίζεται η ένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων με σκοπό τη δημιουργία μιας νέας, ισχυρότερης οικονομικής οντότητας, ενώ εξαγορά θεωρείται η απόκτηση ελέγχου μίας επιχείρησης από μία άλλη, συνήθως μέσω αγοράς μετοχών ή περιουσιακών στοιχείων. Οι στρατηγικές αυτές εντάσσονται στον ευρύτερο σχεδιασμό εταιρικής ανάπτυξης και αποτελούν κρίσιμα εργαλεία αναδιάρθρωσης, προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς και ενίσχυσης της αξίας της επιχείρησης.

Η επιταχυνόμενη παγκοσμιοποίηση και ο αυξανόμενος ανταγωνισμός στο οικονομικό περιβάλλον έχουν αναδείξει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο προσκήνιο, καθώς επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να επεκτείνουν τη δραστηριότητά τους σε νέες αγορές, να αποκτήσουν τεχνογνωσία και καινοτόμες τεχνολογίες, καθώς και να βελτιστοποιήσουν τη δομή του κόστους τους. Παράλληλα, μέσω της ενοποίησης των δραστηριοτήτων δημιουργούνται συνέργειες που ενισχύουν την παραγωγικότητα, αυξάνουν τα περιθώρια κέρδους και οδηγούν σε υψηλότερες ταμειακές ροές. Για τον λόγο αυτό, η ανάλυση της αποδοτικότητας τέτοιων συναλλαγών αποτελεί αντικείμενο ιδιαίτερης ακαδημαϊκής και επιχειρηματικής σημασίας.

Η εξέλιξη των Σ&Ε στο διεθνές περιβάλλον έχει ακολουθήσει ιστορικά κυκλική πορεία, εμφανιζόμενη σε «κύματα» που συνδέονται άμεσα με περιόδους οικονομικής ευφορίας, τεχνολογικών αλλαγών, ρυθμιστικών μεταρρυθμίσεων και χρηματοπιστωτικής ρευστότητας. Από τα τέλη του 19ου αιώνα έως και σήμερα έχουν καταγραφεί διακριτά κύματα συγχωνεύσεων, το καθένα με διαφορετικά χαρακτηριστικά και κινητήριες δυνάμεις. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η ανάλυση των Σ&Ε στην ελληνική αγορά, η οποία, παρά το μικρότερο μέγεθός της σε σχέση με τις ανεπτυγμένες αγορές, χαρακτηρίζεται από σημαντικές αναδιρθρώσεις και έντονη δραστηριότητα, ιδίως κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες.

Η περίοδος 2005–2024, που αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας μελέτης, είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα, καθώς περιλαμβάνει διαφορετικές φάσεις της οικονομίας: την περίοδο πριν από την κρίση, την οικονομική ύφεση και τη μεταγενέστερη φάση ανάκαμψης. Οι μεταβολές αυτές επηρεάζουν τόσο τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών όσο και την αντίδραση της αγοράς σε αυτές.

Η ανάλυση των αποδόσεων των αγοραστών στο πλαίσιο των Σ&Ε αποκτά ιδιαίτερη σημασία για την κατανόηση της αποτελεσματικότητας αυτών των στρατηγικών κινήσεων και της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους. Μέσω της εφαρμογής μεθοδολογίας τύπου event study, η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία εξετάζει τη βραχυχρόνια αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις

ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών από ελληνικές επιχειρήσεις, με στόχο να διαπιστωθεί κατά πόσο οι ανακοινώσεις αυτές οδηγούν σε δημιουργία ή απώλεια αξίας για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών και πώς η επίδραση αυτή διαφοροποιείται γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Σκοπός της μελέτης είναι να δείξει κατά πόσο οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών από ελληνικές εισηγμένες εταιρείες συνοδεύονται από στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραστριών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα η εργασία προσπαθεί να βρει τις τιμές των μη κανονικών αποδόσεων των εταιρειών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των συμφωνιών και να δει το πώς επηρεάζονται οι αποδόσεις των αγοραστών ανάλογα με την χρονική περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της συμφωνίας. Επιπλέον, η ανάλυση επεκτείνεται με OLS παλινδρόμηση ώστε να εξεταστεί αν η επίδραση των ανακοινώσεων διαφοροποιείται ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της συμφωνίας.

Τα εμπειρικά ευρήματα της σχετικής βιβλιογραφίας διαφοροποιούνται αρκετά. Σε πολλές περιπτώσεις, οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών είναι μικρές ή μη στατιστικά σημαντικές, ενώ σε άλλες μελέτες καταγράφονται θετικές ή ακόμη και αρνητικές επιδράσεις. Η διαφοροποίηση αυτή μπορεί να οφείλεται σε παράγοντες όπως τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής, το θεσμικό περιβάλλον και οι γενικότερες συνθήκες της αγοράς.

Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα εργασία επιδιώκει να συμβάλει στην κατανόηση της αντίδρασης της ελληνικής αγοράς στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, εξετάζοντας ένα εκτεταμένο χρονικό διάστημα και λαμβάνοντας υπόψη την ετερογένεια των οικονομικών συνθηκών που το χαρακτηρίζουν.

Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζεται η σχετική βιβλιογραφία και το θεωρητικό πλαίσιο γύρω από τα κίνητρα και την αποδοτικότητα των Σ&Ε. Στη συνέχεια περιγράφονται το δείγμα, τα δεδομένα και η μεθοδολογία της, καθώς και τα εμπειρικά υποδείγματα που χρησιμοποιούνται. Έπειτα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τα βασικά «παράθυρα» γεγονότος και μελετώνται διαφοροποιήσεις ανά κατηγορίες των συμφωνιών. Τέλος, συνοψίζονται τα συμπεράσματα της έρευνας.

2. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Βασικές Έννοιες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν έναν από τους πλέον δυναμικούς μηχανισμούς εταιρικού μετασχηματισμού στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον, καθώς επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να αναδιαρθρώνονται, να επεκτείνονται και να ενισχύουν τη στρατηγική τους θέση. Σύμφωνα με τον DePamphilis (2019), οι Σ&Ε περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα συναλλαγών μέσω των οποίων επιχειρήσεις ενοποιούνται ή μεταβιβάζεται ο έλεγχός τους, με σκοπό τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους και την επίτευξη οικονομικών κλίμακας.

Η συγχώνευση ορίζεται ως η διαδικασία κατά την οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες συνενώνονται σε μία ενιαία νομική οντότητα, είτε μέσω απορρόφησης είτε μέσω δημιουργίας νέας εταιρείας. Στην περίπτωση της απορρόφησης, μία εταιρεία ενσωματώνει πλήρως την άλλη, η οποία παύει να υφίσταται ως ανεξάρτητη νομική οντότητα, ενώ όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της μεταβιβάζονται στην απορροφώσα εταιρεία. Αντίθετα, στη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν και δημιουργείται μια νέα οντότητα που αναλαμβάνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τους (Gaughan, 2018).

Από την άλλη πλευρά, η εξαγορά αναφέρεται στην απόκτηση ελέγχου μιας επιχείρησης από μία άλλη, συνήθως μέσω αγοράς των μετοχών ή των περιουσιακών της στοιχείων. Σε αντίθεση με τη συγχώνευση, η εξαγοραζόμενη εταιρεία μπορεί να συνεχίσει να λειτουργεί ως ξεχωριστή νομική οντότητα. Οι εξαγορές διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές, ανάλογα με το αν υπάρχει συναίνεση της διοίκησης της εταιρείας στόχου (Κυριαζής, 2025).

Η στρατηγική της εξαγοραζουσας επιχείρησης συνδέεται συχνά με στόχους όπως η είσοδος σε νέες αγορές, η απόκτηση τεχνογνωσίας ή η ενίσχυση του ανταγωνιστικού της πλεονεκτήματος (Weston, Mitchell and Mulherin, 2004).

Ένα από τα βασικά κίνητρα πραγματοποίησης Σ&Ε είναι η δημιουργία πρόσθετης αξίας από τον συνδυασμό των επιχειρήσεων, η οποία δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί εάν λειτουργούσαν ανεξάρτητα.

Παράλληλα, η βιβλιογραφία επισημαίνει και σημαντικούς κινδύνους που σχετίζονται με τις Σ&Ε. Ο Roll (1986) εισήγαγε την υπόθεση της «αλαζονείας της διοίκησης» (hubris hypothesis), σύμφωνα με την οποία οι διοικήσεις ενδέχεται να υπερεκτιμούν την αξία της εταιρείας-στόχου σε σχέση με την πραγματικότητα.

Συνολικά, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν πολύπλοκες στρατηγικές αποφάσεις, οι οποίες, αν και ενδέχεται να δημιουργήσουν σημαντική αξία,

απαιτούν προσεκτικό σχεδιασμό, ορθή αποτίμηση και αποτελεσματική διαδικασία ενσωμάτωσης για να είναι επιτυχείς.

2.2 Τρόπος Πληρωμής σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Ο τρόπος πληρωμής αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν το αποτέλεσμα και την αποτίμηση μιας συναλλαγής συγχώνευσης ή εξαγοράς. Οι δύο βασικές μορφές πληρωμής είναι με μετρητά (cash offers) και η ανταλλαγή μετοχών (stock offers), ενώ στην πράξη παρατηρούνται συχνά και μικτές μορφές πληρωμής (cash and stock), οι οποίες συνδυάζουν στοιχεία και των δύο (DePamphilis, 2019).

Σύμφωνα με τον Travlos (1987), οι εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετρητά συνδέονται με θετικότερες μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας. Στην μελέτη του εξετάστηκαν ολοκληρωμένες συμφωνίες για την περίοδο 1972-1981 και τα αποτελέσματα έκαναν εμφανή το γεγονός ότι ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει τις αποδόσεις καθώς βρέθηκε ότι οι εξαγορές που πληρώθηκαν με μετρητά είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές που πληρώθηκαν με μετοχές. Το εύρημα αυτό ερμηνεύεται κυρίως μέσω της θεωρίας της σηματοδότησης (signaling theory), καθώς η επιλογή πληρωμής με μετρητά εκλαμβάνεται από την αγορά ως ένδειξη ότι η διοίκηση θεωρεί τη μετοχή της εταιρείας υποτιμημένη και ότι η επένδυση έχει πραγματική αξία. Αντίθετα, η χρήση μετοχών ως μέσο πληρωμής μπορεί να υποδηλώνει ότι η διοίκηση θεωρεί τη μετοχή της υπερτιμημένη και επιδιώκει να εκμεταλλευτεί αυτή την αποτίμηση, γεγονός που οδηγεί συχνά σε αρνητική αντίδραση της αγοράς. (Travlos, 1987)

Η επίδραση του τρόπου πληρωμής στις αποδόσεις έχει επιβεβαιωθεί και από μεταγενέστερες μελέτες. Οι Andrade, Mitchell and Stafford (2001) διαπιστώνουν ότι οι εξαγορές με μετρητά συνοδεύονται από υψηλότερες αποδόσεις στις εξαγοράζουσες εταιρείες σε σχέση με τις εξαγορές με μετοχές. Συγκεκριμένα οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται με μετοχές (stocks) εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις κατά τη ανακοίνωση. Αντίθετα όταν πραγματοποιούνται με μετρητά εμφανίζουν μηδενικές ή ελαφρώς θετικές αποδόσεις. Οι εταιρείες στόχοι λαμβάνουν υψηλότερα κέρδη όταν ο τρόπος πληρωμής είναι με μετρητά.

Οι Fuller, Netter and Stegemoller (2002) δείχνουν ότι οι αποδόσεις επηρεάζονται σημαντικά από το μέγεθος της εταιρείας στόχου (αν είναι ιδιωτική) και το είδος της συναλλαγής, με αποτέλεσμα η επίδραση του τρόπου πληρωμής να μην είναι ομοιόμορφη στις τιμές τους.

Παράλληλα, οι Hansen (1987) και Myers and Majluf (1984) επισημαίνουν ότι η επιλογή τρόπου πληρωμής σχετίζεται με προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς οι διοικήσεις διαθέτουν καλύτερη γνώση της πραγματικής αξίας της εταιρείας σε σχέση με τους επενδυτές.

Οι Kyriazis and Diakogiannis (2008), εξετάζοντας ελληνικές Σ&Ε (1993-2006), βρήκαν ότι ο τρόπος πληρωμής είναι άμεσα συνδεδεμένος με την δημιουργία αξίας. Πιο συγκεκριμένα καταλήγουν στο ότι οι προσφορές με μετρητά παράγουν μεγαλύτερα κέρδη από τις προσφορές με μετοχές, τόσο στους αγοραστές, όσο και στις εταιρίες- στόχους τους. Επομένως έχουμε υπεροχή των μετρητών έναντι των μετοχών στις συγχωνεύσεις.

Ο Chang (1998) μελετά την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις εξαγορών όταν ο στόχος είναι ιδιωτική εταιρεία και δείχνει ότι ο τρόπος πληρωμής σχετίζεται με τις αποδόσεις του αγοραστή, όπου στις συναλλαγές με μετρητά οι μη κανονικές αποδόσεις είναι κοντά στο μηδέν και μη στατιστικά σημαντικές ενώ με μετοχές οι αποδόσεις είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές.

Επιπλέον, ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει και τη δομή κινήτρων μετά τη συναλλαγή. Στις συμφωνίες με ανταλλαγή μετοχών, οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου αποκτούν συμμετοχή στη νέα οντότητα, γεγονός που μπορεί να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων και να διευκολύνει τη διαδικασία ενσωμάτωσης. Αντίθετα, στις συναλλαγές με μετρητά, η πλήρης εξαγορά οδηγεί σε άμεση μεταβίβαση του ελέγχου, αλλά ενδέχεται να αυξήσει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εξαγοράζουσας επιχείρησης λόγω αυξημένου δανεισμού (Gaughan, 2018).

Συνολικά, η επιλογή του τρόπου πληρωμής δεν αποτελεί απλώς τεχνικό χαρακτηριστικό της συναλλαγής, αλλά ενσωματώνει πληροφορία για τις προσδοκίες της διοίκησης, τις συνθήκες της αγοράς και το επίπεδο ασύμμετρης πληροφόρησης. Για τον λόγο αυτό, αποτελεί βασική μεταβλητή ανάλυσης στη διεθνή βιβλιογραφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ιδιαίτερα σε μελέτες που εξετάζουν τις βραχυχρόνιες χρηματιστηριακές αποδόσεις (event studies).

2.3 Τύποι Συγχωνεύσεων

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να ταξινομηθούν με βάση διάφορα κριτήρια, με τα σημαντικότερα να είναι η θέση της εταιρείας στόχου και η στρατηγική σχέση μεταξύ των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Ανάλογα με την αντίδραση της διοίκησης της εταιρείας στόχου, οι συναλλαγές διακρίνονται σε φιλικές (friendly) και εχθρικές (hostile). Στις φιλικές εξαγορές, η διοίκηση της εταιρείας στόχου αποδέχεται την πρόταση και συνεργάζεται ενεργά στη διαδικασία ολοκλήρωσης της συναλλαγής, διευκολύνοντας την ενσωμάτωση και μειώνοντας την αβεβαιότητα. Αντίθετα, στις εχθρικές εξαγορές, η διοίκηση της εταιρείας στόχου αντιτίθεται στην προσφορά, με αποτέλεσμα η εξαγοράζουσα εταιρεία να απευθύνεται απευθείας στους μετόχους μέσω δημόσιας πρότασης (tender offer) ή να επιχειρεί να αποκτήσει τον έλεγχο μέσω διαδικασιών αντιπροσώπευσης (proxy fights) (Gaughan, 2018).

Με βάση τη σχέση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων, οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε οριζόντιες (horizontal), κάθετες (vertical), συσχετισμένες (related) και ασυσχέτιστες ή συγκεντρωτικές (conglomerate). Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και συχνά αποσκοπούν στην αύξηση του μεριδίου αγοράς και στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Οι κάθετες συγχωνεύσεις αφορούν επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (π.χ. προμηθευτής–παραγωγός) και στοχεύουν στη βελτίωση του ελέγχου της εφοδιαστικής αλυσίδας και στη μείωση του κόστους συναλλαγών.

Η εμπειρική βιβλιογραφία προσπαθεί να διακρίνει αν τα κέρδη προέρχονται κυρίως από οφέλη αποδοτικότητας ή από αύξηση ισχύος αγοράς. Για παράδειγμα, οι Fee and Thomas (2004) εξετάζουν μεγάλο δείγμα οριζόντιων συγχωνεύσεων και χρησιμοποιούν την αντίδραση της αγοράς όχι μόνο για τους ίδιους τους συγχωνευόμενους αλλά και για πελάτες, προμηθευτές και ανταγωνιστές, βρίσκοντας περιορισμένα στοιχεία υπέρ “μονοπωλιακής συμπαιγνίας” και πιο ισχυρές ενδείξεις ότι τα οφέλη σχετίζονται με αποδοτικότητας και βελτίωση λειτουργικής επίδοσης μετά τη συγχώνευση.

Οι συσχετισμένες συγχωνεύσεις αφορούν επιχειρήσεις με συναφείς δραστηριότητες ή συμπληρωματικά προϊόντα, επιτρέποντας την αξιοποίηση εμπορικών και λειτουργικών συνεργειών. Αντίθετα, οι ασυσχέτιστες ή συγκεντρωτικές συγχωνεύσεις (conglomerate mergers) πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικούς κλάδους και συνδέονται κυρίως με στρατηγικές διαφοροποίησης και διασποράς κινδύνου (DePamphilis, 2019).

Η διάκριση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς διαφορετικοί τύποι συγχωνεύσεων συνδέονται με διαφορετικά κίνητρα και επιπτώσεις στην απόδοση των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις σχετίζονται συχνά με λειτουργικές συνέργειες και αύξηση αποδοτικότητας, ενώ οι συγκεντρωτικές συγχωνεύσεις έχουν δεχθεί κριτική, καθώς η διαφοροποίηση δεν οδηγεί πάντα σε αύξηση της αξίας για τους μετόχους (Weston, Mitchell and Mulherin, 2004).

2.4 Ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η διεθνής βιβλιογραφία συμφωνεί ότι η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν εξελίσσεται γραμμικά, αλλά εμφανίζει περιόδους έντονης συγκέντρωσης συναλλαγών, οι οποίες ακολουθούνται από φάσεις ύφεσης. Αυτές οι περίοδοι ομαδοποιούνται ως κύματα συγχωνεύσεων (merger waves). Κάθε κύμα συνδέεται με συγκεκριμένες οικονομικές, θεσμικές και τεχνολογικές συνθήκες, ενώ συνήθως τερματίζεται από μια χρηματοπιστωτική κρίση ή μια ισχυρή ύφεση. (Anrade et. al.,2001; Harford 2005; Martynova and Renneboog,2008)

Σύμφωνα με τον Gaughan (2018), η ιστορική εμπειρία επιτρέπει τη διάκριση τουλάχιστον έξι μεγάλων κυμάτων Σ&Ε από τα τέλη του 19ου αιώνα μέχρι την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, και τα στατιστικά στοιχεία της McKinsey να κάνουν πλέον λόγο για ακόμα δύο κύματα κατά την περίοδο μετά το 2010.

Το πρώτο κύμα Σ&Ε (1890-1905) εμφανίζεται στις ΗΠΑ στο τέλος του 19ου αιώνα, σε ένα περιβάλλον ταχείας βιομηχανικής ανάπτυξης, διεύρυνσης των σιδηροδρομικών δικτύων και μείωσης του κόστους μεταφορών. Βασικό χαρακτηριστικό του είναι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, με στόχο τη δημιουργία μεγάλων μονοπωλιακών σχημάτων και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας. Κατά την περίοδο αυτή δημιουργούνται κολοσσοί σε κλάδους όπως ο χάλυβας, τα πετρέλαια και οι σιδηρόδρομοι. Η κρίση των αρχών του 20ού αιώνα, οδήγησαν στη λήξη του πρώτου κύματος.

Το δεύτερο κύμα (1919-1929) λαμβάνει χώρα μετά τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο και συνδέεται με την ισχυρή μεταπολεμική ανάπτυξη. Σε αντίθεση με το πρώτο, το οποίο είχε σαφή «μονοπωλιακό» χαρακτήρα, το δεύτερο κύμα οδηγεί κυρίως σε ολιγοπωλιακές δομές και χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη χρήση κάθετων και διαγώνιων (congeneric) συγχωνεύσεων. Η κατάρρευση του χρηματιστηρίου το 1929 και η Μεγάλη Ύφεση θέτουν απότομα τέλος στο δεύτερο κύμα.

Μετά από μία σχετικά ήρεμη περίοδο που περιλαμβάνει και τη δεκαετία του 1940, η δραστηριότητα Σ&Ε αυξάνεται εκ νέου τη δεκαετία του 1960. Το τρίτο κύμα (1955-1969) χαρακτηρίζεται κυρίως από τις συγχωνεύσεις τύπου conglomerate, δηλαδή τη δημιουργία πολυκλαδικών ομίλων μέσω εξαγορών εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε άσχετους μεταξύ τους κλάδους.

Το τέταρτο κύμα (1980-1989) συνδέεται με την απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, την ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων υψηλής απόδοσης (junk bonds) και την εμφάνιση των leveraged buyouts (LBOs). Σημαντικό μέρος της δραστηριότητας αφορά εχθρικές εξαγορές και επιθετικές αναδιρθρώσεις μεγάλων, συχνά πολυκλαδικών, ομίλων. Η χρηματιστηριακή κρίση του 1987 και η ύφεση στα τέλη της δεκαετίας του 1980 σηματοδοτούν την ολοκλήρωση του τέταρτου κύματος.

Το πέμπτο κύμα (1993-2000) αναπτύσσεται σε περιβάλλον παγκοσμιοποίησης των αγορών, έντονης ανόδου των χρηματιστηριακών τιμών και περαιτέρω απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ροών. Χαρακτηρίζεται από πολύ μεγάλες διασυνοριακές συναλλαγές, ιδιαίτερα στους κλάδους τηλεπικοινωνιών, ενέργειας και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, έντονη δραστηριότητα στην Ευρώπη, με εξαγορές τραπεζών και βιομηχανικών επιχειρήσεων σε επίπεδο ΕΕ και αυξημένη χρήση μετοχών ως μέσου πληρωμής, αξιοποιώντας τις υψηλές αποτιμήσεις της περιόδου. Η «φούσκα» των εταιρειών τεχνολογίας και διαδικτύου (dot-com

bubble) που έσκασε το 2000 οδήγησε σε απότομη πτώση των αποτιμήσεων και σε επιβράδυνση της δραστηριότητας Σ&Ε.

Το έκτο κύμα (2003-2007) αναδύεται σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και υψηλής ρευστότητας, με τις τράπεζες και τις κεφαλαιαγορές να χρηματοδοτούν εκτεταμένα νέες εξαγορές. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007–2008 και η κρίση χρέους που ακολούθησε οδήγησαν σε δραματική συρρίκνωση της δραστηριότητας Σ&Ε και ουσιαστικά τερμάτισαν το έκτο κύμα.

Μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η δραστηριότητα Σ&Ε άρχισε να ανακάμπτει σταδιακά και την περίοδο 2013–2015 διαμορφώθηκε ένα νέο κύμα συγχωνεύσεων, το οποίο αρκετές μελέτες χαρακτηρίζουν ως έβδομο. Η McKinsey (Rehm and West, 2015) καταγράφει ότι το 2015 η συνολική αξία των παγκόσμιων συναλλαγών έφθασε σε αριθμό ρεκόρ 4,9 τρισ.δολάρια. Τα κύρια χαρακτηριστικά του ήταν οι πολύ μεγάλες συμφωνίες (mega-deals), συχνά άνω των 100 δισ. δολαρίων, με εμβληματικά παραδείγματα τις Pfizer–Allergan (\$183,7bn) και SABMiller–AB InBev (\$120,5bn) και τα χαμηλά επιτόκια μαζί με την άφθονη κεφαλαιακή ρευστότητα, που διευκόλυναν τη χρηματοδότηση μεγάλων εξαγορών.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Dealogic και την ανάλυση της McKinsey (2024–2025), η περίοδος 2018–2021 χαρακτηρίζεται ως όγδοο merger wave, με συνεχή άνοδο τόσο στον αριθμό όσο και στην αξία των συναλλαγών. Το 2021 καταγράφεται το υψηλότερο επίπεδο παγκόσμιων συμφωνιών όλων των εποχών, με αξία που υπερέβη τα 5,8 τρισ. δολάρια. Τα κύρια χαρακτηριστικά του 8ου κύματος είναι η εντυπωσιακή άνοδος εξαγορών στους κλάδους TMT (Technology, Media and Telecoms), η εντονή δραστηριότητα εξαγορών εταιρειών AI (Τεχνητής Νοημοσύνης) και η μεγάλη αύξηση διασυννοριακών συναλλαγών Ευρώπης–Ασίας. Ωστόσο, το 2022–2023 καταγράφεται κάμψη λόγω του πολέμου στην Ουκρανία και της ανόδου των επιτοκίων. Παρά τη μείωση του 2022–2023, η McKinsey (2024) αναφέρει ότι οι κλάδοι TMT, ενέργειας και υλικών εξακολουθούν να οδηγούν την αγορά, ενώ το 2024 παρουσιάζει ενδείξεις νέας σταθεροποίησης.

Η κατανόηση της ιστορικής εξέλιξης των κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι κρίσιμη για την ερμηνεία των σημερινών τάσεων τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και στην ελληνική αγορά. Ειδικότερα, ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος έχει επηρεαστεί έντονα από το πέμπτο και το έκτο κύμα Σ&Ε, καθώς και από τις αναδιαρθρώσεις που επιβλήθηκαν μετά την κρίση του 2008.

Σύμφωνα με τον Κυριαζή (2025) οι Σ&Ε στην Ελλάδα μπορούν να διακριθούν σε τέσσερα «κύματα» για την περίοδο 1997-2023. Το πρώτο (1997-1999) περιέχει αρκετές σημαντικές συγχωνεύσεις Τραπεζών που είναι αποτέλεσμα της εισόδου της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Στο δεύτερο «κύμα» (2002-2006) η Ελλάδα βρίσκεται σε μία περίοδο οικονομικής ανάπτυξης. Το τρίτο βρίσκεται στην χρονική περίοδο

2011-2016 όπου ξένες εταιρείες αποκτούν Ελληνικές εταιρείες καθώς γίνονται και εγχώριες συγχωνεύσεις με στόχο την επιβίωση των διάφορων κλάδων. Ενώ τέλος το τέταρτο «κύμα» το οποίο ξεκίνησε το 2019 και διαρκεί έως και σήμερα, χαρακτηρίζεται από μια περίοδο ανάπτυξης όπου ξένες εταιρείες προσεγγίζουν την ελληνική αγορά. (Κυριαζής, 2025).

2.5 Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα

Η μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) στην Ελλάδα έχει αποκτήσει αυξανόμενο ενδιαφέρον τα τελευταία χρόνια, καθώς η ελληνική κεφαλαιαγορά παρουσιάζει ιδιαιτερότητες που τη διαφοροποιούν από τις ώριμες αγορές του εξωτερικού. Οι Σ&Ε αποτελούν ένα σημαντικό εργαλείο εταιρικής αναδιάρθρωσης, ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και αύξησης της αξίας των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας ή αναπτυξιακής μετάβασης. Η ελληνική εμπειρική βιβλιογραφία, αν και περιορισμένη, προσφέρει χρήσιμα ευρήματα σχετικά με τον τρόπο που αντιδρούν οι μετοχικές τιμές των εταιρειών κατά τη διάρκεια τέτοιων εταιρικών γεγονότων.

Οι Protopapas, Travlos and Tsagkarakis (2003), υπήρξαν από τους πρώτους που διερεύνησαν συστηματικά τις επιπτώσεις των Σ&Ε στην Ελλάδα, αναλύοντας τις μη κανονικές αποδόσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1988–1997. Η μελέτη τους κατέδειξε ότι οι αγοραστές παρουσίασαν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, γεγονός που δείχνει ότι οι επενδυτές αντέδρασαν ευνοϊκά στην προοπτική συνεργειών και βελτίωσης της κερδοφορίας. Οι εταιρείες στόχοι, αν και κατέγραψαν επίσης θετικές αποδόσεις, παρουσίασαν μικρότερη ένταση επίδρασης. Η έρευνα αυτή αποτέλεσε σημείο αναφοράς, καθώς ανέδειξε τη δυναμική των Σ&Ε στην ελληνική οικονομία και έθεσε τις βάσεις για μεταγενέστερες μελέτες.

Ακολουθώντας αυτή την κατεύθυνση, οι Kyriazis and Diacogiannis (2008) πραγματοποίησαν μία πιο εκτενή ανάλυση εξετάζοντας εξαγορές στην περίοδο 1993–2006, χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των event studies. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι αγοραστές καταγράφουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις υψηλότερες από αυτές που καταγράφονται σε ανεπτυγμένες αγορές όπως η ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ οι στόχοι παρουσιάζουν θετικές αλλά μικρότερες αποδόσεις.

Η μελέτη ανέδειξε επίσης τη σημασία της μορφής ιδιοκτησίας του στόχου: όταν ο στόχος ήταν ιδιωτική ή οικογενειακή επιχείρηση, οι αποδόσεις των αγοραστών ήταν μικρότερες, καθώς οι ιδιοκτήτες είχαν ισχυρότερη διαπραγματευτική δύναμη και απαιτούσαν υψηλότερο τίμημα. Αντίθετα, στις περιπτώσεις όπου οι στόχοι ήταν εισηγμένες εταιρείες, οι αποδόσεις των αγοραστών ήταν υψηλότερες, λόγω μεγαλύτερης διαφάνειας και ευκολότερης αποτίμησης. Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι οι συναλλαγές με πληρωμή μετρητών αποφέρουν μεγαλύτερα οφέλη και για τις δύο πλευρές, ενώ οι αγοραστές επωφελοούνται περισσότερο όταν αποκτούν

εισηγμένους στόχους. Οι αποδόσεις των στόχων συνδέονται θετικά με το μέγεθος του αγοραστή και αρνητικά με τις εξαγορές θυγατρικών (Kyriazis and Diacogiannis, 2008).

Οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής αγοράς, όπως η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, η περιορισμένη παρουσία εχθρικών εξαγορών και ο μέτριος βαθμός ανταγωνισμού, εξηγούν τα αποτελέσματα αυτά. Στην Ελλάδα, οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι οικογενειακής φύσης και ελέγχονται από μικρό αριθμό μετόχων, γεγονός που επηρεάζει τη διαδικασία διαπραγμάτευσης και μειώνει την πιθανότητα επιθετικών κινήσεων.

Η εταιρική κουλτούρα της σταθερότητας και της προτίμησης σε φιλικές συγχωνεύσεις διαμορφώνει ένα διαφορετικό περιβάλλον σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπου οι Σ&Ε συχνά αποτελούν αποτέλεσμα ανταγωνιστικών προσφορών.

Επιπλέον, ειδικές έρευνες στον τραπεζικό κλάδο (Liargovas, et.al 2011) έδειξαν ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών είχαν θετικές αλλά βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στις αποδόσεις των μετοχών, ενώ η αγορά προεξοφλούσε τα γεγονότα με προηγούμενη άνοδο τιμών. Τα αποτελέσματα αυτά καταδεικνύουν ότι ο τραπεζικός τομέας, λειτουργεί ως ιδιαίτερη περίπτωση της ελληνικής αγοράς Σ&Ε.

Τα τελευταία χρόνια, η ελληνική αγορά έχει καταγράψει σημαντική αναζωογόνηση στη δραστηριότητα Σ&Ε, όπως δείχνουν οι ετήσιες εκθέσεις της PwC. Σύμφωνα με τα στοιχεία, η συνολική αξία συναλλαγών στην Ελλάδα αυξήθηκε σημαντικά μετά το 2020, με πρωταγωνιστές κλάδους όπως οι τηλεπικοινωνίες, οι υποδομές, η ενέργεια και οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Η αύξηση της χρηματοπιστωτικής ρευστότητας, η σταδιακή βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος, οι ρυθμιστικές μεταρρυθμίσεις και η είσοδος διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων έχουν δημιουργήσει ένα ευνοϊκό πλαίσιο για νέες συμφωνίες. Οι σύγχρονες αυτές εξελίξεις επιβεβαιώνουν ότι οι Σ&Ε αποτελούν πλέον κεντρικό μηχανισμό εταιρικής αναδιάρθρωσης και ανάπτυξης στην ελληνική οικονομία.

Συνολικά, η ελληνική βιβλιογραφία και τα πρόσφατα εμπειρικά δεδομένα υπογραμμίζουν ότι η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από ιδιομορφίες που σχετίζονται με το μέγεθος της αγοράς, τη δομή της ιδιοκτησίας και το ρυθμιστικό πλαίσιο. Παρ' όλα αυτά, τα αποτελέσματα δείχνουν πως, όταν οι συμφωνίες σχεδιάζονται και υλοποιούνται αποτελεσματικά, μπορούν να δημιουργήσουν αξία τόσο για τους μετόχους των αγοραστριών όσο και των εταιρειών στόχων, συμβάλλοντας στη συνολική ανάπτυξη και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

2.6 Δημιουργία ή Καταστροφή Αξίας στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Ένα από τα σημαντικότερα ερωτήματα στη βιβλιογραφία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε) αφορά το κατά πόσο οι συναλλαγές αυτές δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις και κυρίως, για τους μετόχους τους. Η δημιουργία αξίας μπορεί να προκύψει μέσα από την αξιοποίηση συνεργειών, τη βελτίωση της επιχειρησιακής αποδοτικότητας ή την αύξηση της κλίμακας λειτουργίας της νέας ενιαίας εταιρείας. Αντίθετα, η καταστροφή αξίας συνδέεται σχεδόν πάντα με υπερβολικό τίμημα εξαγοράς, αστοχίες στην ενσωμάτωση (post-merger integration) ή λανθασμένες στρατηγικές επιλογές.

Η διεθνής εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι οι μέτοχοι των εταιρειών στόχων αποκομίζουν σταθερά θετικές και σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Μελέτες όπως των Alexandridis et al. (2010) καταγράφουν μέσο premium εξαγοράς της τάξης του 20–40% για τους μετόχους των εταιριών-στόχων, που προσφέρουν οι αγοραστές προκειμένου να εξασφαλίσουν τον έλεγχο. Αντίθετα, οι αγοραστές συχνά εμφανίζουν μηδενικές ή ελαφρώς αρνητικές abnormal returns, ιδιαίτερα στις δημόσιες προτάσεις και στις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών, στις Αγγλοσαξονικές αγορές (ΗΠΑ, ΗΒ, Καναδάς) όπου ο ανταγωνισμός οδηγεί σε υψηλότερες τιμές εξαγοράς.

Ένα ακόμη εύρημα που εμφανίζεται σταθερά είναι ότι η μέθοδος πληρωμής επηρεάζει την αξία που δημιουργείται. Οι εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετρητά τείνουν να αποδίδουν καλύτερα στους μετόχους των αγοραστών, καθώς η επιλογή αυτή θεωρείται ένδειξη εμπιστοσύνης της διοίκησης στη δίκαιη αποτίμηση της συναλλαγής (Travlos, 1987). Αντίθετα, οι συμφωνίες με ανταλλαγή μετοχών συχνά συνδέονται με χαμηλότερες αποδόσεις, είτε επειδή η αγορά εκλαμβάνει το «δίπλωμα» νέων μετοχών ως ένδειξη υπερτίμησης, είτε λόγω της αραίωσης της υφιστάμενης μετοχικής βάσης.

Η δημιουργία ή καταστροφή αξίας εξαρτάται επίσης από τη φύση της συναλλαγής. Οι ιδιωτικές εξαγορές (private deals) τείνουν να εμφανίζουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις δημόσιες, αφού συνήθως εμπεριέχουν μικρότερο ανταγωνισμό και χαμηλότερα premiums (Fuller, Netter and Stegemoller, 2002). Αντίθετα, στις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών, όπου οι μέτοχοι έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ, μεγάλο μέρος της αναμενόμενης αξίας μεταφέρεται προς αυτούς μέσω υψηλών τιμών εξαγοράς.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η σύγχρονη προσέγγιση εταιρειών συμβούλων όπως η KPMG (1999, 2011) και η McKinsey (2010, 2016, 2024). Σύμφωνα με αυτές τις αναλύσεις, το ποσοστό επιτυχίας των Σ&Ε παραμένει χαμηλό, με περίπου το 40–60% των συμφωνιών να μην επιτυγχάνουν τους στόχους που είχαν τεθεί. Η αποτυχία συνδέεται συνήθως με υπερβολικό premium, αδύναμη στρατηγική λογική, ανεπαρκή due diligence ή δυσλειτουργική ενσωμάτωση των δύο εταιρειών. Ταυτόχρονα, οι σύγχρονες μελέτες επισημαίνουν ότι οι

«προγραμματικοί αγοραστές» (programmatically acquirers), δηλαδή οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μικρές και επαναλαμβανόμενες εξαγορές, τείνουν να δημιουργούν πολύ μεγαλύτερη αξία σε βάθος χρόνου σε σχέση με όσες στηρίζονται σε σποραδικές μεγάλες συναλλαγές.

Στο ελληνικό περιβάλλον, η έρευνα είναι πιο περιορισμένη λόγω μικρότερης αγοράς Σ&Ε, ωστόσο μελέτες όπως των Kyriazis (2003), Protopapas et al. (2003) και Kyriazis and Diakogiannis (2008) έδειξαν ότι οι αγοραστές στην Ελλάδα τείνουν να παρουσιάζουν αρνητικές abnormal returns κατά την ανακοίνωση, ενώ οι στόχοι εμφανίζουν θετικές αποδόσεις, σε συμφωνία με τα διεθνή ευρήματα. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαπίστωση ότι οι ελληνικές συναλλαγές όπου χρησιμοποιήθηκαν μετρητά παρουσίασαν καλύτερη απόδοση από εκείνες με ανταλλαγή μετοχών.

Συνολικά, η βιβλιογραφία συγκλίνει στο ότι οι Σ&Ε έχουν ασύμμετρη επίδραση, οι στόχοι κερδίζουν σχεδόν πάντα, ενώ οι αγοραστές άλλοτε δημιουργούν αξία και άλλοτε τη χάνουν, ανάλογα με το τίμημα, τη στρατηγική λογική της συμφωνίας και την ποιότητα της ενσωμάτωσης. Παρά τα μεικτά αποτελέσματα, η πλειοψηφία των ερευνών τονίζει ότι η επιτυχία μιας Σ&Ε δεν εξαρτάται από την ίδια τη συναλλαγή, αλλά από τις ικανότητες της διοίκησης να αξιοποιήσει τις συνέργειες και να διαχειριστεί αποτελεσματικά τις οργανωτικές και λειτουργικές προκλήσεις.

2.7 Θεωρίες και Κίνητρα Σ&Ε

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει αναπτύξει πλήθος θεωρητικών προσεγγίσεων για να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις προχωρούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η σημαντικότερη και πιο κλασική προσέγγιση είναι η Θεωρία των Συνεργειών (Synergy Theory), σύμφωνα με την οποία η συνένωση δύο εταιρειών μπορεί να δημιουργήσει αξία μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας τους ως ανεξάρτητων οντοτήτων. Οι συνέργειες μπορεί να είναι λειτουργικές, χρηματοοικονομικές ή διοικητικές (Sudarsanam, 2010).

Ένα δεύτερο θεωρητικό πλαίσιο αφορά τη Θεωρία της Αγοραστικής Ισχύος (Market Power Theory), σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις προχωρούν σε Σ&Ε για να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς τους, να μειώσουν τον ανταγωνισμό και να αποκτήσουν μεγαλύτερη επιρροή στη διαμόρφωση τιμών (Gaughan, 2018).

Σημαντικό ρόλο παίζει επίσης η Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory), η οποία υποστηρίζει ότι οι διοικήσεις των εταιρειών μπορεί να προχωρούν σε εξαγορές όχι προς όφελος των μετόχων, αλλά για να αυξήσουν το μέγεθος και το κύρος της εταιρείας τους. Οι Jensen (1986) αναφέρουν ότι οι διοικήσεις με υπερβολικά διαθέσιμα κεφάλαια τείνουν να κάνουν μη αποδοτικές εξαγορές.

Σχετικά με τα κίνητρα που έχουν να κάνουν με τη συμπεριφορά της διοίκησης, η Υπόθεση της Αλαζονείας (Hubris Hypothesis) του Roll (1986) υποστηρίζει ότι οι

διευθύνοντες συχνά υπερτιμούν την ικανότητά τους να διαχειριστούν την εταιρεία—στόχο και καταλήγουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα.

Η Θεωρία της Κεφαλαιαγοράς (Market for Corporate Control) των Jensen and Ruback (1983) θεωρεί ότι οι εξαγορές λειτουργούν ως μηχανισμός πειθαρχίας των διοικήσεων: οι εταιρείες που δεν αποδίδουν αποτελεσματικά γίνονται στόχος εξαγοράς από πιο αποδοτικούς αγοραστές.

Επιπρόσθετα, η Θεωρία του Market Timing αναφέρει ότι οι εξαγορές πραγματοποιούνται όταν η μετοχή του αγοραστή είναι υπερτιμημένη, επιτρέποντας τη χρήση μετοχών ως μέσου πληρωμής με χαμηλό πραγματικό κόστος (Rhodes-Kropf and Viswanathan, 2004).

Η ασύμμετρη πληροφόρηση αποτελεί ακόμη ένα σημαντικό θεωρητικό πλαίσιο για την κατανόηση τόσο των κινήτρων πραγματοποίησης συγχωνεύσεων και εξαγορών όσο και της επιλογής της δομής της συναλλαγής. Σε πολλές περιπτώσεις, τα εμπλεκόμενα μέρη διαθέτουν διαφορετικό επίπεδο πληροφόρησης σχετικά με την πραγματική αξία των επιχειρήσεων, τις προοπτικές ανάπτυξης ή τις ενδεχόμενες συνέργειες, γεγονός που δημιουργεί προβλήματα και επηρεάζει τη συμπεριφορά τους κατά τη διαπραγμάτευση.

Στο πλαίσιο αυτό, η επιλογή του τρόπου πληρωμής αποκτά ιδιαίτερη σημασία, καθώς μπορεί να λειτουργεί ως μηχανισμός σηματοδότησης προς την αγορά. Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Myers and Majluf (1984), οι διοικήσεις τείνουν να αποφεύγουν τη χρηματοδότηση μέσω έκδοσης μετοχών όταν θεωρούν ότι η εταιρεία τους είναι υποτιμημένη, ενώ αντίθετα προτιμούν τη χρήση μετοχών όταν εκτιμούν ότι αυτές είναι υπερτιμημένες, γεγονός που οδηγεί την αγορά να ερμηνεύει τις συναλλαγές με μετοχές ως αρνητικό σήμα για την αξία του αγοραστή.

Παράλληλα, άλλες προσεγγίσεις υποστηρίζουν ότι η χρήση μετοχών μπορεί να λειτουργήσει ως μηχανισμός κατανομής κινδύνου μεταξύ των μερών, ιδιαίτερα όταν υπάρχει σημαντική αβεβαιότητα σχετικά με την αποτίμηση, καθώς ο στόχος συμμετέχει στην μελλοντική πορεία της συγχωνευμένης οντότητας (Hansen, 1987). Επιπλέον, η θεωρητική βιβλιογραφία δείχνει ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί να επηρεάσει όχι μόνο τον τρόπο πληρωμής αλλά και τη στρατηγική των προσφορών, οδηγώντας σε φαινόμενα όπως προληπτικές προσφορές για την αποτροπή ανταγωνιστών ή διαφοροποίηση στο μίγμα χρηματοδότησης ως σήμα ποιότητας (Eckbo, Giammarino and Heinkel, 1990; Fishman, 1988). Συνολικά, η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης συμβάλλει στην ερμηνεία των διαφοροποιήσεων που παρατηρούνται στις αποδόσεις των εξαγορών, καθώς επηρεάζει τόσο τις προσδοκίες της αγοράς όσο και την πιθανότητα υπερπληρωμής (overpayment) και επιτυχούς υλοποίησης της συναλλαγής.

2.8 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία και τις αποδόσεις στις Σ&Ε

Η επίδραση μιας εξαγοράς στην αξία των εμπλεκόμενων εταιρειών εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Η μέθοδος πληρωμής αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους: οι εξαγορές με μετρητά τείνουν να συνδέονται με θετικότερη αντίδραση της αγοράς, καθώς θεωρούνται ένδειξη εμπιστοσύνης της διοίκησης στη δίκαιη αποτίμηση (Travlos, 1987). Αντίθετα, οι συναλλαγές με ανταλλαγή μετοχών συχνά υποδηλώνουν υπερτίμηση του αγοραστή.

Το μέγεθος της εταιρείας στόχου επηρεάζει επίσης την αποδοτικότητα των Σ&Ε. Οι αγοραστές αποκομίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν οι στόχοι είναι μικρότερες εταιρείες, όπου η ενσωμάτωση είναι ευκολότερη και το premium χαμηλότερο (Fuller, Netter and Stegemoller, 2002).

Το καθεστώς της εταιρείας στόχου (εισηγμένη vs ιδιωτική) είναι κρίσιμο. Οι εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών συχνά οδηγούν σε υψηλότερη δημιουργία αξίας, καθώς η απουσία ανταγωνισμού οδηγεί σε χαμηλότερα premiums (Andrade et al., 2001).

Η προηγούμενη εμπειρία του αγοραστή αποτελεί επίσης καθοριστικό παράγοντα. Οι serial acquirers, δηλαδή οι εταιρείες που πραγματοποιούν συχνές εξαγορές, έχουν καλύτερες μακροχρόνιες επιδόσεις λόγω βελτιωμένων διαδικασιών ενσωμάτωσης (McKinsey, 2024).

Η χρονική περίοδος της συναλλαγής επηρεάζει σημαντικά τα αποτελέσματα. Εξαγορές που πραγματοποιούνται σε ύφεση έχουν καλύτερες επιδόσεις μακροπρόθεσμα, ενώ σε περιόδους υπερβολικής αισιοδοξίας οι αγοραστές συχνά πληρώνουν υπερβολικά υψηλά premiums (Harford, 2005).

Τέλος, η στρατηγική συνάφεια των εταιρειών είναι κρίσιμη. Οι σχετιζόμενες εξαγορές έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα δημιουργίας αξίας, ενώ οι ασυσχέτιστες συχνά οδηγούν σε έλλειψη στρατηγικής συνοχής (Martynova and Renneboog, 2008).

2.9 Διεθνής εμπειρική βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές

Η διεθνής εμπειρική βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζει εκτενή ανάπτυξη, με τα αποτελέσματα να διαφοροποιούνται ανάλογα με τη μεθοδολογία και τα χρησιμοποιούμενα μέτρα απόδοσης. Οι σχετικές μελέτες διακρίνονται σε εκείνες που βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία και σε εκείνες που χρησιμοποιούν χρηματιστηριακά δεδομένα και μη κανονικές αποδόσεις μέσω της μεθοδολογίας event study.

Αρχικά, οι πρώτες εμπειρικές μελέτες που στηρίχθηκαν σε λογιστικά μεγέθη κατέληξαν σε μάλλον απαισιόδοξα συμπεράσματα για τους αγοραστές. Συγκεκριμένα, οι Ravenscraft and Scherer (1988) διαπίστωσαν ότι η λειτουργική

κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώνεται σημαντικά κατά την περίοδο 3 έως 5 ετών μετά την εξαγορά. Παρόμοια, οι Herman and Lowenstein (1988) δεν εντόπισαν στατιστικά σημαντική βελτίωση στην απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) μετά την ολοκλήρωση των συναλλαγών.

Ωστόσο, η εικόνα διαφοροποιείται όταν χρησιμοποιούνται μέτρα βασισμένα σε ταμειακές ροές. Οι Healy, Palepu and Ruback, (1992) εξετάζοντας μεγάλες συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α., κατέδειξαν ότι οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις παρουσιάζουν βελτίωση στη λειτουργική απόδοση, ιδιαίτερα σε όρους ταμειακών ροών σε σχέση με την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων.

Σε πιο συνολικές προσεγγίσεις, οι Martynova and Renneboog (2008), εξετάζοντας μεγάλο αριθμό ευρωπαϊκών μελετών, κατέληξαν ότι δεν υπάρχει σαφές ενιαίο συμπέρασμα ότι σε πολλές περιπτώσεις δεν παρατηρείται σημαντική μεταβολή στη λειτουργική απόδοση, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα αποτελέσματα εξαρτώνται από τη μεθοδολογία και τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής.

Παράλληλα, η βιβλιογραφία που βασίζεται σε χρηματιστηριακά δεδομένα εστιάζει στη βραχυχρόνια αντίδραση της αγοράς. Η ανάλυση αυτή στηρίζεται στην ιδέα ότι οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν γρήγορα τις νέες πληροφορίες γύρω από μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Μελέτες όπως των Andrade, Mitchell and Stafford (2001) δείχνουν ότι οι μέτοχοι των εταιρειών στόχων αποκομίζουν σημαντικά θετικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση, ενώ οι αποδόσεις των αγοραστών είναι κατά μέσο όρο κοντά στο μηδέν. Αντίστοιχα, οι Alexandridis et al. (2010) διαπιστώνουν ότι οι αγοραστές εμφανίζουν μικρές ή μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, επιβεβαιώνοντας ότι το μεγαλύτερο μέρος της αξίας κατανέμεται στους μετόχους των εταιριών-στόχων. Η κατανομή των κερδών διαφοροποιείται με βάση τον ανταγωνισμό της αγοράς. Στις χώρες με υψηλό επίπεδο ανταγωνισμού (UUC) οι μέτοχοι των στόχων αποκομίζουν υψηλότερες αποδόσεις (υψηλότερα bid premiums), ενώ σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές (RoW) οι αποδόσεις των αγοραστών τείνουν να είναι υψηλότερες λόγω χαμηλότερου premium (Alexandridis et al., 2010).

Σημαντική κατηγορία μελετών εξετάζει τον ρόλο του τύπου ολοκλήρωσης. Οι Fan and Goyal (2006) , αναλύοντας δεδομένα για την περίοδο 1962–1996, διαπίστωσαν ότι οι κάθετες συγχωνεύσεις δημιουργούν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις σε σχέση με άλλες μορφές, ιδιαίτερα σε event windows όπως (-1,1) και (-10,10).

Σε πιο εξειδικευμένες αναλύσεις, οι Gross and Lindstädt (2005) εξέτασαν διαφορετικούς κλάδους και κατέληξαν ότι οι αποδόσεις διαφέρουν σημαντικά ανά τομέα, με τις κάθετες συμφωνίες να εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε

κλάδους όπως τα μέσα ενημέρωσης, ενώ σε άλλους κλάδους οι διαφορές είναι περιορισμένες ή και αρνητικές.

Η σημασία της συμπεριφοράς των επενδυτών και της ασύμμετρης πληροφόρησης αναδεικνύεται στη μελέτη των Schijven and Hitt (2012), οι οποίοι δείχνουν ότι οι επενδυτές δεν βασίζονται μόνο σε διαθέσιμα δεδομένα αλλά και σε “σήματα”, όπως το ύψος του premium και ο τρόπος πληρωμής. Συγκεκριμένα, οι εξαγορές με μετοχές ερμηνεύονται συχνά αρνητικά, ενώ οι εξαγορές με μετρητά συνδέονται με θετικότερη αντίδραση της αγοράς.

Αντίστοιχα, οι Fich et al (2012) και Fuller et al. (2002) έδειξαν ότι τα μεγαλύτερα κέρδη για τους αγοραστής συνδέονται με συναλλαγές που πραγματοποιούνται με μετρητά και με εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών, ενώ οι συμφωνίες με ανταλλαγή μετοχών σχετίζονται συχνότερα με αρνητικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα αυτά ερμηνεύονται από την υπόθεση ασύμμετρης πληροφόρησης, σύμφωνα με την οποία η πληρωμή με μετοχές μπορεί να εκληφθεί ως ένδειξη υπερτίμησης του αγοραστή και να οδηγήσει σε αρνητική αντίδραση της αγοράς, ενώ οι συναλλαγές με μετρητά και οι εξαγορές ιδιωτικών στόχων συνδέονται συχνότερα με χαμηλότερα premiums και συνεπώς με ευνοϊκότερη κατανομή της αξίας υπέρ των μετόχων του αγοραστή. (Myers and Majluf, 1984; Travlos, 1987).

Συνολικά, η διεθνής βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, ενώ οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να δημιουργήσουν αξία, το αποτέλεσμα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής, τη δομή της αγοράς και τη μεθοδολογία αξιολόγησης. Η απουσία ενιαίων συμπερασμάτων καθιστά αναγκαία την περαιτέρω διερεύνηση σε επιμέρους αγορές, όπως η ελληνική, όπου οι ιδιαιτερότητες του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος ενδέχεται να επηρεάζουν σημαντικά τα αποτελέσματα.

2.10 Εμπειρική βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ελληνική αγορά.

Η εμπειρική βιβλιογραφία που εξετάζει την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) στην ελληνική αγορά παραμένει σχετικά περιορισμένη, ωστόσο παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς αναδεικνύει σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με τα διεθνή ευρήματα. Οι κυριότερες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί εστιάζουν κυρίως στις βραχυπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των συναλλαγών, καθώς και στη μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των αγοραστριών επιχειρήσεων.

Αρχικά, τα αποτελέσματα των μελετών δείχνουν ότι οι αγοραστής στην ελληνική αγορά εμφανίζουν θετικές αλλά περιορισμένες μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο του Κυριαζή (2003), για την περίοδο 1997–2002, οι σωρευτικές μη κανονικές

αποδόσεις (CARs) των αγοραστριών επιχειρήσεων κυμαίνονται περίπου στο 3% στο χρονικό παράθυρο (-30, +30), γεγονός που υποδηλώνει ότι η αγορά αντιδρά θετικά στις ανακοινώσεις, όχι όμως σε μεγάλο βαθμό. Αντίθετα, οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις εμφανίζουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις, περίπου 7%, επιβεβαιώνοντας τη διεθνή τάση σύμφωνα με την οποία οι κύριοι ωφελημένοι των Σ&Ε είναι οι μέτοχοι των εταιρειών στόχων (Κυριαζής, 2025). Η διαφοροποίηση αυτή σε σχέση με ευρήματα από ανεπτυγμένες αγορές μπορεί να αποδοθεί στο χαμηλότερο επίπεδο ανταγωνισμού στην αγορά εταιρικού ελέγχου, το οποίο συνεπάγεται χαμηλότερα premiums και, κατά συνέπεια, μικρότερη μεταφορά αξίας προς τους μετόχους των εταιρειών-στόχων και σχετικά ευνοϊκότερη κατανομή της αξίας υπέρ των αγοραστών (Alexandridis et al., 2010).

Παράλληλα, η μελέτη των Protopapas et al. επιβεβαιώνει την ίδια εικόνα, καταγράφοντας χαμηλές θετικές αποδόσεις για τους αγοραστές (περίπου 2,10%), ενώ οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις παρουσιάζουν σημαντικά υψηλότερα επίπεδα (έως και 9,66%). Τα αποτελέσματα αυτά ενισχύουν την άποψη ότι και στην ελληνική αγορά η δημιουργία αξίας κατανέμεται άνισα, με τους μετόχους των εταιριών- στόχων να αποκομίζουν το μεγαλύτερο μέρος των ωφελειών, παρότι οι αγοραστές σημειώνουν υψηλότερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες εταιρίες στις ανταγωνιστικές Αγγλοσαξονικές αγορές.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Kyriazis and Diakogiannis (2008), η οποία εξετάζει ένα ευρύτερο δείγμα συναλλαγών για την περίοδο 1993–2006. Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι αγοραστές επιτυγχάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις (περίπου 4,69%), ενώ οι εξαγοραζόμενοι εμφανίζουν ακόμη υψηλότερες (έως 10,8%). Επιπλέον, η μελέτη αναδεικνύει τον ρόλο του τρόπου πληρωμής, καθώς οι συναλλαγές με μετρητά συνδέονται με υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με εκείνες που πραγματοποιούνται μέσω ανταλλαγής μετοχών.

Αναφορικά με τον τρόπο χρηματοδότησης των συναλλαγών, τα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι οι προσφορές με μετρητά (cash offers) οδηγούν σε πιο θετικές αντιδράσεις της αγοράς, τόσο για τους αγοραστές όσο και για τους εξαγοραζόμενους. Αντίθετα, οι προσφορές με ανταλλαγή μετοχών παρουσιάζουν χαμηλότερες ή ακόμη και μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τους αγοραστές, γεγονός που μπορεί να ερμηνευθεί ως ένδειξη αβεβαιότητας ή υπερτίμησης των μετοχών της αγοραστής εταιρείας. Επιπλέον, παρατηρείται ότι οι εξαγορές εισηγμένων εταιρειών αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις μη εισηγμένες, στοιχείο που διαφοροποιεί την ελληνική αγορά από άλλες διεθνείς περιπτώσεις (Κυριαζής, 2025). Μία πιθανή ερμηνεία είναι ότι η διαφορά σχετίζεται με το ύψος του premium και τον ανταγωνισμό στην αγορά εταιρικού ελέγχου. Όταν ο ανταγωνισμός είναι χαμηλότερος, τα premiums τείνουν να είναι μικρότερα και μεγαλύτερο μέρος του συνολικού οφέλους της συναλλαγής παραμένει στους μετόχους του αγοραστή. Αντίστοιχα, διεθνή ευρήματα δείχνουν ότι σε πιο ανταγωνιστικές αγορές οι στόχοι αποκομίζουν υψηλότερα κέρδη μέσω

υψηλότερων premiums, γεγονός που περιορίζει τα κέρδη των αγοραστών (Alexandridis et al., 2010).

Σε ό,τι αφορά τη μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα, τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται σημαντικά. Η μελέτη του Kyriazis (2010), βασισμένη στο υπόδειγμα των Fama and French (1993), καταδεικνύει ότι οι αγοραστές εμφανίζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την τριετία μετά την εξαγορά, της τάξεως περίπου του -2% ανά μήνα. Το εύρημα αυτό υποδηλώνει ότι, παρά τη θετική αρχική αντίδραση της αγοράς, οι Σ&Ε ενδέχεται να μην δημιουργούν αξία σε βάθος χρόνου. Επιπλέον, από αυτή την μελέτη συμπεραίνουμε ότι οι αγοραστές αποδίδουν χειρότερα όταν εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρείες καθώς και το γεγονός ότι οι συναλλαγές με μετρητά συνδέονται με πιο αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις σε σχέση με εκείνες που πραγματοποιούνται με ανταλλαγή μετοχών.

Η μελέτη των Papadakis and Thanos (2010), η οποία χρησιμοποιεί τόσο λογιστικά όσο και χρηματιστηριακά δεδομένα, καταλήγει σε αρνητικά ή μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-5,5). Επιπλέον, δεν εντοπίζεται ισχυρή συσχέτιση μεταξύ διαφορετικών μεθοδολογικών προσεγγίσεων, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αποδοτικότητα των Σ&Ε εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο μέτρησης.

Συνολικά, τα ευρήματα των ελληνικών μελετών συγκλίνουν στα βασικά συμπεράσματα ότι οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις αποκομίζουν τα μεγαλύτερα οφέλη από τις Σ&Ε. Επιπλέον οι αγοραστές παρουσιάζουν μικρές θετικές αποδόσεις βραχυπρόθεσμα, αλλά αρνητικές μακροπρόθεσμα. Ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει σημαντικά τα αποτελέσματα, με τις προσφορές σε μετρητά να ευνοούν κυρίως τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις. Τέλος η ελληνική αγορά εμφανίζει χαμηλότερη αποδοτικότητα σε σχέση με τις ανεπτυγμένες αγορές, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί σε παράγοντες όπως η ασυμμετρία πληροφόρησης, τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης και η περιορισμένη αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Τα παραπάνω επιβεβαιώνουν ότι, παρά τις διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιμέρους μελετών, η συνολική εικόνα της ελληνικής αγοράς χαρακτηρίζεται από περιορισμένη δημιουργία αξίας για τους αγοραστές και σημαντικά οφέλη για τις εταιρείες στόχους (Κυριαζής, 2025).

Με βάση τα παραπάνω, η διεθνής και ελληνική βιβλιογραφία καταδεικνύει ότι οι Σ&Ε αποτελούν γεγονότα με δυνητικά σημαντικές επιδράσεις στις αγορές, ωστόσο τα εμπειρικά ευρήματα για τους αγοραστές δεν είναι ομοιόμορφα, καθώς οι μη κανονικές αποδόσεις συχνά εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής (π.χ. τρόπος πληρωμής, καθεστώς στόχου, τύπος ολοκλήρωσης) και τις συνθήκες της αγοράς. Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα εργασία εστιάζει στη

βραχυχρόνια αντίδραση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στις ανακοινώσεις Σ&Ε για την περίοδο 2005–2024 και εξετάζει αν οι ανακοινώσεις συνοδεύονται από στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες, καθώς και αν οι αποδόσεις διαφοροποιούνται συστηματικά ανάλογα με επιλεγμένα χαρακτηριστικά των συμφωνιών. Για τον σκοπό αυτό, στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεθοδολογία event study για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων, ενώ στη συνέχεια εφαρμόζεται παλινδρόμηση OLS με κατάλληλες ψευδο-μεταβλητές (dummy variables), ώστε να διερευνηθούν οι παράγοντες που σχετίζονται με την ένταση και την κατεύθυνση της αντίδρασης της αγοράς.

3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

3.1 Συλλογή δεδομένων και δομή

Η συλλογή των δεδομένων της παρούσας μελέτης πραγματοποιήθηκε μέσω της βάσης δεδομένων FactSet και αφορά ολοκληρωμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&A deals) που ανακοινώθηκαν κατά την περίοδο 2005–2024 και έχουν ως εταιρεία στόχο επιχείρηση με έδρα την Ελλάδα. Αρχικά, από την βάση δεδομένων FactSet εξήχθη ένα σύνολο συναλλαγών και εφαρμόστηκαν τα συνήθη φίλτρα που ακολουθούνται στη διεθνή βιβλιογραφία και που αφορούν στα χαρακτηριστικά των συμφωνιών. Συνεπώς, συμπεριελήφθησαν μόνο ολοκληρωμένες συναλλαγές (completed bids), εξαιρέθηκαν συναλλαγές που δεν συνιστούν κλασικές εξαγορές εταιρικού ελέγχου, όπως spin-offs, αποεπενδύσεις (divestitures), ανακεφαλαιοποιήσεις (recapitalizations), επαναγορές μετοχών (repurchases), καθώς και συναλλαγές τύπου LBOs και MBOs (leveraged και management buyouts), οι οποίες έχουν διαφορετική οικονομική φύση και συχνά ειδική χρηματοδοτική δομή. Επιπλέον τέθηκε ελάχιστο μέγεθος συμφωνίας άνω του 1 εκατ. δολαρίων, ώστε να αποκλειστούν συναλλαγές πολύ μικρής οικονομικής σημασίας, οι οποίες συχνά παρουσιάζουν αυξημένη ετερογένεια και ενδέχεται να μην αντικατοπτρίζουν τυπικές στρατηγικές εξαγορές. Τέλος εξετάστηκαν μόνο περιπτώσεις στις οποίες ο αγοραστής αποκτά τουλάχιστον το 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας στόχου, ενώ είχε πριν την προσφορά εξαγοράς λιγότερο από το 10% των μετοχών της εταιρείας-στόχου. Τα φίλτρα αυτά εφαρμόστηκαν ώστε να διασφαλιστεί ένα ομοιογενές και συγκρίσιμο δείγμα συναλλαγών, κατάλληλο για αξιόπιστη εμπειρική ανάλυση. Έτσι από ένα αρχικό δείγμα 122 συναλλαγών Σ&Ε, μετά την εφαρμογή των παραπάνω κριτηρίων που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των συμφωνιών, το δείγμα διαμορφώθηκε σε 88 συναλλαγές.

Στη συνέχεια, πραγματοποιήθηκε έλεγχος διαθεσιμότητας των απαιτούμενων χρηματιστηριακών δεδομένων, απαραίτητων για την υλοποίηση της event study. Συγκεκριμένα, για κάθε αγοράστρια εταιρεία απαιτήθηκε να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο με ύπαρξη επαρκών ημερήσιων τιμών μετοχής καθώς και των αντίστοιχων δεδομένων αγοράς για χρονικό ορίζοντα 365 ημερών πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης έως και 30 ημερών μετά ($t = -365$ έως $t = +30$). Αρκετές περιπτώσεις αποκλείστηκαν στο στάδιο αυτό λόγω έλλειψης δεδομένων στο συγκεκριμένο «παράθυρο», με αποτέλεσμα το τελικό δείγμα να περιλαμβάνει 42 συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν τον χρονικό διάστημα 2005-2024, για τις οποίες υπάρχουν επαρκή στοιχεία ημερήσιων τιμών μετοχών για τις αγοράστριες εταιρείες.

Στο τελικό δείγμα περιλαμβάνονται αποκλειστικά ολοκληρωμένες συναλλαγές στις οποίες η εταιρεία στόχος εδρεύει στην Ελλάδα, χωρίς περιορισμό ως προς τη χώρα προέλευσης της εταιρείας αγοραστή. Οι εταιρείες αγοραστές είναι όλες εισηγμένες, ενώ οι εταιρείες στόχοι μπορούν να είναι και ιδιωτικές. Η ανάλυση

επικεντρώνεται στις αγοράστριες εταιρείες, καθώς ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στόχων στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι περιορισμένος και δεν επιτρέπει αξιόπιστη στατιστική επεξεργασία σε επίπεδο στόχων.

Επιπρόσθετα, οι συμφωνίες κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής, ο οποίος διακρίνεται σε πληρωμή με μετρητά (cash), ανταλλαγή μετοχών (stocks) και συνδυαστικό ή εναλλακτικό τρόπο πληρωμής (other). Η τελευταία κατηγορία περιλαμβάνει συμφωνίες που δεν βασίζονται αποκλειστικά σε έναν μόνο τρόπο χρηματοδότησης, αλλά σε συνδυασμό μετρητών και μετοχών, σύμφωνα με την ταξινόμηση της βάσης δεδομένων.

Περαιτέρω, οι συμφωνίες ταξινομούνται με βάση τον βαθμό κλαδικής συνάφειας μεταξύ της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Ειδικότερα, ως οριζόντιες (horizontal) χαρακτηρίζονται οι συμφωνίες στις οποίες οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε παρεμφερή κλάδο, ενώ ως μη οριζόντιες (non-horizontal) κατατάσσονται οι κάθετες ή διαφοροποιημένες εξαγορές. Η κατηγοριοποίηση αυτή βασίζεται στις περιγραφές κλάδων σύμφωνα με τις ταξινομήσεις RBICS και FactSet Industry.

Οι συμφωνίες διακρίνονται ανάλογα με τη γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής σε εγχώριες (domestic) και διασυνοριακές (cross-border). Ως εγχώριες ορίζονται οι συναλλαγές στις οποίες τόσο η εξαγοράζουσα όσο και η εξαγοραζόμενη επιχείρηση έχουν έδρα στην Ελλάδα, ενώ ως διασυνοριακές χαρακτηρίζονται οι συμφωνίες στις οποίες ο αγοραστής εδρεύει σε διαφορετική

Τέλος, οι συναλλαγές ταξινομούνται και με βάση τη μακροοικονομική συγκυρία κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν. Συγκεκριμένα, διακρίνονται σε συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης και ύφεσης στην Ελλάδα (2009–2017) και σε συμφωνίες εκτός περιόδου ύφεσης (2005–2008 και 2018–2024). Σημειώνεται ότι όλες οι Σ&Ε του δείγματος είναι φιλικές.

Οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν το τελικό δείγμα των 42 ολοκληρωμένων συναλλαγών Σ&Ε της μελέτης, με βασικές πληροφορίες για κάθε συμφωνία: ημερομηνία ανακοίνωσης, αγοραστή, εταιρεία-στόχο, αξία συμφωνίας (deal value) και κατηγοριοποιήσεις ως προς την κλαδική συνάφεια (οριζόντια/μη οριζόντια), τον τρόπο πληρωμής (μετρητά/μετοχές/άλλο), τη γεωγραφική διάσταση (εγχώρια/διασυνοριακή) και τη μακροοικονομική συγκυρία (ύφεση/μη ύφεση). Επιπλέον, το μέσο μέγεθος συμφωνίας στο δείγμα ανέρχεται σε 293,14 εκατ. US\$. Από τα στοιχεία του δείγματος προκύπτει ότι οι περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιούνται με πληρωμή σε μετρητά (35 από τις 42). Παράλληλα, υπερισχύουν οι εγχώριες συναλλαγές (30) έναντι των διασυνοριακών (12), καθώς και οι οριζόντιες εξαγορές (25) έναντι των μη οριζόντιων (17). Τέλος, παρατηρείται ότι ο αριθμός των συναλλαγών κατά τα έτη της οικονομικής ύφεσης είναι χαμηλότερος (12) σε σύγκριση με τις περιόδους εκτός ύφεσης (30).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 : Δείγμα Σ&Ε - Ημερομηνία ανακοίνωσης, εταιρεία-στόχος, αγοραστής, μέγεθος συμφωνίας και χαρακτηριστικά συναλλαγών

No	Announcement Date	Acquirer	Target	Deal value (mil\$)	Industry-Relatedness	Type of Payment	Domestic/Cross-Border	Economy
1	09/25/2024	Public Power Corp. SA	Ilektroparagogi Alexandroupolis AE	30,11	Non-Horizontal	other	Domestic	Non-Recession
2	09/22/2023	Epsilon Net SA	Epsilon SingularLogic SA	12,58	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
3	09/22/2023	Space Hellas SA	SingularLogic SA	6,72	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
4	03/13/2023	CNH Industrial NV	Augmenta Agriculture Technologies IKE	117,04	Non-Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
5	01/25/2023	GasLog Ltd.	GasLog Partners LP	955,07	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
6	05/23/2022	LAMDA Development SA	Lamda Malls Ae	115,08	Non-Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
7	02/11/2022	Allianz SE	European Reliance General Insurance Co. SA	66,47	Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
8	08/24/2021	COSCO SHIPPING Holdings Co. Ltd.	Piraeus Port Authority SA	103,31	Non-Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
9	07/12/2021	GEK Terna SA	Iron SA	5,71	Non-Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
10	07/01/2021	Danaos Corp.	Gemini Shipholdings Corp.	86,70	Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
11	06/21/2021	Fairfax Financial Holdings Ltd.	Eurolife ERB Insurance Group SA	142,27	Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
12	06/04/2021	Metacon AB	Helbio Holdings SA	15,25	Non-Horizontal	stocks	CBA	Non-Recession
13	07/25/2018	Grivalia Properties Real Estate Investment Co.	Piraeus Port Plaza 1 SA	4,53	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession

14	11/24/2017	HELLENIQ ENERGY Holdings SA	Elpet Balkaniki SA	24,87	Non-Horizontal	cash	Domestic	Recession
15	10/26/2017	Attica Holdings SA	Hellenic Seaways Maritime SA	92,71	Horizontal	cash	Domestic	Recession
16	08/11/2017	Attica Holdings SA	Hellenic Seaways Maritime SA	68,39	Horizontal	other	Domestic	Recession
17	01/19/2016	LAMDA Development SA	ECE-Lamda Hellas SA	3,92	Non-Horizontal	cash	Domestic	Recession
18	12/07/2015	Viohalco SA/NV	ELVAL Holdings SA	242,22	Horizontal	stocks	Domestic	Recession
19	04/08/2014	ELVAL Holdings SA	ETEM SA	4,14	Horizontal	stocks	Domestic	Recession
20	12/12/2013	Avolta AG	Hellenic Duty Free Shops SA	449,41	Non-Horizontal	other	CBA	Recession
21	06/22/2011	TT Hellenic Postbank SA	T Bank SA	8,09	Horizontal	stocks	Domestic	Recession
22	06/02/2011	Viohalco SA	Elval Colour SA	13,61	Horizontal	cash	Domestic	Recession
23	05/24/2011	Crédit Agricole SA	Emporiki Bank SA	50,51	Horizontal	cash	CBA	Recession
24	04/26/2010	Agricultural Bank of Greece SA, Government of Greece	Agrotiki Insurance Co. SA	8,85	Horizontal	cash	Domestic	Recession
25	03/17/2010	Metlen Energy & Metals SA	Endesa Hellas	192,61	Non-Horizontal	cash	Domestic	Recession
26	01/10/2008	Dias Aquaculture SA	Ippokampos Aquaculture SA	3,30	Non-Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
27	12/12/2007	Alapis Holding Industrial & Commercial SA	Group Marinopoulos SA	42,61	Non-Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
28	11/09/2007	Hellenic Telecommunications Organization SA	COSMOTE Mobile Telecommunications SA	4.152,45	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession

29	09/24/2007	National Bank of Greece SA	The Ethniki, Hellenic General Insurance Co. SA	230,98	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
30	08/06/2007	MIG Holdings SA	Vivartia SA	999,50	Non-Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
31	04/19/2007	Lafarge SA	Heracles General Cement Co. SA	436,85	Non-Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
32	03/14/2007	Nireus SA	Kego SA	64,97	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
33	02/16/2007	KRE.KA SA	G. Dellas & P. Tsakanikas SA	4,60	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
34	10/13/2006	La Seda De Barcelona SA	Volos PET Industry	31,34	Non-Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
35	07/03/2006	Hellenic Fishfarming SA	Asterias SA	1,99	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
36	06/20/2006	Metlen Energy & Metals SA	Delta Techniki SA	36,13	Non-Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
37	06/13/2006	Crédit Agricole SA	Emporiki Bank SA	2.625,73	Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
38	05/08/2006	COSMOTE Mobile Telecommunications SA	Germanos SA	829,24	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
39	11/28/2005	Chipita SA	Cream Line SA	3,29	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
40	11/17/2005	Delhaize Le Lion/De Leeuw NV	Alfa-Vita Vasilopoulos SA	13,29	Non-Horizontal	cash	CBA	Non-Recession
41	11/17/2005	Creta Farm SA	Tetofarma	1,87	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
42	06/27/2005	Hellenic Telecommunications Organization SA	Hellascom International SA	13,90	Horizontal	cash	Domestic	Non-Recession
				293,14				

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Κατανομή του δείγματος Σ&Ε ανά έτος και χαρακτηριστικά συναλλαγής (τρόπος πληρωμής, κλαδική συνάφεια, γεωγραφική διάσταση, μακροοικονομική συγκυρία).

YEAR	FREQUENCY	CASH	STOCKS	OTHER	HORIZONTAL	NO-HORIZONTAL	DOMESTIC	CROSS-BORDER	RECESSION	NO-RECESSION
2005	4	4	0	0	3	1	3	1	0	4
2006	5	5	0	0	3	2	3	2	0	5
2007	7	7	0	0	4	3	6	1	0	7
2008	1	1	0	0	0	1	1	0	0	1
2009	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2010	2	2	0	0	1	1	2	0	2	0
2011	3	2	1	0	3	0	2	1	3	0
2012	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2013	1	0	0	1	0	1	0	1	1	0
2014	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0
2015	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0
2016	1	1	0	0	0	1	1	0	1	0
2017	3	2	0	1	2	1	3	0	3	0
2018	1	1	0	0	1	0	1	0	0	1
2019	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2020	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2021	5	4	1	0	2	3	1	4	0	5
2022	2	2	0	0	1	1	1	1	0	2
2023	4	4	0	0	3	1	3	1	0	4
2024	1	0	0	1	0	1	1	0	0	1
SUM	42	35	4	3	25	17	30	12	12	30

3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σκοπός της παρούσας μεθοδολογίας είναι να εξεταστεί η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στην ανακοίνωση συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&As), και ειδικότερα αν η ανακοίνωση αυτή δημιουργεί αξία ή οδηγεί σε απώλειες για την αγοράστρια εταιρεία. Η αντίδραση της αγοράς αποτυπώνεται στις ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών και αξιολογείται γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, κατά την οποία η σχετική πληροφορία καθίσταται διαθέσιμη στο επενδυτικό κοινό. Για τον λόγο αυτό, η ανάλυση επικεντρώνεται σε βραχυχρόνια χρονικά διαστήματα (event windows), ώστε να απομονώνεται όσο το δυνατόν καθαρότερα η επίδραση του γεγονότος και να περιορίζεται η επίδραση άλλων ταυτόχρονων πληροφοριών (MacKinlay, 1997).

Η προσέγγιση που εφαρμόζεται είναι η μέθοδος των γεγονότων (event study), η οποία βασίζεται στην έννοια των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns). Η βασική ιδέα είναι ότι η απόδοση μιας μετοχής σχετίζεται με τη γενικότερη κίνηση της αγοράς, χωρίς να ταυτίζεται πλήρως με αυτήν, καθώς επηρεάζεται και από ειδικούς παράγοντες που αφορούν την ίδια την επιχείρηση. Στο πλαίσιο αυτό, για την εκτίμηση της καθαρής επίδρασης της ανακοίνωσης δεν αρκεί η παρατήρηση της πραγματικής απόδοσης της μετοχής, αλλά απαιτείται η αφαίρεση της αναμενόμενης απόδοσης, η οποία προσδιορίζεται με βάση την κίνηση της αγοράς. Η διαφορά μεταξύ πραγματικής και αναμενόμενης απόδοσης ορίζεται ως μη κανονική απόδοση (abnormal return) και αποδίδεται στο υπό εξέταση γεγονός (Brown and Warner, 1985).

Στην παρούσα μελέτη ως ημερομηνία γεγονότος ορίζεται η ημέρα $t = 0$, δηλαδή η ημέρα της δημόσιας ανακοίνωσης της συμφωνίας, όπως καταγράφεται στη FactSet. Η αντίδραση της μετοχής εξετάζεται σε 4 χρονικά «παράθυρα»: (0), (-1,+1), (-5,5) και (-30,+30). Τα στενά «παράθυρα» (0), (-1,+1) αποτυπώνουν την άμεση αντίδραση, ενώ το ευρύτερο (-30,+30) επιτρέπει να εντοπιστούν τυχόν κινήσεις πριν από την ανακοίνωση (π.χ. διαρροή πληροφορίας) ή πιο σταδιακή προσαρμογή μετά από αυτή. Η επιλογή να μην χρησιμοποιηθούν υπερβολικά μεγάλα «παράθυρα» συνδέεται με το ότι, όσο αυξάνεται η διάρκεια του «παράθυρα», τόσο μεγαλώνει η πιθανότητα να επηρεαστεί από άλλα γεγονότα και να μειωθεί η ακρίβεια των συμπερασμάτων (Andrade, Mitchell and Stafford, 2001). Επιπλέον το ορίζουμε και ένα «παράθυρο», εκτίμησης από -365 έως -31 στο οποίο εκτιμούνται οι κανονικές αποδόσεις (Peterson, 1989).

3.2.1 Υπολογισμός αποδόσεων και μη κανονικών αποδόσεων (AR)

Η μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων δεν ερμηνεύει την απλή ημερήσια απόδοση της μετοχής ως αποτέλεσμα του γεγονότος, διότι ένα σημαντικό μέρος της ημερήσιας μεταβολής μπορεί να σχετίζεται με τη συνολική κίνηση της αγοράς. Για να απομονωθεί το μέρος της απόδοσης που δύναται να αποδοθεί στην ανακοίνωση, χρησιμοποιούνται οι μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns).

Οι μη κανονικές αποδόσεις ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης της μετοχής και της αναμενόμενης απόδοσης υπό κανονικές συνθήκες (Brown and Warner; 1985, MacKinlay; 1997; Fama et. al.1969).

Οι ημερήσιες αποδόσεις της μετοχής υπολογίζονται από τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος ως:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) (1)$$

όπου $R_{i,t}$ είναι η ημερήσια απόδοση της μετοχής της αγοράστριας εταιρείας i την ημέρα t , $P_{i,t}$ είναι η τιμή κλεισίματος της ίδιας μετοχής στο τέλος της ημέρας t , $P_{i,t-1}$ είναι η τιμή κλεισίματος της προηγούμενης μέρας ($t-1$) και $\ln()$ συμβολίζει τον φυσικό λογάριθμο.

Στην παρούσα μελέτη, η αναμενόμενη απόδοση προσεγγίζεται με το Index Model (Market Adjusted Return Model), καθώς είναι αρκετά πιο εύκολη και αποτελεσματική η εφαρμογή του σε μία βραχεία περίοδο ανακοίνωσης (Κυριαζής, 2025) σύμφωνα με το οποίο η κανονική ημερήσια απόδοση της μετοχής προσεγγίζεται από την ημερήσια απόδοση ενός δείκτη αγοράς. Η επιλογή αυτή γίνεται διότι, σε αντίθεση με το market model, δεν απαιτείται εκτίμηση παραμέτρων μέσω παλινδρόμησης σε προγενέστερο estimation window, το οποίο θα έπρεπε να είναι καθαρό από άλλα γεγονότα. Συμβολικά, η απόδοση του δείκτη αγοράς την ημέρα t γράφεται ως $R_{m,t}$, όπου ο δείκτης m αντιστοιχεί στην αγορά αναφοράς και t στην ημέρα παρατήρησης. Με βάση αυτή την παραδοχή, η μη κανονική απόδοση ορίζεται ως:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} (2)$$

όπου $AR_{i,t}$ είναι η μη κανονική απόδοση της μετοχής της εταιρείας i την ημέρα t , $R_{i,t}$ είναι η πραγματική ημερήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας i την ίδια ημέρα, και $R_{m,t}$ είναι η ημερήσια απόδοση του δείκτη αγοράς για την ημέρα t . Η ποσότητα $AR_{i,t}$ εκφράζει συνεπώς την υπεραπόδοση ή υποαπόδοση της μετοχής έναντι της αγοράς, και στο πλαίσιο του event study ερμηνεύεται ως η απόκλιση που μπορεί να συνδεθεί με την ανακοίνωση, υπό την προϋπόθεση ότι οι γενικές κινήσεις της αγοράς έχουν ήδη ληφθεί υπόψη. Αν η μη κανονική απόδοση (AR) είναι θετική, η συγχώνευση δημιουργεί αξία ενώ σε αντίθετη περίπτωση καταστρέφει αξία. (MacKinlay, 1997).

Η ανάλυση γίνεται σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα. Αρχικά έχουμε την περίοδο υπολογισμού των καθαρών αποδόσεων (estimation period) που συνήθως βρίσκεται πριν από το σημείο -30, (1 μήνα νωρίτερα από την

ημερομηνία ανακοίνωσης) για να αποφευχθεί η επιρροή της διαρροής της πληροφορίας. Επιπλέον έχουμε και την περίοδο παρατήρησης (observation period) η οποία είναι το διάστημα μετά το σημείο -30 όπου μπορεί να χωριστεί σε κομμάτια γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Αυτά τα διαστήματα ονομάζονται event windows («παράθυρα» παρατήρησης). (Κυριαζής,2025)

3.2.2 Αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) και μέσες επιδράσεις (AAR/CAAR)

Η αντίδραση της αγοράς εκτείνεται ανάλογα με το «παράθυρο» παρατήρησης και για τον λόγο αυτό, η συνολική επίδραση στο «παράθυρο» γεγονότος $[t_1, t_2]$ αποτυπώνεται μέσω των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

όπου $CAR_i(t_1, t_2)$ είναι η αθροιστική μη κανονική απόδοση της εταιρείας i από την ημέρα t_1 έως την ημέρα t_2 , t_1 και t_2 είναι τα άκρα του event window και $AR_{i,t}$ είναι η μη κανονική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t . Ο συντελεστής Σ δηλώνει ότι οι ημερήσιες μη κανονικές αποδόσεις αθροίζονται σε όλο το διάστημα, ώστε να προκύψει ένα ενιαίο μέγεθος της συνολικής αντίδρασης στο συγκεκριμένο «παράθυρο».

Σε επίπεδο δείγματος, υπολογίζεται η μέση μη κανονική απόδοση ανά ημέρα ως:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

όπου AAR_t είναι η μέση μη κανονική απόδοση όλων των εταιρειών του δείγματος την ημέρα t , N είναι ο αριθμός των αγοράστριων εταιρειών του δείγματος (στην παρούσα μελέτη $N=42$ και $AR_{i,t}$ ορίζεται όπως στην εξίσωση (2)). Με άλλα λόγια, το AAR_t αποτυπώνει τη μέση ημερήσια απόκλιση των αποδόσεων των αγοράστριων από την αγορά κατά την ημέρα t .

Αντίστοιχα, η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση στο «παράθυρο» $[t_1, t_2]$ ορίζεται ως:

$$CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (5)$$

όπου $CAAR(t_1, t_2)$ είναι ο μέσος όρος των $CAR_i(t_1, t_2)$ για όλες τις εταιρείες του δείγματος. Η ποσότητα αυτή χρησιμοποιείται ώστε να αποτυπώνεται η μέση συμπεριφορά των αγοράστριων εταιρειών γύρω από την ανακοίνωση, και να γίνονται συγκρίσεις μεταξύ υποομάδων συναλλαγών (Kothari and Warner, 2007). Η χρήση του $CAAR$ είναι ιδιαίτερα χρήσιμη επειδή συνοψίζει την επίδραση σε επίπεδο παραθύρου γεγονότος, χωρίς να βασίζεται σε μεμονωμένες ημερήσιες αποκλίσεις που ενδέχεται να επηρεάζονται από μεταβολές.

3.2.3 Στατιστικοί έλεγχοι και διάρθρωση εμπειρικής ανάλυσης

Μετά τον υπολογισμό των AR , CAR , AAR και $CAAR$, εξετάζεται κατά πόσο τα αποτελέσματα είναι στατιστικά διαφορετικά από το μηδέν. Η λογική του ελέγχου είναι ότι ακόμη και αν ο μέσος όρος εμφανίζεται θετικός ή αρνητικός, αυτό μπορεί να οφείλεται σε τυχαία διακύμανση. Έτσι, τίθεται η μηδενική υπόθεση ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις δεν διαφέρουν από το μηδέν ($H_0: AAR_t = 0$ και $H_0: CAAR(t_1, t_2) = 0$) και εφαρμόζονται t-έλεγχοι, όπως προτείνεται στην κλασική βιβλιογραφία event studies για ημερήσια δεδομένα (Brown and Warner, 1985 MacKinlay, 1997).

Για κάθε ημέρα t , η στατιστική του ελέγχου για το AAR_t προκύπτει από τον λόγο του μέσου προς το τυπικό του σφάλμα:

$$t(AAR_t) = \frac{AAR_t}{\frac{S(AR_t)}{\sqrt{N}}}, (6)$$

όπου $S(AR_t)$ είναι η δειγματική τυπική απόκλιση των $AR_{i,t}$ μεταξύ των N εταιρειών την ημέρα t . Αντίστοιχα, για κάθε «παράθυρο» $[t_1, t_2]$ ο έλεγχος για το $CAAR(t_1, t_2)$ βασίζεται στη διακύμανση των $CAR_i(t_1, t_2)$ στο δείγμα:

$$t(CAAR(t_1, t_2)) = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{S(CAR)/\sqrt{N}}, (7)$$

όπου $S(CAR)$ είναι η δειγματική τυπική απόκλιση των $CAR_i(t_1, t_2)$ μεταξύ των εταιρειών. Με τους παραπάνω ελέγχους αξιολογείται αν η μέση αντίδραση της αγοράς στο κάθε «παράθυρο» είναι στατιστικά σημαντική στο επιλεγμένο επίπεδο σημαντικότητας.

3.3 Πολυμεταβλητή ανάλυση παλινδρόμησης (OLS)

Πέραν της ανάλυσης των μη κανονικών αποδόσεων σε μονομεταβλητό επίπεδο, η παρούσα μελέτη επεκτείνεται σε πολυμεταβλητό πλαίσιο με στόχο τη διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών. Συγκεκριμένα, εφαρμόζεται ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο

των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), όπου ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιούνται οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) για κάθε συναλλαγή και για κάθε εξεταζόμενο χρονικό παράθυρο.

Η χρήση της OLS παλινδρόμησης επιτρέπει την ταυτόχρονη εκτίμηση της επίδρασης πολλαπλών χαρακτηριστικών των συναλλαγών, όπως ο τρόπος πληρωμής, η κλαδική συνάφεια μεταξύ αγοραστή και στόχου, η γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής, το μακροοικονομικό περιβάλλον κατά το έτος πραγματοποίησης, καθώς και το μέγεθος της συμφωνίας. Με τον τρόπο αυτό καθίσταται δυνατός ο έλεγχος για πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μεταβλητών και η απομόνωση της καθαρής επίδρασης κάθε παράγοντα στις αποδόσεις.

Η εκτίμηση των υποδειγμάτων παλινδρόμησης πραγματοποιείται σε επόμενο στάδιο της ανάλυσης, όπου παρουσιάζονται και συζητούνται τα εμπειρικά αποτελέσματα.

4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα βασικά ευρήματα της event study ανάλυσης για το σύνολο του δείγματος, από την πλευρά των αγοραστριών εταιρειών. Η εκτίμηση πραγματοποιείται με το market index model (market risk adjusted return), όπου η μη κανονική απόδοση προκύπτει ως η διαφορά ανάμεσα στην πραγματική ημερήσια απόδοση της μετοχής και την απόδοση του δείκτη αγοράς. Με αυτόν τον τρόπο αφαιρείται το μέρος της μεταβολής που οφείλεται σε γενικότερες κινήσεις της αγοράς και το υπόλοιπο ερμηνεύεται ως αντίδραση στο γεγονός της ανακοίνωσης (MacKinlay, 1997). Ως ημέρα γεγονότος ορίζεται η $t=0$ δηλαδή η ημέρα δημόσιας ανακοίνωσης της συμφωνίας, και η συνολική επίδραση συνοψίζεται μέσω των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων CAAR σε τέσσερα χρονικά «παράθυρα»: (-30,30), (-5,5), (-1,1) και $t=0$.

Πίνακας 3: Μη κανονικές αποδόσεις (CAR) των αγοραστριών εταιρειών για «παράθυρα» γεγονότος (-30,+30), (-5,+5), (-1,+1) και (0) καθώς και περιγραφικά στατιστικά στοιχεία.

ACQUIRER COMPANY	CAR(-30,30)	CAR(-5,5)	CAR(-1,1)	CAR(0)
Public Power Corp. SA	4,02%	3,63%	0,90%	0,11%
Epsilon Net SA	0,36%	-17,80%	-35,97%	-10,79%
Space Hellas SA	-19,14%	-16,67%	-5,15%	0,17%
CNH Industrial NV	-24,12%	-16,09%	-6,68%	-3,08%
GasLog Ltd.	171,01%	28,26%	-3,29%	-4,98%
LAMDA Development SA	-7,62%	10,20%	2,29%	-0,22%
Allianz SE	12,73%	-2,15%	-1,48%	0,55%
COSCO SHIPPING Holdings	-27,66%	-1,23%	8,42%	-1,69%
GEK Terna SA	-2,21%	4,67%	1,31%	0,15%
Danaos Corp.	13,54%	-3,59%	0,47%	-2,92%
Fairfax Financial Holdings Ltd.	-7,84%	-2,16%	-1,17%	-0,77%
Metacon AB	-1,46%	-13,26%	5,32%	4,61%
Grivalia Properties Real Estate Investment Co.	0,86%	-0,40%	0,65%	-0,92%
HELLENiQ ENERGY Holdings SA	0,46%	-3,54%	1,47%	0,04%
Attica Holdings SA	16,77%	1,57%	7,08%	3,07%
Attica Holdings SA	2,66%	2,13%	7,85%	7,69%
LAMDA Development SA	9,11%	-2,05%	2,36%	0,40%
Viohalco SA/NV	-26,45%	-16,74%	-10,55%	-3,71%
ELVAL Holdings SA	7,62%	3,05%	3,09%	-1,29%
Avolta AG	-2,18%	2,57%	5,50%	2,61%
TT Hellenic Postbank SA	4,75%	-0,29%	-3,93%	-3,19%
Viohalco SA	29,54%	6,11%	1,17%	0,48%
Crédit Agricole SA	-12,09%	-3,85%	0,54%	-0,54%
Agricultural Bank of Greece SA	-11,27%	0,32%	-8,56%	-0,11%

Metlen Energy & Metals SA	13,53%	10,43%	1,42%	0,27%
Dias Aquaculture SA	-21,82%	-4,51%	-0,83%	-0,67%
Alapis Holding Industrial & Commercial SA	-13,05%	-1,29%	-1,01%	0,14%
Hellenic Telecommunications Organization SA	-4,99%	5,36%	6,91%	1,54%
National Bank of Greece SA	0,31%	-3,52%	-2,19%	-1,25%
MIG Holdings SA	-73,89%	1,26%	-1,46%	0,75%
Lafarge SA	4,72%	-5,01%	-2,02%	0,46%
Nireus SA	-1,16%	-0,45%	-2,08%	1,40%
KRE.KA SA	-14,54%	7,62%	7,64%	4,63%
La Seda De Barcelona SA	9,23%	-3,39%	-2,58%	-1,33%
Hellenic Fishfarming SA	42,59%	38,69%	3,33%	0,95%
Metlen Energy & Metals SA	-10,58%	7,88%	6,57%	3,22%
Crédit Agricole SA	0,17%	-0,49%	0,83%	-0,94%
COSMOTE Mobile Telecommunications SA	10,50%	6,76%	0,52%	0,42%
Chipita SA	-5,93%	-0,62%	-1,31%	-1,51%
Delhaize Le Lion/De Leeuw NV	4,25%	2,37%	-0,88%	1,50%
Creta Farm SA	9,47%	0,39%	1,30%	1,09%
Hellenic Telecommunications Organization SA	5,55%	2,81%	-0,92%	-0,48%
MEAN CAR	2,04%	0,64%	-0,36%	-0,10%
MIN CAR	-73,89%	-17,80%	-35,97%	-10,79%
MAX CAR	171,01%	38,69%	8,42%	7,69%
STD.DEV	0,322	0,102	0,070	0,029

Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) σε επίπεδο μεμονωμένων αγοραστριών εταιρειών, καθώς και βασικά περιγραφικά στατιστικά για κάθε «παράθυρο» γεγονότος. Τα αποτελέσματα αναδεικνύουν σημαντική ετερογένεια ως προς την αντίδραση της αγοράς. Ειδικότερα, στο ευρύ «παράθυρο» (-30,30) παρατηρείται πολύ μεγάλη διασπορά των αποδόσεων (τυπική απόκλιση 0,322), με τιμές που κυμαίνονται από -73,89% έως 171,01%. Η ύπαρξη τόσο έντονων ακραίων τιμών υποδηλώνει ότι ορισμένες συναλλαγές συνοδεύονται από ιδιαίτερα θετικές ή αρνητικές αντιδράσεις, γεγονός που επηρεάζει τη συνολική κατανομή των αποδόσεων.

Καθώς το χρονικό «παράθυρο» στενεύει, η διασπορά των αποδόσεων μειώνεται αισθητά, με την τυπική απόκλιση να διαμορφώνεται σε 0,102 για το (-5,5), 0,070 για το (-1,1) και 0,029 για την ημέρα ανακοίνωσης (t=0). Το εύρημα αυτό υποδηλώνει ότι οι μεγαλύτερες αποκλίσεις εμφανίζονται κυρίως σε ευρύτερους χρονικούς ορίζοντες, όπου είναι πιθανότερο να ενσωματώνονται και άλλες πληροφορίες πέραν της ίδιας της ανακοίνωσης.

Οι μέσες τιμές των CAR είναι σχετικά μικρές σε όλα τα «παράθυρα» (2,04% στο (-30,+30), 0,64% στο (-5,+5), -0,36% στο (-1,+1) και -0,10% στο (0)). Ιδιαίτερα στο ευρύ «παράθυρο» (-30,+30), το θετικό CAAR υποδηλώνει μια τάση για σχετικά υψηλότερες αποδόσεις των αγοραστών, εύρημα που είναι συμβατό με τη διεθνή βιβλιογραφία για αγορές με χαμηλότερο επίπεδο ανταγωνισμού στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Συγκεκριμένα, οι Alexandridis et al. (2010) δείχνουν ότι σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές οι αγοραστές τείνουν να επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις, καθώς τα premiums που καταβάλλονται στους στόχους είναι χαμηλότερα σε σχέση με τις πιο ανταγωνιστικές αγορές όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Ωστόσο, στην παρούσα μελέτη οι αποδόσεις αυτές δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές, γεγονός που πιθανόν σχετίζεται με το σχετικά μικρό μέγεθος του δείγματος.

Η παρατηρούμενη αυτή ετερογένεια ενισχύει την ανάγκη αξιολόγησης των αποτελεσμάτων σε επίπεδο δείγματος μέσω των AAR και CAAR και των αντίστοιχων στατιστικών ελέγχων, τα οποία παρουσιάζονται στη συνέχεια.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Αποτελέσματα συνολικών αποδόσεων CAARs για όλο το δείγμα στα «παράθυρα» (-30,30), (-5,5), (-1,1) και (0) με τους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας.

MARKET INDEX MODEL	CAAR	tstat	p-value
Event Window (-30,30)	2,04%	0,5253	0,6022
Event Window (-5,5)	0,64%	0,3893	0,6991
Event Window (-1,1)	-0,36%	-0,4172	0,6787
Event Window (0)	-0,09%	-0,1963	0,8453

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4, στο ευρύ «παράθυρο» (-30,30) το CAAR είναι θετικό και ισούται με 2,042% (tstat = 0,525). Η θετική κατεύθυνση υποδηλώνει ότι, σε ορίζοντα δύο μηνών γύρω από την ανακοίνωση, η μέση σωρευτική απόκλιση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών από την αγορά είναι προς την πλευρά της υπεραπόδοσης ως προς τις Αγγλοσαξονικές αγορές. Μια πιθανή ερμηνεία αυτής της τάσης είναι ότι σε αγορές με χαμηλότερο επίπεδο ανταγωνισμού για εξαγορές, όπως η ελληνική, οι αγοραστές ενδέχεται να επιτυγχάνουν σχετικά υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με πιο ανεπτυγμένες αγορές όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο (Alexandridis et al., 2010). Παρόλα αυτά, η στατιστική σημαντικότητα του αποτελέσματος αυτού δεν υφίσταται. Η εικόνα αυτή είναι ενδεικτική του ότι η αγορά δεν αποτιμά με ενιαίο και ισχυρό τρόπο τις Σ&Ε για όλες τις αγοράστριες εταιρείες: ορισμένες συναλλαγές μπορεί να αντιμετωπίζονται θετικά, ενώ άλλες ουδέτερα ή αρνητικά, με αποτέλεσμα η μέση επίδραση να εξασθενεί όταν εξετάζεται συνολικά το δείγμα.

Στο «παράθυρο» (-5,5) το *CAAR* παραμένει θετικό, αλλά χαμηλότερο σε μέγεθος, ίσο με 0,64% ($t_{stat} = 0,389$). Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι στις ημέρες πολύ κοντά στην ανακοίνωση δεν καταγράφεται έντονη ή συνεπής σωρευτική υπεραπόδοση των αγοραστριών εταιριών. Η απουσία στατιστικής σημαντικότητας στο στενότερο αυτό «παράθυρο» είναι σημαντική, διότι τα μικρά event windows θεωρούνται γενικά πιο ουδέτερα από εξωγενών ειδήσεων. Έτσι, όταν ακόμη και σε τέτοια «παράθυρα» το αποτέλεσμα δεν διαφοροποιείται αισθητά από το μηδέν, ενισχύεται η υπόθεση ότι η μέση αντίδραση του δείγματος είναι περιορισμένη.

Η εικόνα διαφοροποιείται οριακά στο «παράθυρο» (-1,1) όπου το *CAAR* γίνεται αρνητικό και ισούται με -0,360% ($t_{stat} = -0,417$). Δηλαδή, γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης η μέση αντίδραση τείνει να είναι ελαφρώς αρνητική, χωρίς όμως στατιστική επιβεβαίωση.

Για την ημέρα $t=0$ η μέση μη κανονική απόδοση είναι -0,098% ($t = -0,196$). Η τιμή αυτή είναι πολύ κοντά στο μηδέν και επιβεβαιώνει ότι, κατά μέσο όρο, δεν παρατηρείται έντονη αντίδραση την ημέρα της ανακοίνωσης. Σε πρακτικό επίπεδο, αυτό σημαίνει ότι η αγορά είτε έχει ήδη ενσωματώσει μέρος της πληροφορίας πριν από την επίσημη ανακοίνωση είτε αξιολογεί την πληροφορία σταδιακά, είτε το πιθανότερο οι επιδράσεις δεν είναι ομοιόμορφες μεταξύ των συναλλαγών ώστε να προκύψει ισχυρό μέσο αποτέλεσμα σε μία μόνο μέρα.

Συνολικά, τα αποτελέσματα για το σύνολο του δείγματος δείχνουν ότι, με βάση το market index model, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις δεν εμφανίζουν στατιστική σημαντικότητα σε κανένα από τα εξεταζόμενα «παράθυρα». Παρότι στο ευρύ (-30,30) και στο (-5,5) το *CAAR* είναι θετικό, η στατιστική ισχύς των αποτελεσμάτων δεν επιτρέπει να εξαχθεί συμπέρασμα για συστηματική δημιουργία αξίας για τις αγοράστριες εταιρείες γύρω από τις ανακοινώσεις Σ&Ε, όταν το δείγμα αντιμετωπίζεται ως ενιαίο σύνολο.

Το γεγονός ότι στο ευρύ «παράθυρο» (-30,30) το *CAAR* είναι θετικό (2,042%), αν και μη στατιστικά σημαντικό, μπορεί να ερμηνευθεί υπό το πρίσμα της διεθνούς βιβλιογραφίας, η οποία συχνά καταγράφει μικρές abnormal returns για τις αγοράστριες εταιρείες (π.χ στην έρευνα των Andrade et al., 2001 παρατηρήθηκαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις 2% για την περίοδο 1973-1988) ενώ οι Alexandridis et al., 2010 τεκμηριώνουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών είναι γενικά μικρές και διαφοροποιούνται διεθνώς ανάλογα με τον ανταγωνισμό και τα premiums. Στην ελληνική βιβλιογραφία, ωστόσο, έχουν αναφερθεί θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις σε ορισμένες περιόδους έντονης δραστηριότητας Σ&Ε (Protopoulos et al., 2003, Kyriazis and Diakogiannis, 2008). Πιο συγκεκριμένα στην έρευνα των Kyriazis and Diakogiannis (2008) σε ένα δείγμα 108 ολοκληρωμένων συμφωνιών για την περίοδο 1993-2006 βρέθηκαν τα *CARs* των αγοραστών για το «παράθυρο» (-30,30), 4,6% και στατιστικά σημαντικά. Η διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων της παρούσας μελέτης

ενδέχεται να συνδέεται με τη χρονική έκταση του δείγματος (2005–2024), η οποία περιλαμβάνει διαφορετικά κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών και ετερογενείς φάσεις της ελληνικής και διεθνούς οικονομίας (χρηματοπιστωτική κρίση, κρίση χρέους, πανδημία). Η μη ενιαία αυτή χρονική διάρθρωση πιθανόν οδηγεί σε αντισταθμιστικές επιδράσεις.

Επιπρόσθετα ένα κρίσιμο σημείο για την ερμηνεία των παραπάνω είναι η σύνθεση του δείγματος. Στην παρούσα μελέτη, οι εταιρείες στόχοι έχουν όλες έδρα στην Ελλάδα, ενώ οι αγοράστριες εταιρείες δεν περιορίζονται γεωγραφικά και μπορεί να προέρχονται τόσο από την Ελλάδα όσο και από το εξωτερικό. Αυτή η επιλογή ενσωματώνει εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές και συνεπώς αυξάνει την ετερογένεια του δείγματος ως προς το θεσμικό περιβάλλον της αγοράς στην οποία είναι εισηγμένος ο αγοραστής, τη ρευστότητα, τη βάση επενδυτών, αλλά και τα κίνητρα της συναλλαγής. Υπό αυτή την έννοια, η απουσία στατιστικά σημαντικών μέσων επιδράσεων στο συνολικό δείγμα μπορεί να αντανακλά το ότι διαφορετικοί τύποι συμφωνιών οδηγούν σε διαφορετικές χρηματιστηριακές αντιδράσεις, οι οποίες αλληλοαναιρούνται όταν λαμβάνεται ο μέσος όρος.

Τέλος, τα αποτελέσματα μπορούν να συζητηθούν υπό το πρίσμα της βιβλιογραφίας που συνδέει τις αποδόσεις των αγοραστών με τον βαθμό ανταγωνιστικότητας της αγοράς εταιρικού ελέγχου. Οι Alexandridis et al. (2010) δείχνουν ότι σε πιο ανταγωνιστικές αγορές εξαγορών οι αποδόσεις των αγοραστών τείνουν να είναι χαμηλότερες ενώ σε λιγότερο ανταγωνιστικά περιβάλλοντα η εικόνα μπορεί να διαφοροποιείται. Στο μέτρο που η ελληνική αγορά Σ&Ε χαρακτηρίζεται από χαμηλότερη σε σχέση με ώριμες αγορές, το εύρημα μη ισχυρών/μη στατιστικά σημαντικών μέσων επιδράσεων είναι συμβατό με αυτή τη γραμμή ερμηνείας.

4.1 Μονομεταβλητή ανάλυση (Univariate analysis) με βάση τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών

Με δεδομένο ότι στο συνολικό δείγμα οι μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) δεν εμφανίζουν στατιστικά σημαντική απόκλιση από το μηδέν, το επόμενο βήμα είναι να εξεταστεί αν η επίδραση της ανακοίνωσης διαφοροποιείται συστηματικά μεταξύ τύπων συμφωνιών. Η μεθοδολογία event study αναγνωρίζει ότι οι αποδόσεις μπορεί να είναι έντονα ετερογενείς και ότι ο μέσος όρος ενός μικτού δείγματος μπορεί να αποκρύπτει θετικές και αρνητικές αντιδράσεις που αλληλοαναιρούνται (MacKinlay, 1997, Brown and Warner, 1985). Για τον λόγο αυτό εφαρμόζεται μονομεταβλητή ανάλυση, όπου οι συναλλαγές ταξινομούνται σε υποομάδες και υπολογίζονται οι μέσες CAARs ανά κατηγορία, καθώς και οι διαφορές τους μεταξύ ομάδων. Η ομαδοποίηση γίνεται με βάση τον τρόπο πληρωμής (μετρητά/μετοχές/άλλο), δεδομένου ότι η βιβλιογραφία τεκμηριώνει διαφορετική αντίδραση της αγοράς μεταξύ cash και stock προσφορών λόγω πληροφόρησης και σηματοδότησης (Travlos, 1987), τον βαθμό κλαδικής

συνάφειας (οριζόντιες έναντι μη οριζόντιων), όπου έχει βρεθεί ότι οι διαφοροποιητικές εξαγορές τείνουν να αποτιμώνται λιγότερο ευνοϊκά (Morck, Shleifer and Vishny, 1990), τη γεωγραφική διάσταση (εγχώριες έναντι διασυννοριακών), καθώς οι διασυννοριακές συναλλαγές συνδέονται συχνά με διαφορετικές προσδοκίες για συνέργειες και κινδύνους (Doukas and Travlos, 1988), και τη χρονική περίοδο πραγματοποίησης, ώστε να ληφθούν υπόψη πιθανές διαφοροποιήσεις που σχετίζονται με κύματα Σ&Ε και συνθήκες αγοράς (Harford, 2005). Με αυτό το πλαίσιο, η ανάλυση επιδιώκει να εντοπίσει υπό ποιες συνθήκες οι ανακοινώσεις Σ&Ε συνοδεύονται από θετικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες.

4.2.1 Κλαδική συνάφεια συναλλαγών: Οριζόντιες έναντι μη οριζόντιων εξαγορών

Ένας βασικός άξονας της μονομεταβλητικής ανάλυσης είναι η διάκριση των συμφωνιών ανάλογα με τον βαθμό κλαδικής συνάφειας μεταξύ αγοραστή και στόχου. Η σχετική βιβλιογραφία αντιμετωπίζει τις οριζόντιες συναλλαγές (δηλαδή συμφωνίες μεταξύ επιχειρήσεων στον ίδιο ή σε συναφή κλάδο) ως περιπτώσεις όπου οι εν δυνάμει συμφωνίες είναι συχνά πιο ξεκάθαρες στην εξοικονόμηση κόστους (Devos, 2009). Αντίθετα, σε μη οριζόντιες συναλλαγές (κάθετες ή διαφοροποιημένες) η οικονομική λογική μπορεί να στηρίζεται περισσότερο σε στρατηγική αναδιάρθρωση ή διαφοροποίηση, με αποτέλεσμα η αγορά να αντιμετωπίζει συχνά μεγαλύτερη αβεβαιότητα. Σε αυτό το πλαίσιο, είναι εύλογο η κλαδική συνάφεια να λειτουργεί ως παράγοντας που επηρεάζει την άμεση ή/και τη σταδιακή αποτίμηση των συμφωνιών από τους επενδυτές.

Με βάση την ταξινόμηση RBICS FactSet Industry, το δείγμα διαχωρίζεται σε οριζόντιες και μη οριζόντιες συμφωνίες. Για κάθε υποομάδα υπολογίζονται οι CAAR σε τέσσερα event windows (-30,30) (-5,5), (-1,1) και 0, ώστε να εξεταστεί τόσο η ευρύτερη δυναμική γύρω από την ανακοίνωση όσο και η άμεση αντίδραση πολύ κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης. Η αξιολόγηση πραγματοποιείται τόσο εντός κάθε υποομάδας όσο και μεταξύ υποομάδων μέσω ελέγχου διαφοράς μέσων, πρακτική που χρησιμοποιείται ευρέως σε μονομεταβλητικές συγκρίσεις χαρακτηριστικών συναλλαγών στο πλαίσιο event studies (Brown and Warner, 1985; MacKinlay, 1997; Kothari and Warner, 2007).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Αποτελέσματα συνολικών αποδόσεων CAARs για Οριζόντιες και Μη-Οριζόντιες συναλλαγές με τους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας.

EW(-30,30)			
	HORIZONTAL	NO-HORIZONTAL	DIFFERENCE OF MEANS
NUMBER OF ACQUIRES	25	17	
CAARs	9,00%	-8,19%	17,19%
tstat.	1,22	-1,63	1,93
p-value			0,06
MIN CAR	-26,45%	-73,89%	
MAX CAR	171,01%	13,53%	
EW(-5,5)			
CAARs	1,37%	-0,43%	1,81%
tstat.	0,58	-0,25	0,61
p-value			0,54
MIN CAR	-17,80%	-16,09%	
MAX CAR	38,69%	10,43%	
EW(-1,1)			
CAARs	-1,41%	1,18%	-2,59%
tstat.	-0,83	-0,67	-1,34
p-value			0,19
MIN CAR	-35,97%	-6,68%	
MAX CAR	7,85%	8,42%	
EW(0)			
CAARs	-0,46%	0,43%	-0,88%
tstat.	-0,67	0,97	-1,10
p-value			0,28
MIN CAR	-10,79%	-3,08%	
MAX CAR	7,69%	4,61%	

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 5 δείχνουν ότι στο ευρύ «παράθυρο» (-30,30) οι οριζόντιες συναλλαγές εμφανίζουν θετικό CAAR (9,00%), ενώ οι μη οριζόντιες εμφανίζουν αρνητικό CAAR (-8,19%). Η διαφορά των μέσων (17,19%) συνοδεύεται από p-value 0,061 (δίπλευρος έλεγχος), γεγονός που υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο επίπεδο 10%. Αντίθετα, στα στενότερα «παράθυρα» (-5,5), (-1,1) και στην ημέρα 0, η διαφορά μεταξύ των δύο κατηγοριών δεν είναι στατιστικά σημαντική. Μια συνεπής ερμηνεία είναι ότι οι διαφοροποιήσεις που σχετίζονται με τη συνάφεια της συμφωνίας τείνουν να αποτυπώνονται πιο καθαρά σε μεγαλύτερο ορίζοντα γύρω από την ανακοίνωση, όπου η αγορά ενσωματώνει σταδιακά επιπλέον πληροφορίες σχετικά με τη στρατηγική λογική, τη δομή και τις πιθανότητες επιτυχούς ενσωμάτωσης της συναλλαγής.

Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με τη διεθνή βιβλιογραφία που υποστηρίζει ότι οι οριζόντιες Σ&Ε έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα δημιουργίας λειτουργικών συνεργειών, κυρίως μέσω εξοικονόμησης κόστους και οικονομιών κλίμακας, γεγονός που μπορεί να ενισχύει την αποτίμηση των αγοραστών σε σχέση με τις μη οριζόντιες συναλλαγές (Devos et al., 2009). Αντίθετα, σε μη οριζόντιες (κάθετες

ή διαφοροποιημένες) εξαγορές, η λογική δημιουργίας αξίας είναι συχνά λιγότερο άμεσα παρατηρήσιμη και συνδέεται με μεγαλύτερη αβεβαιότητα ως προς τη στρατηγική σκοπιμότητα και την επιτυχή ενσωμάτωση, κάτι που μπορεί να εξηγήσει την ασθενέστερη ή αρνητική αντίδραση. Τέλος, το ότι η στατιστικά ισχυρότερη διαφοροποίηση εμφανίζεται στο ευρύ παράθυρο (-30,+30) είναι συμβατό με τη σταδιακή ενσωμάτωση από την αγορά πρόσθετων πληροφοριών σχετικά με το μέγεθος και τη ρεαλιστικότητα των αναμενόμενων συνεργειών (Devos et al., 2009).

4.2.2 Γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής: Εγχώριες έναντι διασυνοριακών (Domestic vs Cross-Border)

Η γεωγραφική διάσταση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς αποτελεί παράγοντα που μπορεί να επηρεάσει τη χρηματιστηριακή αντίδραση στην ανακοίνωση, καθώς οι διασυνοριακές συναλλαγές εμπεριέχουν, κατά κανόνα, μεγαλύτερη πολυπλοκότητα. Ειδικότερα, όταν ο αγοραστής και ο στόχος εδρεύουν σε διαφορετικές χώρες, η αγορά μπορεί να ενσωματώνει στις προσδοκίες της πρόσθετη αβεβαιότητα. Από την άλλη πλευρά, οι διασυνοριακές συμφωνίες δύνανται να αξιολογηθούν θετικά όταν συνεπάγονται πρόσβαση σε νέες αγορές, τεχνογνωσία ή καλύτερη αξιοποίηση πόρων. Η διεθνής βιβλιογραφία αντιμετωπίζει τις αντιμετωπίζει ως χαρακτηριστικό που μπορεί να παράγει ετερογένεια στις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών, ανάλογα με το πληροφοριακό περιβάλλον και το πλαίσιο υλοποίησης της συναλλαγής (Moeller and Schlingemann, 2004, Aybar and Ficici, 2009). Επιπλέον, οι Bris and Cabolis (2008) δείχνουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών στις διασυνοριακές εξαγορές επηρεάζονται από το θεσμικό πλαίσιο της χώρας του στόχου, όπως το επίπεδο προστασίας των μετόχων, τα λογιστικά πρότυπα και την προστασία των πιστωτών, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει είτε σε θετική είτε σε αρνητική αντίδραση της αγοράς. (Bris and Cabolis, 2008).

Στην παρούσα μελέτη, όλες οι εταιρείες στόχοι εδρεύουν στην Ελλάδα, ενώ οι αγοραστής μπορεί να είναι είτε ελληνικές είτε αλλοδαπές εταιρείες. Με βάση αυτό το κριτήριο, οι συναλλαγές ταξινομούνται σε εγχώριες (domestic), όταν τόσο ο αγοραστής όσο και ο στόχος έχουν έδρα στην Ελλάδα, και σε διασυνοριακές (cross-border), όταν ο αγοραστής εδρεύει στο εξωτερικό. Για τις δύο υποομάδες υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) σε τέσσερα «παράθυρα» γεγονότος (-30,30) (-5,5), (-1,1) και 0. Η αξιολόγηση πραγματοποιείται τόσο εντός κάθε υποομάδας όσο και μεταξύ υποομάδων μέσω ελέγχου διαφοράς μέσων, (Brown and Warner, 1985, MacKinlay, 1997, Kothari and Warner, 2007).

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Αποτελέσματα συνολικών αποδόσεων CAARs για Εγχώριες και Διασυνοριακές συναλλαγές με τους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας.

EW(-30,30)			
	DOMESTIC	CROSS-BORDER	DIFFERENCE OF MEANS
NUMBER OF ACQUIRES	30	12	
CAARs	3,88%	-2,56%	6,44%
tstat.	0,57	-0,67	0,83
p-value			0,41
MIN CAR	-73,89%	-27,66%	
MAX CAR	171,01%	13,54%	
EW(-5,5)			
CAARs	2,44%	-3,86%	6,30%
tstat.	1,21	-2,39	2,44
p-value			0,02
MIN CAR	-17,80%	-16,09%	
MAX CAR	38,69%	2,57%	
EW(-1,1)			
CAARs	-0,71%	0,52%	-1,24%
tstat.	-0,49	0,44	-0,66
p-value			0,51
MIN CAR	-35,97%	-6,68%	
MAX CAR	7,85%	8,42%	
EW(0)			
CAARs	-0,09%	-0,13%	0,04%
tstat.	-0,15	-0,20	0,05
p-value			0,96
MIN CAR	-10,79%	-3,08%	
MAX CAR	7,69%	4,61%	

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι στο ευρύ «παράθυρο» (-30,30) οι εγχώριες συναλλαγές εμφανίζουν θετικό CAAR (3,88%), ενώ οι διασυνοριακές εμφανίζουν αρνητικό CAAR (-2,56%). Ωστόσο, η διαφορά των μέσων (6,44%) δεν είναι στατιστικά σημαντική (p-value = 0,41), γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν υπάρχουν επαρκείς ενδείξεις για την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης περί μη ύπαρξης διαφορών μεταξύ των δύο κατηγοριών. Το υψηλό p-value υποδεικνύει ότι η παρατηρούμενη διαφορά μπορεί να οφείλεται σε τυχαία μεταβλητότητα και όχι σε επίδραση της γεωγραφικής διάστασης.

Η έλλειψη στατιστικής σημαντικότητας στο παραπάνω «παράθυρο» μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι, καθώς αυξάνεται το μήκος του event window, ενσωματώνονται στις αποδόσεις και άλλοι παράγοντες της αγοράς που δεν σχετίζονται άμεσα με την ανακοίνωση της συναλλαγής, μειώνοντας έτσι την ακρίβεια της εκτίμησης (MacKinlay, 1997). Παράλληλα, η βιβλιογραφία για τις διασυνοριακές εξαγορές (Moeller et al., 2004, Eckbo and Thorburn, 2000) επισημαίνει ότι τα αποτελέσματα αυτών των συναλλαγών είναι διαφοροποιούνται, λόγω διαφορών στο θεσμικό πλαίσιο, στην εταιρική

διακυβέρνηση και στο επίπεδο προστασίας των επενδυτών μεταξύ των χωρών (Κυριαζής, 2025).

Αντίθετα, στο «παράθυρο» (-5,5) προκύπτει στατιστικά σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συναλλαγών. Οι εγχώριες συμφωνίες εμφανίζουν CAAR 2,44%, ενώ οι διασυνοριακές CAAR -3,86%, με διαφορά μέσων 6,30% και $p\text{-value} = 0,02$, γεγονός που υποδηλώνει ότι η διαφορά είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Συνεπώς, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και προκύπτει ένδειξη ότι η γεωγραφική διάσταση επηρεάζει τις αποδόσεις στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Η αρνητική αντίδραση της αγοράς στις διασυνοριακές συναλλαγές μπορεί να εξηγηθεί από την αυξημένη αβεβαιότητα και τους κινδύνους που αυτές ενέχουν. Όπως αναφέρεται στη σχετική βιβλιογραφία, οι διασυνοριακές εξαγορές συνδέονται με προκλήσεις όπως θεσμικές και πολιτισμικές διαφορές, και δυσκολίες ενσωμάτωσης, οι οποίες αξιολογούνται αρνητικά από τους επενδυτές κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας (Moeller et al., 2004).

Στα πολύ μικρά «παράθυρα» (-1,1) και στην ημέρα ανακοίνωσης (0) δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των δύο κατηγοριών. Το αποτέλεσμα αυτό μας μπορεί να μας δείξει ότι η αγορά δεν ενσωματώνει πλήρως την πληροφορία άμεσα.

Συνολικά, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής δεν επηρεάζει ομοιόμορφα την αντίδραση της αγοράς σε όλα τα χρονικά «παράθυρα». Ωστόσο, στο ευρύτερο «παράθυρο» (-30,+30) διαγράφεται μια σαφής τάση υπέρ των εγχώριων συναλλαγών, καθώς οι domestic M&As εμφανίζουν θετικό CAAR (3,88%), ενώ οι διασυνοριακές αρνητικό (-2,56%). Η τάση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί από το γεγονός ότι οι εγχώριες εξαγορές χαρακτηρίζονται συνήθως από μικρότερη θεσμική και πληροφοριακή απόσταση μεταξύ αγοραστή και στόχου, γεγονός που μειώνει την αβεβαιότητα και τις δυσκολίες ενσωμάτωσης σε σχέση με τις διασυνοριακές συναλλαγές (Moeller and Schlingemann, 2004). Παρότι η διαφορά αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική στο συγκεκριμένο παράθυρο, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν μια τάση της αγοράς να αξιολογεί ευνοϊκότερα τις εγχώριες συμφωνίες.

4.2.3 Τρόπος πληρωμής: Μετρητά έναντι ανταλλαγής μετοχών (Cash vs Stock)

Ο τρόπος πληρωμής αποτελεί ένα από τα συχνότερα εξεταζόμενα χαρακτηριστικά στις μελέτες συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς σχετίζεται τόσο με το πώς κατανέμεται ο κίνδυνος της συναλλαγής μεταξύ αγοραστή και πωλητή, όσο και με το πληροφοριακό περιβάλλον στο οποίο πραγματοποιείται η συμφωνία. Η διεθνής βιβλιογραφία έχει δείξει ότι οι συναλλαγές που χρηματοδοτούνται με μετρητά τείνουν να εκλαμβάνονται, υπό προϋποθέσεις, ως

ισχυρότερο σήμα εμπιστοσύνης του αγοραστή στην αξία της συμφωνίας και επομένως υψηλότερες αποδόσεις στη δική του αποτίμηση, ενώ η πληρωμή με μετοχές συχνά συνδέεται με αυξημένη αβεβαιότητα για την αξία των τίτλων του αγοραστή. Ως αποτέλεσμα, η αντίδραση της αγοράς μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με το αν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά ή μετοχές (Travlos, 1987, Andrade, Mitchell and Stafford, 2001). Παράλληλα, ο τρόπος πληρωμής σχετίζεται και με τη δομή διαπραγμάτευσης που καθιστά εύλογη τη διερεύνηση πιθανής ετερογένειας στις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών (Betton, Eckbo and Thorburn, 2008).

Η μελέτη των Alexandridis et al (2010), δείχνει ότι σε λιγότερο ανταγωνιστικές χώρες όπως η Ελλάδα, οι αποδόσεις των αγοραστών σε συμφωνίες με μετοχές είναι θετικές, αντίθετα από τις ανταγωνιστικές χώρες όπου συνήθως είναι αρνητικές. Με βάση την ταξινόμηση της FactSet, οι συναλλαγές του δείγματος κατηγοριοποιούνται σε συμφωνίες πληρωμής με μετρητά (cash) και πληρωμής με μετοχές (stock) και άλλο (other). Στη συνέχεια, υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) στα «παράθυρα», (-30,30) (-5,5), (-1,1) και 0, τόσο για κάθε υποομάδα όσο και για τη διαφορά μεταξύ των δύο κατηγοριών. Η σύγκριση πραγματοποιείται με έλεγχο διαφοράς μέσων όπως και στα προηγούμενα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Αποτελέσματα συνολικών αποδόσεων CAARs για Τρόπο πληρωμής (Μετρητά/Μετοχές) με τους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας.

EW(-30,30)			
	CASH	STOCKS	DIFFERENCE OF MEANS
NUMBER OF ACQUIRES	35	4	
CAARs	2,77%	-3,89%	6,65%
tstat.	0,47	-0,50	0,68
p-value			0,52
MIN CAR	-73,89%	-26,45%	
MAX CAR	171,01%	7,62%	
EW(-5,5)			
CAARs	1,31%	-6,81%	8,12%
tstat.	0,74	-1,41	1,58
p-value			0,19
MIN CAR	-17,80%	-16,74%	
MAX CAR	38,69%	3,05%	
EW(-1,1)			
CAARs	-0,67%	-1,52%	0,85%
tstat.	-0,55	-0,42	0,22
p-value			0,83
MIN CAR	-35,97%	-10,55%	
MAX CAR	8,42%	5,32%	
EW(0)			
CAARs	-0,31%	-0,89%	0,58%
tstat.	-0,73	-0,47	0,30
p-value			0,79
MIN CAR	-10,79%	-3,71%	
MAX CAR	4,63%	4,61%	

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 7 δείχνουν ότι στο ευρύ «παράθυρο» (-30,30) οι συναλλαγές με μετρητά παρουσιάζουν θετικό CAAR (2,77%), ενώ οι συναλλαγές με μετοχές αρνητικό CAAR (-3,89%). Η διαφορά μέσων (6,65%) δεν είναι στατιστικά σημαντική (p-value 0,52), γεγονός που υποδηλώνει ότι, στο συγκεκριμένο δείγμα, δεν προκύπτει ισχυρή ένδειξη ότι ο τρόπος πληρωμής συνδέεται συστηματικά με διαφορετική μεγάλη αντίδραση σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα γύρω από την ανακοίνωση. Αντίστοιχα, στο (-5,5) η διαφορά (8,12%) επίσης δεν είναι στατιστικά σημαντική (p-value 0,19), ενώ στα πολύ στενά «παράθυρα» (-1,1) και στην ημέρα 0 οι διαφορές είναι μικρές και ξεκάθαρα μη σημαντικές (p-values 0,83 και 0,79 αντίστοιχα). Συνεπώς, τα ευρήματα της παρούσας ανάλυσης δεν τεκμηριώνουν διαφοροποίηση της αγοράς ως προς τον τρόπο πληρωμής, τουλάχιστον με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα και τα εξεταζόμενα «παράθυρα».

Ένα κρίσιμο στοιχείο για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων είναι η έντονη ανισορροπία μεγέθους μεταξύ των υποομάδων. Στο δείγμα περιλαμβάνονται 35 συναλλαγές πληρωμής με μετρητά και μόλις 4 συναλλαγές πληρωμής με μετοχές. Η πολύ μικρή υποομάδα μετοχών μειώνει τη στατιστική ισχύ των ελέγχων και δυσχεραίνει την εξαγωγή ισχυρών συμπερασμάτων, ακόμη και όταν οι μέσες τιμές εμφανίζουν διαφορά. Για τους λόγους αυτούς, τα αποτελέσματα για τον τρόπο πληρωμής ερμηνεύονται πρωτίστως ως περιγραφικά και ενδεικτικά, με την επιφύλαξη ότι μεγαλύτερο δείγμα ή διαφορετική κατανομή συναλλαγών ανά κατηγορία θα μπορούσε να αποδώσει πιο καθαρή εικόνα, όπως συχνά αναδεικνύεται και στη διεθνή εμπειρική βιβλιογραφία (Travlos, 1987, Betton et al., 2008). Συνεπώς, η τάση και στην Ελληνική αγορά είναι η υπεραπόδοση των συναλλαγών με τρόπο πληρωμής τα μετρητά έναντι αυτών με ανταλλαγή μετοχών.

4.2.4 Φάση οικονομίας: Συναλλαγές σε έτη οικονομικής ύφεσης έναντι οικονομικής ανάπτυξης (Recession Years 2009–2017 vs Growth Years 2005-2008 & 2018-2024)

Η μακροοικονομική συγκυρία αποτελεί σημαντικό πλαίσιο μέσα στο οποίο οι επενδυτές αποτιμούν μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σε περιόδους ύφεσης ή χρηματοπιστωτικής αστάθειας, η αυξημένη αβεβαιότητα, οι περιορισμοί ρευστότητας και οι δυσμενέστερες συνθήκες χρηματοδότησης μπορεί να επηρεάζουν τόσο τη στρατηγική των επιχειρήσεων όσο και την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μιας συμφωνίας. Από τη μία πλευρά, οι επενδυτές ενδέχεται να αντιμετωπίζουν πιο επιφυλακτικά τις εξαγορές σε περιβάλλον κρίσης, λόγω αυξημένου κινδύνου υλοποίησης και περιορισμένης πρόσβασης σε κεφάλαια. Από την άλλη πλευρά, σε περιόδους κρίσης μπορεί να εμφανίζονται ευκαιρίες εξαγοράς σε χαμηλότερες αποτιμήσεις, γεγονός που θα μπορούσε να εκληφθεί θετικά εφόσον η αγορά πιστεύει ότι ο αγοραστής εκμεταλλεύεται συνθήκες με πειθαρχημένο τρόπο. Για τον λόγο αυτό, η διεθνής βιβλιογραφία συχνά εξετάζει τη χρονική συγκυρία ως παράγοντα ετερογένειας στα αποτελέσματα των event studies για Σ&Ε (Andrade, Mitchell and Stafford, 2001, Kothari and Warner, 2007).

Η επιλογή της περιόδου 2005–2024 για την ελληνική αγορά επιτρέπει την εξέταση ανακοινώσεων Σ&Ε μέσα σε διαφορετικά καθεστώτα αγοράς και μακροοικονομικές φάσεις. Η σχετική βιβλιογραφία υπογραμμίζει ότι η δραστηριότητα των Σ&Ε δεν κατανέμεται ομοιόμορφα στον χρόνο, αλλά τείνει να “συσσωρεύεται” σε κύματα, τα οποία συνδέονται με τη φάση του οικονομικού και κλαδικού κύκλου (π.χ. ανάπτυξη, ωρίμανση, κάμψη) και με μεταβολές στις ανάγκες αναδιάρθρωσης και στις συνθήκες χρηματοδότησης. Στο πλαίσιο αυτό, τα έτη 2005–2008 εντάσσονται στο τέλος μιας περιόδου αυξημένης διεθνούς δραστηριότητας, ενώ τα έτη 2013–2015 αντιστοιχούν σε μεταγενέστερη φάση αναζωπύρωσης των συναλλαγών, γεγονός που καθιστά το δείγμα κατάλληλο για τη σύγκριση υποπεριόδων με διαφορετική δυναμική. Επιπλέον, η

χρηματοπιστωτική κρίση 2008–2009 λειτουργεί ως κρίσιμη χρονική τομή, καθώς δύναται να επηρεάζει αποτιμήσεις, ρευστότητα και επενδυτικές προσδοκίες, άρα και την αντίδραση των τιμών γύρω από τις ανακοινώσεις. (Κυριαζής, 2025)

Στην παρούσα μελέτη οι συναλλαγές κατηγοριοποιούνται σε δύο υποομάδες με βάση την ημερομηνία ανακοίνωση, έτη κρίσης (2009–2017) και έτη μη κρίσης. Για κάθε ομάδα υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) για τα «παράθυρα» , (-30,30) ,(-5,5), (-1,1) και 0. Η αξιολόγηση γίνεται τόσο εντός κάθε υποομάδας όσο και μεταξύ των δύο ομάδων, μέσω ελέγχου διαφοράς μέσων όπως στα παραπάνω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8: Αποτελέσματα συνολικών αποδόσεων CAARs για Χρονική περίοδο οικονομικής κρίσης (2009-2017) και χρονική περίοδο εκτός κρίσης (2005-2008 & 2018-2024) με τους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας.

EW(-30,30)			
	CRISIS YEARS (2009-2017)	NO-CRISIS YEARS (2005-2008 & 2018-2024)	DIFFERENCE OF MEANS
NUMBER OF ACQUIRES	12	30	
CAARs	1,40%	2,22%	-0,82%
tstat.	0,25	0,36	-0,10
p-value			0,92
MIN CAR	-26,45%	-73,89%	
MAX CAR	29,54%	171,01%	
EW(-5,5)			
CAARs	-0,05%	0,83%	-0,88%
tstat.	-0,02	0,44	-0,28
p-value			0,78
MIN CAR	-16,74%	-17,80%	
MAX CAR	10,43%	38,69%	
EW(-1,1)			
CAARs	-0,99%	-0,19%	-0,81%
tstat.	-0,54	-0,14	-0,36
p-value			0,72
MIN CAR	-10,55%	-35,97%	
MAX CAR	5,50%	8,42%	
EW(0)			
CAARs	-0,56%	0,03%	-0,59%
tstat.	-0,87	0,05	-0,70
p-value			0,49
MIN CAR	-3,71%	-10,79%	
MAX CAR	2,61%	7,69%	

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν προκύπτει στατιστικά ισχυρή διαφοροποίηση της χρηματιστηριακής αντίδρασης μεταξύ των δύο περιόδων. Στο «παράθυρο» (-30,30), οι συμφωνίες της περιόδου κρίσης εμφανίζουν CAAR 1,40%, ενώ οι συμφωνίες εκτός κρίσης CAAR 2,22%, με διαφορά μέσω $-0,82\%$ και p -value 0,92. Αντίστοιχα, στο (-5,5) η διαφορά είναι $-0,88\%$ (p -value 0,78), στο (-1,1) $,0,81\%$ (p -value 0,72), και στην ημέρα 0 $,0,59\%$ (p -value 0,49). Συνεπώς, με βάση το δείγμα της παρούσας εργασίας, η περίοδος κρίσης δεν φαίνεται να συνδέεται με συστηματικά διαφορετικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών σε κανένα από τα εξεταζόμενα «παράθυρα» γεγονότος.

Σημαντικό στοιχείο για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων είναι ότι η ομάδα “crisis years” περιλαμβάνει 12 παρατηρήσεις, έναντι 30 στην ομάδα “no-crisis years”. Η ανισορροπία αυτή δεν είναι τυχαία, καθώς κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν σημαντικά περιορισμένη. Η αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα, οι περιορισμοί ρευστότητας και οι δυσκολίες χρηματοδότησης οδήγησαν σε μικρότερο αριθμό συναλλαγών σε σχέση με τις περιόδους εκτός ύφεσης. Παράλληλα η διεθνής βιβλιογραφία δείχνει ότι σε περιόδους οικονομικής κρίσης οι συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερες ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, καθώς η αγορά αξιολογεί πιο επιφυλακτικά τις στρατηγικές επεκτάσεις των επιχειρήσεων σε περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας (Martynova and Renneboog, 2008). Η σχετική ανισορροπία μεγέθους, καθιστά δυσκολότερη την ανίχνευση διαφορών ακόμη και αν υπάρχουν στην πραγματικότητα. Για τον λόγο αυτό, τα ευρήματα της συγκεκριμένης υποομαδοποίησης αντιμετωπίζονται ως ενδεικτικά και συμπληρωματικά. Η περαιτέρω διερεύνηση της επίδρασης της συγκυρίας είναι σκόπιμο να πραγματοποιηθεί και σε πολυμεταβλητό πλαίσιο (π.χ. με χρήση dummy “crisis years” στην παλινδρόμηση), ώστε να ελεγχθεί αν η επίδραση παραμένει μη σημαντική όταν συνυπολογίζονται ταυτόχρονα άλλα χαρακτηριστικά των συμφωνιών (Kothari and Warner, 2007).

4.3 Πολυμεταβλητή ανάλυση παλινδρόμησης (Multiple regression analysis)

Μετά τη μονομεταβλητή ανάλυση, ακολουθεί η πολυμεταβλητή ανάλυση ως ένας επιπλέον έλεγχος με στόχο την ταυτόχρονη εκτίμηση της επίδρασης των βασικών χαρακτηριστικών των συναλλαγών στις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών. Η μελέτη αυτή επιτρέπει τον έλεγχο για την αλληλεπίδραση μεταξύ διαφορετικών παραγόντων, οι οποίοι είναι πιθανό να επηρεάζουν τη συμπεριφορά της αγοράς κατά την ανακοίνωση συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η χρήση του υποδείγματος παλινδρόμησης βασίζεται στην μεθοδολογία των event studies, όπως έχει καθιερωθεί στη σχετική βιβλιογραφία (MacKinlay, 1997, Brown and Warner, 1985).

Το βασικό υπόδειγμα εκτιμάται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η μη κανονική απόδοση της αγοράστριας

εταιρείας (CAR) για κάθε συναλλαγή και για κάθε εξεταζόμενο χρονικό παράθυρο. Οι εξαρτημένες μεταβλητές όπως χρησιμοποιήσαμε και για την μονομεταβλητή ανάλυση θα αφορούν στον τρόπο πληρωμής, στην κλαδική συνάφεια, στο έτος της συμφωνίας (αν η συμφωνία πραγματοποιήθηκε σε χρονικό διάστημα οικονομικής ύφεσης), στη χώρα προέλευσης της καθώς και στο μέγεθος της συμφωνίας.

Το Βασικό υπόδειγμα που θα χρησιμοποιήσουμε επομένως γράφεται ως:

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 HORIZONTAL_j + \beta_2 DOMESTIC_j + \beta_3 CASH_j + \beta_4 CYEAR_j + \beta_5 DEALVALUE_j + \varepsilon_j \quad (8)$$

όπου CAR_j είναι η μη κανονική απόδοση της αγοράστριας για τη συναλλαγή j , α ο σταθερός όρος, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ και β_5 οι συντελεστές παλινδρόμησης και ε_j το σφάλμα. Οι μεταβλητές ορίζονται ως $CASH_j$ είναι dummy που παίρνει την τιμή 1 όταν η συναλλαγή χρηματοδοτείται με μετρητά (και 0 διαφορετικά), $HORIZONTAL_j$ είναι dummy που παίρνει 1 για οριζόντιες συμφωνίες (κλαδική συνάφεια μεταξύ αγοραστή και στόχου) και 0 για μη οριζόντιες, $DOMESTIC_j$ είναι dummy που παίρνει 1 για εγχώριες συναλλαγές και 0 για διασυννοριακές, $CRISISYEAR_j$ είναι dummy που παίρνει 1 όταν το έτος της συναλλαγής ανήκει στην περίοδο κρίσης όπως ορίζεται στη μελέτη (και 0 διαφορετικά) και τέλος προσθέσαμε την συνεχή μεταβλητή $DEALVALUE_j$ η οποία έχει τις τιμές της αξίας για κάθε συμφωνία και χρησιμοποιείται στο υπόδειγμα σε λογαριθμική μορφή, προκειμένου να μειωθεί η ασυμμετρία της κατανομής των τιμών. Για λόγους συγκρισιμότητας, οι παλινδρομήσεις εκτιμώνται ξεχωριστά για κάθε «παράθυρο» γεγονός, ώστε να εξεταστεί αν οι συσχετίσεις είναι ισχυρότερες σε μεγαλύτερο ορίζοντα ή πολύ κοντά στην ημέρα ανακοίνωσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9. Αποτελέσματα OLS παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή το CAR των αγοραστριών εταιρειών ανά «παράθυρο» γεγονότος (-30,+30), (-5,+5), (-1,+1) και t=0.

EW(-30,30)				
ΣΤΑΘΕΡΟΙ ΟΡΟΙ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ	P-VALUE	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	
α	-0,23	0,23	Πολλαπλό R	0,39
HORIZONTAL	0,14	0,20	R Τετράγωνο	0,15
DOMESTIC	0,07	0,55	Προσαρμοσμένο R ²	0,03
CASH	0,11	0,44	Τυπικό σφάλμα	0,32
CRISISYEAR	-0,20	0,09	Μέγεθος δείγματος	42
DEALVALUE	0,02	0,37	F-Test / Σημαντ.F	1,29 / 0,29
EW(-5,5)				
ΣΤΑΘΕΡΟΙ ΟΡΟΙ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ	P-VALUE	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	
α	-0,10	0,10	Πολλαπλό R	0,35
HORIZONTAL	0,01	1,00	R Τετράγωνο	0,12
DOMESTIC	0,07	0,06	Προσαρμοσμένο R ²	0,00
CASH	0,05	0,28	Τυπικό σφάλμα	0,10
CRISISYEAR	-0,03	0,49	Μέγεθος δείγματος	42
DEALVALUE	0,01	0,44	F-Test / Σημαντ.F	1,03 / 0,41
EW(-1,1)				
ΣΤΑΘΕΡΟΙ ΟΡΟΙ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ	P-VALUE	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	
α	0,02	0,66	Πολλαπλό R	0,22
HORIZONTAL	-0,02	0,31	R Τετράγωνο	0,05
DOMESTIC	-0,01	0,91	Προσαρμοσμένο R ²	-0,08
CASH	-0,02	0,58	Τυπικό σφάλμα	0,07
CRISISYEAR	-0,01	0,98	Μέγεθος δείγματος	42
DEALVALUE	0,01	0,70	F-Test / Σημαντ.F	0,36 / 0,87
EW(0)				
ΣΤΑΘΕΡΟΙ ΟΡΟΙ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ	P-VALUE	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	
α	0,02	0,35	Πολλαπλό R	0,28
HORIZONTAL	-0,01	0,43	R Τετράγωνο	0,08
DOMESTIC	0,01	0,94	Προσαρμοσμένο R ²	-0,05
CASH	-0,02	0,21	Τυπικό σφάλμα	0,03
CRISISYEAR	0,01	0,32	Μέγεθος δείγματος	42
DEALVALUE	0,00	0,74	F-Test / Σημαντ.F	0,62 / 0,68

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων μας δείχνουν ότι η επεξηγηματική ικανότητα των υποδειγμάτων είναι αρκετά περιορισμένη λόγω του ότι έχουμε πολλές ψευδομεταβλητές και μια μόνον (deal value log form) σε συνεχή μορφή. Οι τιμές του συντελεστή προσδιορισμού (R²) κυμαίνονται μεταξύ 0,05 και 0,15, γεγονός που μας δείχνει ότι μόνο ένα μικρό μέρος της διακύμανσης των μη-κανονικών αποδόσεων εξηγείται από τις περιλαμβανόμενες μεταβλητές. Το προσαρμοσμένο R² είναι χαμηλό ή ακόμη και αρνητικό σε ορισμένα χρονικά παράθυρα, ένδειξη ότι η προσθήκη των ερμηνευτικών μεταβλητών δεν βελτιώνει ουσιαστικά την προσαρμογή του υποδείγματος. Παράλληλα, τα αποτελέσματα

του F-test δεν υποδεικνύουν συνολικά στατιστικά σημαντικά υποδείγματα σε κανένα από τα εξεταζόμενα «παράθυρα».

Πιο συγκεκριμένα στο ευρύτερο χρονικό παράθυρο (-30,30), παρατηρείται ότι η μεταβλητή HORIZONTAL εμφανίζει θετικό συντελεστή (0,14) , υποδηλώνοντας ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις πιθανόν να συνδέονται με υψηλότερες αποδόσεις σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Ωστόσο, η επίδραση αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική, γεγονός που δεν επιτρέπει την εξαγωγή ισχυρών συμπερασμάτων. Οι μεταβλητές DOMESTIC και CASH παρουσιάζουν επίσης θετικούς (0,07 και 0,11 αντίστοιχα) αλλά μη στατιστικά σημαντικούς συντελεστές, ενώ η μεταβλητή CRISISYEAR εμφανίζει αρνητική σχέση με τις αποδόσεις (-0,20), και είναι στατιστικά σημαντική στο 10 % υποδηλώνοντας ότι οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε περιόδους κρίσης τείνουν να συνοδεύονται από χαμηλότερη αξία για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών .

Στο ενδιάμεσο χρονικό παράθυρο (-5,5), η μεταβλητή DOMESTIC εμφανίζει θετικό συντελεστή (0,07) και με στατιστική σημαντικότητα στο 10%, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εγχώριες συναλλαγές συνδέονται με υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις σε σύγκριση με τις διασυννοριακές, όταν εξετάζεται το άμεσο χρονικό περιβάλλον της ανακοίνωσης. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να ερμηνευθεί υπό το πρίσμα της μειωμένης αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει τις εγχώριες συναλλαγές, καθώς οι επενδυτές ενδέχεται να αξιολογούν πιο εύκολα τις προοπτικές τους σε ένα οικείο θεσμικό και οικονομικό περιβάλλον. Οι υπόλοιπες μεταβλητές παραμένουν μη στατιστικά σημαντικές, με συντελεστές κοντά στο μηδέν.

Στα στενότερα χρονικά παράθυρα (-1,1) και (0), τα αποτελέσματα δείχνουν ότι καμία από τις εξεταζόμενες μεταβλητές δεν παρουσιάζει στατιστικά σημαντική επίδραση στις μη κανονικές αποδόσεις. Οι συντελεστές είναι μικροί και κοντά στο 0, γεγονός που υποδηλώνει ότι η άμεση αντίδραση της αγοράς δεν εξηγείται συστηματικά από τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των συναλλαγών στα συγκεκριμένα «παράθυρα». Το εύρημα αυτό είναι συνεπές με την αντίληψη ότι οι πολύ βραχυχρόνιες κινήσεις των τιμών ενσωματώνουν πληροφορία ταχύτατα και επηρεάζονται από παράγοντες που δεν αποτυπώνονται εύκολα σε απλά εμπειρικά υποδείγματα.

Η μεταβλητή DEALVALUE παρουσιάζει σε όλα τα υποδείγματα πολύ μικρούς συντελεστές και έλλειψη στατιστικής σημαντικότητας, γεγονός που υποδηλώνει ότι το απόλυτο μέγεθος της συναλλαγής δεν αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τις μη-κανονικές αποδόσεις στο συγκεκριμένο δείγμα.

Συνολικά, τα αποτελέσματα της πολυμεταβλητής ανάλυσης υποδηλώνουν ότι τα εξεταζόμενα χαρακτηριστικά των συναλλαγών δεν επαρκούν για την ερμηνεία της διακύμανσης των μη κανονικών αποδόσεων των αγοράστριων εταιρειών. Η εικόνα αυτή είναι σύμφωνη με τη διεθνή βιβλιογραφία, η οποία αναδεικνύει ότι οι αποδόσεις των αγοραστών γύρω από την ανακοίνωση συγχωνεύσεων και

εξαγορών είναι συχνά μικρές, ετερογενείς και δύσκολα προβλέψιμες (MacKinlay, 1997; Brown and Warner, 1985). Παράλληλα, η οριακή θετική επίδραση των εγχώριων συναλλαγών στο παράθυρο (-5,5) συνάδει με μελέτες που επισημαίνουν ότι οι διασυννοριακές εξαγορές συνοδεύονται από υψηλότερη αβεβαιότητα και ενδεχόμενα κόστη ολοκλήρωσης (Doukas and Travlos, 1988).

Τέλος, τα ευρήματα πρέπει να ερμηνεύονται με προσοχή, δεδομένου του σχετικά μικρού μεγέθους δείγματος και της απουσίας πρόσθετων ελεγκτικών μεταβλητών. Η σχετική βιβλιογραφία έχει αναδείξει τη σημασία παραγόντων όπως το σχετικό μέγεθος της συναλλαγής, το καθεστώς του στόχου και οι χρονικές ή κλαδικές επιδράσεις, οι οποίοι θα μπορούσαν να βελτιώσουν την επεξηγηματική ικανότητα του υποδείγματος (Kothari and Warner, 2007).

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα διπλωματική εργασία διερεύνησε τη βραχυχρόνια χρηματιστηριακή επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών στην ελληνική αγορά για την περίοδο 2005–2024. Η εμπειρική προσέγγιση βασίστηκε στη μεθοδολογία event study, με υπολογισμό μη κανονικών αποδόσεων (AR) και μη κανονικών αποδόσεων (CAR/CAAR), σε εναλλακτικά παράθυρα γεγονότος, ενώ συμπληρωματικά εφαρμόστηκε πολυμεταβλητή παλινδρόμηση OLS για την αξιολόγηση της σχέσης επιλεγμένων χαρακτηριστικών των συναλλαγών με τα CAR. Η μεθοδολογική επιλογή ευθυγραμμίζεται με το καθιερωμένο πλαίσιο της σχετικής βιβλιογραφίας (MacKinlay, 1997; Strong, 1992).

Σε επίπεδο συνολικού δείγματος, τα ευρήματα δείχνουν ότι η μέση επίδραση των ανακοινώσεων Σ&Ε στις αποδόσεις των αγοραστών είναι ήπια και, στα περισσότερα εξεταζόμενα παράθυρα, στατιστικά μη σημαντική, ιδίως κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης. Ενδεικτικά, στο ευρύ παράθυρο (-30,+30) προκύπτει θετικό CAAR, χωρίς όμως στατιστική σημαντικότητα, ενώ στα στενότερα παράθυρα γύρω από την ανακοίνωση η επίδραση παραμένει κοντά στο μηδέν. Η ημέρα ανακοίνωσης ($t=0$) επίσης δεν συνοδεύεται από έντονη μέση μη κανονική απόδοση. Η συγκεκριμένη εικόνα είναι συμβατή με την επικρατούσα διεθνή εμπειρική διαπίστωση ότι οι αγοραστές, κατά μέσο όρο, εμφανίζουν μικρές ή μηδενικές βραχυχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις, σε αντίθεση με τις εταιρείες-στόχους (Andrade, Mitchell and Stafford, 2001). Η βιβλιογραφία ερμηνεύει αυτή την πραγματικότητα ως αποτέλεσμα της ταυτόχρονης ενσωμάτωσης από την αγορά τόσο των προσδοκιών συνεργειών όσο και των κινδύνων ολοκλήρωσης, καθώς και του ενδεχόμενου υπερπληρωμής από τον αγοραστή (Andrade et al., 2001).

Παράλληλα, η ανάλυση ανέδειξε σημαντική ετερογένεια μεταξύ συναλλαγών, οι CARs παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά και ακραίες τιμές, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αγορά διαφοροποιεί την αποτίμησή της ανά περίπτωση, ανάλογα με το πληροφοριακό περιβάλλον και τα ειδικά χαρακτηριστικά της συναλλαγής. Η παρατήρηση αυτή είναι ιδιαίτερα κρίσιμη, διότι υποδεικνύει ότι η απουσία ισχυρού μέσου αποτελέσματος δεν αποκλείει τη δημιουργία αξίας σε συγκεκριμένες συμφωνίες· αντίθετα, υποστηρίζει ότι το αποτέλεσμα των Σ&Ε δεν είναι ομοιογενές, αλλά εξαρτάται από τις συνθήκες και τον τύπο της συμφωνίας (MacKinlay, 1997).

Η διερεύνηση ανά κατηγορίες εντόπισε ότι ορισμένες διαφοροποιήσεις εμφανίζονται περισσότερο σε ευρύτερο χρονικό παράθυρο. Ιδιαίτερη ένδειξη προκύπτει για τη διάκριση οριζόντιων έναντι μη οριζόντιων συναλλαγών, όπου οι οριζόντιες τείνουν να εμφανίζουν ευνοϊκότερη σωρευτική συμπεριφορά.

Σε ό,τι αφορά τη μέθοδο πληρωμής, τα αποτελέσματα δεν καταδεικνύουν σταθερά στατιστικά ισχυρές διαφορές. Ωστόσο, η κατεύθυνση των μέσων τιμών μπορεί να συζητηθεί υπό το πρίσμα της κλασικής βιβλιογραφίας που συνδέει την πληρωμή με μετρητά με βαθμό εμπιστοσύνης και περιορισμό του κινδύνου υπερτίμησης, ενώ η πληρωμή με μετοχές συχνά συνδέεται με δυσμενέστερη αγορά-αντίδραση (Travlos, 1987). Η μη ανάδειξη ισχυρής στατιστικής διαφοροποίησης στην παρούσα μελέτη μπορεί να αποδοθεί στο μικρό μέγεθος και στην ετερογένεια του δείγματος.

Αναφορικά με τη γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής, η ελληνική βιβλιογραφία δεν προσφέρει άμεσα συγκρίσιμες μελέτες που να εξετάζουν συστηματικά τη διάκριση μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, με πιθανή εξαίρεση τη μελέτη των Paradakis and Thanos (2010), η οποία εστιάζει στην προτίμηση των αγοραστών για οριζόντιες έναντι ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων. Ως εκ τούτου, η ερμηνεία των αποτελεσμάτων της παρούσας ανάλυσης βασίζεται κυρίως στη διεθνή βιβλιογραφία. Σε γενικές γραμμές, τα ευρήματα εμφανίζονται συμβατά με τις διεθνείς μελέτες, σύμφωνα με τις οποίες η γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής μπορεί να επηρεάζει την αντίδραση της αγοράς, χωρίς όμως η επίδραση αυτή να είναι κατ' ανάγκην ενιαία ή μονοσήμαντη, καθώς εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της συμφωνίας, το θεσμικό περιβάλλον και τις συνθήκες της αγοράς.

Τα αποτελέσματα της πολυμεταβλητής ανάλυσης (OLS) ενισχύουν την εικόνα ότι η ερμηνεία των βραχυχρόνιων CARs απαιτεί πλουσιότερη πληροφόρηση. Τα υποδείγματα παρουσιάζουν περιορισμένη ερμηνευτική ισχύ, ενώ προκύπτουν ορισμένες ενδεικτικές συσχετίσεις που σχετίζονται με το μακροοικονομικό περιβάλλον και τη γεωγραφική διάσταση της συναλλαγής. Η διαπίστωση αυτή είναι συμβατή με τη γενική εμπειρική πραγματικότητα των event studies, όπου η μεταβλητότητα των μη-κανονικών αποδόσεων συχνά καθορίζεται από παράγοντες που δεν αποτυπώνονται πλήρως σε διαθέσιμες, συνοπτικές μεταβλητές (MacKinlay, 1997; Strong, 1992).

Συνοψίζοντας, τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης δείχνουν ότι οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ελληνική αγορά, για την περίοδο 2005–2024, δεν συνοδεύονται κατά μέσο όρο από ισχυρές βραχυχρόνιες υπεραποδόσεις των αγοραστών στα στενά χρονικά παράθυρα γύρω από την ανακοίνωση. Παράλληλα, τα ευρήματα αναδεικνύουν σημαντική ετερογένεια στις αποδόσεις ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής και το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο πραγματοποιείται.

Ειδικότερα, παρατηρείται τάση οι αγοραστές να εμφανίζουν σχετικά υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με αντίστοιχα ευρήματα για πιο ανεπτυγμένες και έντονα ανταγωνιστικές αγορές. Επιπλέον, οι συναλλαγές που χρηματοδοτούνται με μετρητά φαίνεται να συνδέονται με πιο θετική αντίδραση της αγοράς σε σχέση με άλλους τρόπους πληρωμής. Παρόμοια τάση καταγράφεται και στις εγχώριες

συναλλαγές, όπου οι αποδόσεις των αγοραστών εμφανίζονται υψηλότερες σε σύγκριση με τις διασυννοριακές εξαγορές. Αντίστοιχα, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζουν σχετικά ευνοϊκότερη αποτίμηση από την αγορά, πιθανόν λόγω της προσδοκίας δημιουργίας λειτουργικών συνεργειών. Αντίθετα, οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται κατά τα έτη της οικονομικής κρίσης τείνουν να συνοδεύονται από χαμηλότερες αποδόσεις για τους αγοραστές.

Συνολικά, τα ευρήματα αυτά είναι γενικά συμβατά με τη διεθνή βιβλιογραφία, η οποία επισημαίνει ότι σε αγορές με χαμηλότερο επίπεδο ανταγωνισμού οι αγοραστές ενδέχεται να εμφανίζουν σχετικά υψηλότερες αποδόσεις (Alexandridis et al., 2010). Παράλληλα, κινούνται στην ίδια γενική κατεύθυνση με τη μελέτη των Kyriazis and Diakogiannis (2008) για την ελληνική αγορά, οι οποίοι διαπιστώνουν ότι οι αγοράστριες επιχειρήσεις καταγράφουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, υψηλότερες από εκείνες που έχουν παρατηρηθεί σε ανεπτυγμένες αγορές (Αγγλοσαξονικές). Ωστόσο, το σχετικά μικρό μέγεθος του δείγματος περιορίζει τη στατιστική ισχύ των αποτελεσμάτων και δεν επιτρέπει την εξαγωγή ισχυρών γενικεύσεων. Για τον λόγο αυτό, μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να επεκτείνει το δείγμα και να ενσωματώσει επιπλέον επεξηγηματικές μεταβλητές, ώστε να εξεταστεί πιο διεξοδικά η επίδραση των χαρακτηριστικών των συναλλαγών στις αποδόσεις των αγοραστών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Διεθνής βιβλιογραφία

Agrawal, A., Jaffe, J.F. and Mandelker, G.N. (1992) 'The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly', *Journal of Finance*, 47(4), pp. 1605–1621.

Alexandridis, G., Petmezas, D. and Travlos, N.G. (2010) 'Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence', *Financial Management*, 39(4), pp. 1671–1695.

Andrade, G., Mitchell, M. and Stafford, E. (2001) 'New evidence and perspectives on mergers', *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 103–120.

Aybar, B. and Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317–1338.

Betton, S., Eckbo, B. E., and Thorburn, K. S. (2008). Corporate takeovers. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 2, 291–430.

Bris, A., and Cabolis, C. (2008). *The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers*. *Review of Financial Studies*, 21, 2605–2648.

Brown, S. and Warner, J. (1985) 'Using daily stock returns: The case of event studies', *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp. 3–31.

Bruner, R. (2004) *Applied mergers and acquisitions*. Hoboken: Wiley.

Chang, S. J. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.

Cho, S. (2022) 'Review of the literature on merger waves', *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 432.

DePamphilis, D. (2019) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 8th edn.

Devos, E., Kadapakkam, P. R., and Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179–1211.

Dobbs, R., Koller, T. and Rehm, W. (2010) *Value: The four cornerstones of corporate finance*.

Doukas, J. and Travlos, N.G. (1988) 'The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions', *The Journal of Finance*, 43(5), pp. 1161–1175.

Eckbo, B. Espen and Thorburn, K.S. (2000) 'Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1), pp. 1–25.

Fama, E. F., L. Fisher, M.C. Jensen and Roll (1969). The adjustment of stock price to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.

Fama, E.F. and French, K.R. (1993) 'Common risk factors in the returns on stocks and bonds', *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp. 3–56.

Fan, J. P. H., and Goyal, V. K. (2006). On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers*. *The Journal of Business*, 79(2), 877–902

Fee, E., and S. Thomas, (2004), "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier and Rival Firms," *Journal of Financial Economics* 73, 423-460

Fich, E. M., Nguyen, T., and Officer, M. S. (2012). Large wealth creation in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Intermediation*, 21(3), 439–456.

Fishman, M.J. (1989) 'Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions', *The Journal of Finance*, 44(1), pp. 41–57.

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(4), pp. 1763–1793.

Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7th ed.). Wiley.

Golubov, A., Petmezas, D., and Travlos, N. G. (2012). Empirical mergers and acquisitions research: a review of methods, evidence and managerial implications. *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, 287–313.

Gross, S. K. H., and Lindstädt, H. (2006). Horizontal and vertical takeover and sell-off announcements: Abnormal returns differ by industry. *Corporate Ownership and Control*, 3(2), 23-30.

Hansen, R.G. (1987) 'A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions', *The Journal of Business*, 60(1), pp. 75–95.

Harford, J. (2005) 'What drives merger waves?', *Journal of Financial Economics*, 77(3), pp. 529–560.

Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S. (1992) 'Does corporate performance improve after mergers?', *Journal of Financial Economics*, 31(2), pp. 135–175.

Herman, E.S. and Lowenstein, L. (1988) 'The efficiency effects of hostile takeovers', in Coffee, J.C. Jr., Lowenstein, L. and Rose-Ackerman, S. (Eds.)

Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover. New York: Oxford University.

Jensen, M.C. (1986) 'Agency costs of free cash flows', *American Economic Review*.

Jensen, M. and Ruback, R. (1983) 'The market for corporate control', *Journal of Financial Economics*, 11(1), pp. 5–50.

Kothari, S. P., and Warner, J. B. (2007). Econometrics of event studies. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (Vol. 1, pp. 3–36). Elsevier.

KPMG. (1999) *Unlocking shareholder value: The keys to success. Merges and Acquisitions, A Global Research Report*. By John Kelly and Colin Cook.

KPMG. (2011) *A new dawn: Good deals in challenging times. KPMG Global Survey*. By D.Tieman.

Kyriazis D. (2010). The long-term post acquisition performance of Greek acquiring firms, *International Research Journal of Finance and Economics*, 43, :69-79.

Kyriazis, D. and Diakogiannis, G. (2008) 'The determinants of wealth gains in Greek takeover bids', *International Research Journal of Finance and Economics*, 22, pp. 162–177.

Liargovas, P., Repousis, S. and Skandalis, K. (2011) 'Mergers and acquisitions in the Greek banking sector: An event study of shareholder wealth effects', *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), pp. 89–100.

Mackinlay, A.C. (1997) 'Event studies in economics and finance', *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp. 13–39.

Martynova, M. and Renneboog, L. (2008) 'A century of corporate takeovers: What have we learned?', *Journal of Banking and Finance*, 32(10), pp. 2148–2177.

McKinsey (2024). By Henry, J. and M.Van Oestende. *Top M&A trends in 2024*.

McKinsey (2025). By Henry, J. and M.Van Oestende. *M&A Annual Report*.

Mitchell, M., and Mulherin, J. (1996). Does the Method of Payment in Takeovers Matter? *Journal of Financial Economics*, 41(3), 485-500.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228.

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1990) 'Do managerial objectives drive bad acquisitions?', *The Journal of Finance*, 45(1), pp. 31–48.

Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221.

Papadakis, V.M. and Thanos, I.C. (2010) 'Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria', *British Journal of Management*, 21(4), pp. 859–873.

Peterson, P. P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36–66.

Protopapas, P., Travlos, N.G. and Tsangarakis, N.V. (2003) 'Mergers and acquisitions in Greece: Stock price reaction of acquiring and target firms', *Spoudai*, 53(4), pp. 80–104.

PwC Greece. (2024) Deals in Greece 2024: Annual Report.

Ravenscraft, D. J., and Scherer, F. M. (1987). Horizontal Mergers and Stockholder Wealth. *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 525-539.

Rehm, W. and West, A. (2015) 'M&A 2015: New highs, and a new tone', McKinsey and Company.

Rhodes-Kropf, M. and Viswanathan, S. (2004) 'Market valuation and merger waves', *Journal of Finance*, 59(6), pp. 2685–2718.

Roll, R. (1986) 'The hubris hypothesis of corporate takeovers', *Journal of Business*, 59(2), pp. 197–216.

Schijven, M., and Hitt, M. A. (2012). The vicarious wisdom of crowds: Toward a behavioral perspective on investor reactions to acquisition announcements. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1247–1268.

Strong, N. (1992). Modelling abnormal returns: A review article. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(4), 533–553.

Sudarsaman, S (2010). Creating Value from Merges and Acquisitions.

Travlos, N.G. (1987) 'Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns', *Journal of Finance*, 42(4), pp. 943–963.

Weston, J. F., Mulherin, J. H., and Mitchell, M. L. (2013). Takeovers, restructuring, and corporate governance (4th ed.). Pearson.

Ελληνική βιβλιογραφία

Κυριαζής (2025) 'Συγχωνεύσεις και Εξαγορές', 3^η έκδοση, Αθήνα, Εκδ. Διπλογραφία

Κυριαζής, Δ. (2003). Οι Συνέπειες από τις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Εισηγμένων Εταιρειών. Εφημερίδα «Ναυτεμπορική» (4/10/2003).

Παπαδάκης Β. (2016). Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία. Τόμος Α Θεωρία, 7^η έκδοση, Αθήνα, Εκδ. Ε. Μπένου.