

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ &
ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
ΣΤΟ ΧΑΑ**

**ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ
ΜΩΡΑΪΤΗΣ(ΜΧΡΗ 0526)**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Κ. ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ

Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
του Πανεπιστήμιου Πειραιά
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Πειραιάς
Ιούλιος 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	9
2.1 Βασικοί ορισμοί Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	9
2.2 Νομοθετικό πλαίσιο της Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ ΚΑΙ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	15
3.1 Θεωρίες που εξηγούν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις	15
3.2 Νέες υποθέσεις	18
3.3 Θεωρίες που εξηγούν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις στην μακροχρόνια περίοδο	21
3.4 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας	22
3.4.1 Μελέτες που εξετάζουν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στον πλούτο των μετόχων κατά την περίοδο της ανακοίνωσης	23
3.4.1.1 Παρουσίαση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών για τη βραχυχρόνια περίοδο	24
3.4.2 Μελέτες που εξετάζουν αν η επιλογή του τρόπου πληρωμής δημιουργεί μετοχική αξία κατά την μακροχρόνια περίοδο	40
3.4.2.1 Παρουσίαση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών που εξετάζουν αν η επιλογή του τρόπου πληρωμής επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων κατά την μακροχρόνια περίοδο	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ - ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	47
4.1 Εισαγωγή	47
4.2 Δεδομένα	50
4.3 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων στη βραχυχρόνια περίοδο	51
4.4 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων στη μακροχρόνια περίοδο	55
4.5 Παρουσίαση δείγματος μακροχρόνιας περιόδου	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	61
5.1 Αποτελέσματα της έρευνας για την περίοδο ανακοίνωσης	61
5.1.1 Αποτελέσματα αγοραστριών εταιριών κατά την περίοδο ανακοίνωσης	62
5.1.2 Αποτελέσματα αγοραστριών εταιριών που κάνουν προσφορά για εξαγορά ή συγχώνευση σε εισηγμένες εταιρίες	65
5.1.3 Αποτελέσματα αγοραστριών εταιριών που κάνουν προσφορά για εξαγορά ή συγχώνευση σε μη εισηγμένες εταιρίες	68
5.1.4 Αποτελέσματα Εταιριών-Στόχων κατά την περίοδο ανακοίνωσης	73
5.2 Αποτελέσματα της έρευνας για την μακροχρόνια περίοδο	76
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΠΙΛΟΓΟΣ	81
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	86
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	90

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ιστορία των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ποικίλη και αποτελεί τη πιο δημοφιλή μορφή επιχειρηματικής επένδυσης, ειδικότερα στις χώρες εκείνες που ακολουθούν το αγγλοαμερικανικό πρότυπο των κεφαλαιαγορών. Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία είναι γεμάτη από έρευνες που μελετούν την επίδραση της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στις τιμές των μετοχών των εξαγοράζουσων και εξαγοραζόμενων εταιρειών τόσο στην βραχυχρόνια όσο και στην μακροχρόνια περίοδο. Τα τελευταία όμως χρόνια, όλο και περισσότεροι ερευνητές μελετούν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις στην περίοδο ανακοίνωσης και στην μακροχρόνια περίοδο, που κυμαίνεται από 1 έτος έως 5 έτη. Οι περισσότερες από τις μελέτες αυτές συμφωνούν ότι κατά την περίοδο ανακοίνωσης οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών αποκομίζουν μηδενικές ή ελάχιστα θετικά αποδόσεις, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις σημαντικά θετικές υπεραποδόσεις όταν προβαίνουν σε εξαγορά με καταβολή μετρητών. Αντίθετα, όταν η πληρωμή για την συγχώνευση γίνεται με ανταλλαγή μετοχών, τότε οι ίδιοι μέτοχοι υφίστανται σημαντικά αρνητικές αποδόσεις. Επιπλέον, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιριών απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις, οι οποίες όμως είναι μεγαλύτερες όταν πληρώνονται με μετρητά από ότι όταν λαμβάνουν μετοχές της απορροφώσας εταιρίας. Ενώ στην βραχυχρόνια περίοδο, έχουμε πλήθος μελετών που ουσιαστικά πιστοποιούν τα ανωτέρω, στην μακροχρόνια περίοδο δεν είναι τόσο σαφή τα συμπεράσματα, αλλά διαφαίνεται και πάλι η ανωτερότητα των μετοχικών αποδόσεων των εταιριών που πληρώνουν με μετρητά έναντι αυτών που χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής τις μετοχές τους. Η πλειοψηφία της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας έχει ρίξει το βάρος της στην ανάλυση της επίδρασης του τρόπου πληρωμής στον πλούτο των μετόχων κυρίως σε αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές όπως είναι αυτές των ΗΠΑ, Ην. Βασιλείου, του Καναδά και της Δυτικής Ευρώπης. Εντούτοις, υπάρχει έλλειψη

ερευνητικών εργασιών που να εξετάζει την επίδραση του τρόπου πληρωμής σε αναπτυσσόμενες αγορές .

Η συγκεκριμένη εργασία με κριτική σκέψη αξιολογεί τα αποτελέσματα των προηγούμενων ερευνών που μελέτησαν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις και θα εξετάσει την συγκεκριμένη επίδραση για την Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά τόσο κατά την περίοδο ανακοίνωσης όσο και για μια περίοδο 1 έως 3 ετών από την ολοκλήρωση της επιχειρηματικής μετατροπής . Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 102 συγχωνεύσεων και εξαγορών για την περίοδο ανακοίνωσης και δείγμα 90 επιχειρηματικών μετατροπών για την μακροχρόνια περίοδο για το χρονικό διάστημα 1993-2006, η εργασία αυτή δείχνει ότι η ανακοίνωση του τρόπου πληρωμής επηρεάζει τις μετοχικές αποδόσεις των επενδυτών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς όταν οι αγοράστριες εταιρίες πληρώνουν με μετρητά περισσότερο από όταν ανακοινώνουν ως μέσο ανταλλαγής τις μετοχές τους. Συγκεκριμένα , οι μέτοχοι τόσο των αγοραστριών όσο και των εταιριών στόχων κερδίζουν σημαντικά θετικές υπεραποδόσεις όταν χρησιμοποιούνται ταμειακά διαθέσιμα ως μέσο πληρωμής , ενώ οι αποδόσεις αυτές είναι σημαντικά μικρότερες όταν χρησιμοποιούνται οι μετοχές των αγοραστριών εταιριών ως μέσο ανταλλαγής. Στην μακροχρόνια όμως περίοδο, τα αποτελέσματα δεν επιβεβαιώνουν την διεθνή βιβλιογραφία , καθώς η διαφορά των μακροχρόνιων μη κανονικών αποδόσεων στις εξαγορές με μετρητά και με ανταλλαγή μετοχών κρίνεται ως μη στατιστικά σημαντική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα παγκόσμιο φαινόμενο που ξεκίνησε στις ΗΠΑ στο τέλος του 19^{ου} αιώνα και στην Ευρώπη, με πιο δυναμικό εκπρόσωπο την Μεγάλη Βρετανία κυρίως κατά τα τελευταία 20 χρόνια. Μετά από το πέρας του 5^{ου} κύματος από το 1992 -2000, που χαρακτήρισε και την τελευταία δεκαετία του 20^{ου} αιώνα αλλά και την πτώση που παρατηρήθηκε λόγω και της επιβράδυνσης της αμερικανικής οικονομίας και της οικονομίας της Ευρωζώνης, η αγορά των επιχειρηματικών μετατροπών αρχίζει και πάλι να αναζωπυρώνεται.

Η πτώση των συνόρων σε οικονομικό επίπεδο, η κατάργηση των μέτρων προστατευτισμού από τις εθνικές οικονομίες και η εντατικοποίηση της παγκοσμιοποίησης, έχουν δημιουργήσει δύο τάσεις διεθνώς :

A) Τη μετακίνηση της βιομηχανικής κυρίως δραστηριότητας σε χώρες χαμηλού κόστους, όπως είναι η Ινδία και η Κίνα

B) την τάση συγκέντρωσης μέσω εξαγορών & συγχωνεύσεων για την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας, μείωση του κόστους και βελτίωση της κερδοφορίας.

Το 2006 αποτέλεσε μια χρονιά ρεκόρ για την δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς η αξία του όγκου συναλλαγών ξεπέρασε τα 3,76 τρις. \$ σε σχέση με τα 3,4 τρις. \$ το 2000. Επιπλέον, η διαθέσιμη ρευστότητα που τοποθετήθηκε στην αγορά του επιχειρηματικού ελέγχου από εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity funds) έφθασε τα 2 τρις,\$¹. Ακόμα ,

¹ Παρουσίαση της Deloitte Business Solutions A.E στον Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών

πέρα από τη τοποθέτηση των κεφαλαίων αυτών στο στίβο των συγχωνεύσεων & εξαγορών , παρατηρείται αυξητική τάση σε εχθρικές εξαγορές που δεν υπήρχε παλαιότερα, νέοι αγοραστές από αναπτυσσόμενες χώρες εισέρχονται στην αγορά και πλέον αρχίζουν να γίνονται πραγματικότητα οι συγχωνεύσεις μεταξύ 1ης και 2ης εταιρίας ενός κλάδου.

Συμπερασματικά, η τάση συγκέντρωσης μέσω εξαγορών & συγχωνεύσεων σε κάθε κλάδο, δεν αποτελεί ιστορική παρένθεση, αλλά νέα τάση και αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης για την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και αναπόφευκτα θα συνεχιστεί.

Την τελευταία δεκαετία και στην χώρα μας παρατηρήθηκε μια ραγδαία αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι σημαντικές θεσμικές και διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν κυρίως στο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών καθώς και οι σπουδαιές εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον, όπως η αλματώδη πρόοδος της τεχνολογίας , η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και η ανάπτυξη των διεθνών αγορών , δημιούργησαν ένα περιβάλλον όπου η αύξηση του μεγέθους των ελληνικών εταιριών προέβαλε ως επιτακτική ανάγκη για την επιβίωσή τους .

Η συγκέντρωση μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων αποτελεί μια βιώσιμη λύση για πολλές ελληνικές εταιρίες ,αφού θα επιφέρει μια πιο ορθολογική κατανομή των πόρων στους αντίστοιχους κλάδους. Παράλληλα , θα οδηγήσει στην ενίσχυση των μεριδίων αγοράς και των οικονομικών μεγεθών , την εκμετάλλευση των συνεργιών και τη βελτίωση των περιθωρίων κέρδους αυξάνοντας την ανταγωνιστικότητα των εταιριών αυτών και τη δυνατότητα τους για ανάπτυξη.

Ύστερα από μια πτώση που παρατηρήθηκε στον αριθμό και την αξία των συναλλαγών από το 2002 , η ελληνική αγορά συνεχίζει δυναμικά στον δρόμο

που είχε χαρακτηρίσει κατά τη διετία 1999-2000. Οι συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί πλέον στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό, ενεργούν ως καταλύτης για την πραγματοποίηση συναλλαγών.

Βασικοί παράγοντες που αναμένουμε ότι στο μέλλον θα επηρεάζουν την εξέλιξη αυτή είναι η ακόμα μεγαλύτερη απελευθέρωση της ελληνικής αγοράς, η υλοποίηση έργων μέσω συμπράξεων δημοσίου και ιδιωτικού τομέα, η δημοσιονομική εξυγίανση των οικονομικών του κράτους και το νέο νομοσχέδιο για την λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Ταυτόχρονα, η προώθηση των επενδύσεων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών που στοχεύεται μέσω του νέου αναπτυξιακού νόμου (Ν.3229/2004), η παράταση των φορολογικών κινήτρων του Ν. 2992/2002 καθώς και η σταδιακή μείωση της φορολογίας εταιριών στο 25% το 2007, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη από τις ελληνικές εταιρίες που προγραμματίζουν στρατηγικές εξαγορών σε συνδυασμό με τις καινούργιες απαιτήσεις των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ).

Γίνεται επομένως κατανοητό ότι σε ένα τόσο δυναμικό περιβάλλον, η υλοποίηση προγραμμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών αποκτά ιδιαίτερη σημασία, ενώ η οικοδόμηση της συμφωνίας και των όρων, όπως ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος και το ύψος του τιμήματος, επηρεάζουν την επακόλουθη στρατηγική πορεία των νέων εταιριών.

Σκοπός της παρούσας διατριβής είναι να ερευνήσει την επίδραση που έχει ο τρόπος της πληρωμής πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο των αγοραστριών όσο και των αγοραζόμενων εταιριών για επιτυχείς συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα την περίοδο 1993-2006. Συγκεκριμένα, θα αναλυθεί η διαφοροποίηση των κερδών ανάλογα με τον εκάστοτε τρόπο πληρωμής για τους μετόχους εταιριών που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο

Αξιών Αθηνών , και που έχουν υποβάλλει προσφορά ή έχουν δεχθεί προσφορά για εξαγορά από άλλη εταιρία που είναι εισηγμένη ή μη στο Χ.Α.Α. Συνεπώς από την ανάλυση μας , αποκλείονται εταιρίες-στόχοι των ελληνικών εισηγμένων που βρίσκονται στο εξωτερικό.

Η μέθοδος που θα εφαρμοστεί για την μελέτη μας είναι η λεγόμενη μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology) . Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή , οι πραγματικές αποδόσεις των εταιριών που συμμετέχουν σε μια εξαγορά, συγκρίνονται με τις αναμενόμενες αποδόσεις των εταιριών , που θα πραγματοποιούσαν αν δεν συνέβαινε το γεγονός .

Η σημασία της παρούσας εργασίας είναι μεγάλη για διάφορους λόγους. Πρώτα από όλα, οι μελέτες που εξετάζουν την επίδραση του τρόπου πληρωμής πάνω στον πλούτο των μετόχων είναι λίγες στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, πόσο μάλλον αυτές που αναφέρονται στην ελληνική αγορά. Δεύτερον, θα εξεταστεί η επίδραση αυτή τόσο κατά την περίοδο της ανακοινώσεως της δημόσιας πρότασης(announcement period), όσο και για την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης(post-merger period). Τρίτον, η αξιολόγηση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών για την περίοδο μετά την ανακοίνωση θα γίνει με τη χρησιμοποίηση μιας συγκρίσιμης εταιρίας (matching firm approach).Τέταρτον, σύμφωνα και με το Ν.3461/2006, καθορίζεται πλέον επακριβώς το νομικό πλαίσιο που θα διέπει τη δημοσιότητα των προσφορών για εξαγορά ,είτε προαιρετικών είτε υποχρεωτικών στην Ελλάδα. Στο πληροφοριακό δελτίο που δημοσιεύουν οι προτείνουσες την προσφορά εταιρίες εμφανίζεται ως πληροφορία πρώτης σημασίας και ο τρόπος πληρωμής των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρίας . Άρα έχει πολλή μεγάλη σημασία να δούμε πως η αγορά επηρεαζόταν από την ανακοίνωση του τρόπου πληρωμής και πριν την εφαρμογή του νόμου αυτού. Πέμπτον, η εργασία αυτή θα αποτελέσει την αρχή στην μελέτη της επίδρασης διαφόρων παραγόντων (μικροοικονομικών,

μακροοικονομικών, ρυθμιστικών) στον τρόπο της πληρωμής των επιχειρηματικών ενοποιήσεων στην Ελλάδα.

Η εργασία αυτή χωρίζεται σε 5 μέρη. Στο 1^ο μέρος παρουσιάζεται μια μικρή εισαγωγή στους ορισμούς των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και η κατηγοριοποίηση τους . Στο 2^ο μέρος , θα αναλυθούν οι μέθοδοι και τα εμπειρικά πορίσματα που έχουν καταλήξει ερευνητές διεθνώς και κυρίως στις ΗΠΑ , το Ην.Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη σχετικά με την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις. Στο 3^ο μέρος , παρουσιάζεται η περιγραφή της μεθοδολογίας που θα χρησιμοποιηθεί, τα δεδομένα και η πηγή εύρεσης τους καθώς και τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Στο 4^ο μέρος , θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα της έρευνας μας, και στο 5^ο μέρος τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση των ευρημάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Στο παρόν θα κεφάλαιο , θα δοθούν οι ορισμοί των συγχωνεύσεων και εξαγορών , όπως έχουν διαμορφωθεί στην Ελλάδα. Οι ορισμοί είναι ιδιαίτερα χρήσιμοι, αφού ο τρόπος με τον οποίο γίνεται μια συγχώνευση ή εξαγορά στην ελληνική επικράτεια και υπό την ελληνική νομοθεσία , υποδηλώνει και το μέσο πληρωμής. Επίσης, στις ανακοινώσεις που κάνουν οι εταιρίες και δημοσιοποιούνται μέσω της ιστοσελίδας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αναφέρονται ο τρόπος με τον οποίο θα γίνει η συγχώνευση ή εξαγορά, οι νόμοι με βάση τους οποίους θα γίνουν οι όποιες ενέργειες και το καθορισμένο τίμημα.

2.1 Βασικοί ορισμοί Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι βασικός τρόπος υλοποίησης στρατηγικών επέκτασης και ανάπτυξης της δραστηριότητας μιας μεγάλης , μεσαίας ή μικρής επιχείρησης. Οι άλλοι τρόποι περιλαμβάνουν τη δημιουργία συμμαχιών (strategic alliances) και την ανάπτυξη με ίδια μέσα. Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 68 του Κωδ.Ν 2190/1920, η συγχώνευση ανωνύμων εταιριών στην Ελλάδα πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρίας .

Συγχώνευση με απορρόφηση είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρίες(που καλούνται απορροφούμενες)διαλύονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάρισή τους, παύουν να υπάρχουν ως νομικά πρόσωπα και το σύνολο της περιουσίας τους(ενεργητικό και παθητικό)μεταβιβάζεται σε άλλη υφιστάμενη εταιρία(που καλείται η απορροφούσα),ενώ στους μετόχους των απορροφημένων εταιριών δίνονται μετοχές της απορροφούσας και ενδεχομένως ένα ορισμένο χρηματικό ποσό. Το χρηματικό ποσό όμως, δεν

πρέπει να υπερβαίνει το 10 % της ονομαστικής αξίας των μετοχών που χορηγούνται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών, αλλά και αθροιστικά της αξίας της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας .

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση , μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης , στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρία και ενδεχομένως, ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται.

Σε μια συγχώνευση, τα διοικητικά συμβούλια 2 εταιριών συμφωνούν να ενωθούν και αποζητούν τις αποφάσεις των Γ.Σ ώστε να εγκριθεί το νέο επιχειρηματικό μόρφωμα. Στις περισσότερες περιπτώσεις χρειάζεται η έγκριση τουλάχιστον του 50% του πρεσβεύοντος Μετοχικού κεφαλαίου από τους μετόχους .

Εκτός από την συγχώνευση ,όπως την ορίζει ο Κωδ.Ν 2190/1920 υπάρχουν και άλλοι βασικοί μετασχηματισμοί που επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων. Αυτοί είναι:

Η Συγχώνευση με εξαγορά(άρθρο 79 του Κωδ.Ν 2190/1920): Εξαγορά είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες Α.Ε (καλούμενες εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν μετά την λύση τους χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση σε άλλη Α.Ε (καλούμενη εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό), έναντι απόδοσης στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών του αντιτίμου των μετόχων τους. Η εξαγορά εξομοιώνεται με την απορρόφηση από λειτουργούσα Α.Ε ή άλλων Α.Ε και συνεπώς εφαρμόζονται, ανάλογα οι διατάξεις των άρθρων 69-77 του Κ.Ν 2190/1920 και μάλιστα, χωρίς τις

εξαιρέσεις του άρθρου 78(για την περίπτωση της απορρόφησης Α.Ε από άλλη που κατέχει το 100% μετοχών της)που σημαίνει ότι, στην εξαγορά εφαρμόζεται ολόκληρη η αυστηρή και γραφειοκρατική διαδικασία της συγχώνευσης. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εξαγοράς, που την διαφοροποιούν από τη συγχώνευση με απορρόφηση , είναι τα ακόλουθα :

Α) κατά τη συγχώνευση με εξαγορά, δεν γίνεται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, της εξαγοράζουσας, όπως αυτό συμβαίνει, κατά κανόνα ,στη συγχώνευση με απορρόφηση(αλλά και στη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας),από τη συνένωση των καθαρών θέσεων των συγχωνευόμενων εταιριών και ίσως , από συμπληρωματικές εισφορές .

Β) Η εξαγοράζουσα δεν εκδίδει μετοχές(αφού καταβάλει την αξία τους στους μετόχους της εξαγοραζόμενης), ενώ αντίθετα στη συγχώνευση τόσο με απορρόφηση όσο και με σύσταση νέας εταιρίας, εκδίδονται πάντοτε μετοχές.

Γ) Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας δεν γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας αφού παραδίδουν τις μετοχές προς ακύρωση και λαμβάνουν το συμφωνημένο τίμημα.

Ο τύπος αυτός της εξαγοράς σπανίζει στην πράξη, ενώ πολύ συχνά σε παγκόσμιο επίπεδο, χρησιμοποιείται η μέθοδος της εξαγοράς του χαρτοφυλακίου(πλειοψηφίας ή του συνόλου) των μετοχών μιας ανώνυμης εταιρίας, που σημαίνει ότι η εξαγοραζόμενη εταιρία, σε αντίθεση με την προηγούμενη μέθοδο, εξακολουθεί να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο και μετά την εξαγορά. Απλώς με την εξαγορά αυτήν, η επιχείρηση «αλλάζει» χέρια. Στο πλαίσιο αυτό εντάσσεται και η δημόσια δήλωση της αγοράστριας εταιρίας προς μετόχους της υπό αγοράς εταιρίας .Συγκεκριμένα, μπαίνει σε εφαρμογή μια ολόκληρη διαδικασία που λέγεται Δημόσια πρόταση ή Δημόσια Προσφορά.

Δημόσια Πρόταση : Σε μια δημόσια πρόταση(public tender offer), μια εταιρία προτείνει(ο προτείνων)προς τους μετόχους μιας άλλης εταιρίας, που είναι εισηγμένη (η υπό εξαγορά εταιρία)στο χρηματιστήριο αξιών, την αγορά των κοινών μετοχών τους και την ανακοινώνει μέσω του δελτίου τύπου του χρηματιστηρίου και των μέσων μαζικής επικοινωνίας, έτσι ώστε να είναι ενήμεροι όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη για την δημόσια προσφορά εξαγοράς. Οι μέτοχοι της υπό εξαγορά εταιρίας μέσα σε ένα προσυμφωνημένο χρονικό διάστημα, που αναφέρεται στο πληροφοριακό δελτίο που δημοσιεύει ο προτείνων, προσκομίζουν τις βεβαιώσεις αποδοχής στον αρμόδιο φορέα που τις συλλέγει και ύστερα από το πέρας του χρονικού διαστήματος αποδοχής της δημόσιας πρότασης(και εφόσον κριθεί επιτυχής από την αγοράστρια εταιρία) παίρνουν το αντάλλαγμα που έχει δημοσιευθεί και παραδίδουν τις μετοχές τους.

2.2 Νομοθετικό πλαίσιο της Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς

Το 2000, προκειμένου να εκσυγχρονίσει το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις εξαγορές στην κεφαλαιαγορά, όταν αντικείμενο της εξαγοράς είναι οι εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προχώρησε στην έκδοση Κανονισμού(Απόφαση Ε.Κ 1/195/2000)με τίτλο «Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών».

Με τον Κανονισμό αυτόν θεσπίστηκαν δύο ειδών δημόσιες προτάσεις: η (εθελούσια) Δημόσια Πρόταση, στην οποία ο προτείνων, εφόσον επιλέξει να προβεί σε αυτήν, θα πρέπει να απευθύνει στους κατόχους κινητών αξιών πρόταση για την απόκτηση ποσοστού τουλάχιστον 50 % επί του συνόλου των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας. Επιπλέον, υποχρεούται να ορίσει τον ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών, που πρέπει να γίνει αποδεκτός για την ισχύ της Δημόσιας Πρότασης, με ελάχιστο όριο το 40%. Η δεύτερη είναι η υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση , όπου στην περίπτωση κατά την οποία κάποιο

πρόσωπο αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του 50% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγοράς εταιρίας, υποχρεούται εντός 30 ημερών από την απόκτηση αυτή να απευθύνει Δημόσια Πρόταση Αγοράς για το σύνολο των υπό εξέταση κινητών αξιών. Με τον τρόπο αυτό, παρέχεται η δυνατότητα επιλογής στους μετόχους μειοψηφίας της υπό εξαγορά εταιρίας να παραμείνουν μέτοχοι με την νέα πλειοψηφία ή να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους με ευνοϊκούς όρους. Η απόφαση αυτή τροποποιήθηκε με την Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/258/05.12.2002 .

Σημαντική εξέλιξη το 2006 αποτέλεσε και η ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της κοινοτικής οδηγίας 2005/25/ΕΚ για τις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών με το ν. 3461/2006. Οι διατάξεις του νέου νόμου αντικατέστησαν την απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/258/5.12.2002, εκσυγχρονίζοντας περαιτέρω το πλαίσιο διενέργειας δημοσίων προτάσεων για την απόκτηση εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών, με βασικό στόχο την προστασία των μικρομετόχων. Αναγκαίο μέτρο προστασίας των μικρομετόχων μετά την αλλαγή εταιρικού ελέγχου είναι η επιβολή της υποχρέωσης επί των φυσικών και νομικών προσώπων που αποκτούν τον έλεγχο μίας εταιρίας πέραν ορισμένου ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου να απευθύνουν δημόσια προσφορά σε όλους τους κατόχους τίτλων της εν λόγω εταιρίας για την εξαγορά του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου τους σε δίκαιη τιμή, δηλαδή στην τιμή στην οποία πούλησε ο μεγαλομέτοχος της δικές του μετοχές. Ο νέος νόμος ορίζει σε ρεαλιστική πανευρωπαϊκή βάση το συγκεκριμένο ποσοστό κατοχής δικαιωμάτων ψήφου, πάνω από το οποίο κάποιος θεωρείται ότι ελέγχει μία εταιρία και κατ' επέκταση υποχρεούται να υποβάλει δημόσια πρόταση. Το ποσοστό αυτό ορίζεται από το νόμο ως το 1/3 (33,33%) των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου μιας εταιρίας. Παράλληλα το χρονικό διάστημα άσκησης της υποχρέωσης αυτής μειώθηκε σε 20 ημέρες. Ο νόμος προέβλεψε επίσης ότι υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης υπέχει και κάθε πρόσωπο το οποίο, ενώ δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των δικαιωμάτων ψήφου, έχει

πρόθεση ενίσχυσης του ελέγχου που ήδη ασκεί. Συγκεκριμένα, πρόκειται για πρόσωπο που ήδη κατέχει το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου και το οποίο αποκτά μέσα σε δώδεκα μήνες επιπλέον μετοχές σε ποσοστό που ξεπερνά το 3% του μετοχικού κεφαλαίου. Η υποχρέωση αυτή εισήχθη για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο και ακολούθησε τα ισχύοντα σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το νέο πλαίσιο διενέργειας δημοσίων προτάσεων για την απόκτηση εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών τηρώντας την αρχή της ισότητας μετόχων, όχι μόνο διέυρνε τις περιπτώσεις υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, αλλά περιόρισε επίσης τις εξαιρέσεις από την υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης. Επίσης, προκειμένου να διευκολύνει τη διαδικασία εταιρικών αναδιαρθρώσεων, το νέο πλαίσιο έδωσε το δικαίωμα σε έναν προσφέροντα ο οποίος έχει αποκτήσει, ύστερα από επιτυχή δημόσια πρόταση, ορισμένο ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου μίας εταιρίας, να υποχρεώνει τους κατόχους των υπολοίπων δικαιωμάτων ψήφου να του πουλήσουν τους τίτλους τους (squeeze out right). Ομοίως, ύστερα από επιτυχή δημόσια πρόταση με αντίστοιχους όρους, το νέο πλαίσιο έδωσε το δικαίωμα στους κατόχους των υπολοίπων δικαιωμάτων ψήφου να απαιτήσουν από τον προτείνοντα να αγοράσει τους τίτλους τους σε εύλογη τιμή (sell out right). Οι ρυθμίσεις αυτές αποσκοπούν κυρίως στη διευκόλυνση χρήσης μηχανισμών διαγραφής εταιριών από το χρηματιστήριο και στην ελαχιστοποίηση του κόστους παραμονής μετόχων μειοψηφίας σε μια εταιρία. Σε γενικές γραμμές το νέο πλαίσιο για τις δημόσιες προτάσεις στοχεύει στην εναρμόνιση σε κοινοτική κλίμακα και διασφάλιση της διαδικασίας απόκτησης εταιρικού ελέγχου σε συνθήκες διαφάνειας και αξιοπιστίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ ΚΑΙ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

Στο παρόν κεφάλαιο, θα παρουσιάσουμε σε πρώτο στάδιο, το θεωρητικό πλαίσιο που έχει καλλιεργηθεί στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία για να εξηγήσει την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις. Σε δεύτερο στάδιο, θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα των σημαντικότερων μελετών, που έχουν δημοσιευθεί και αναφέρονται στην επίδραση αυτή τόσο στη βραχυχρόνια όσο και στη μακροχρόνια περίοδο.

3.1 Θεωρίες που εξηγούν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις στην περίοδο ανακοίνωσης

Τρεις είναι οι βασικές θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν γιατί η τιμή της αγοράστριας εταιρίας και της αγοραζόμενης εταιρίας επηρεάζονται από το τρόπο πληρωμής.

Η πρώτη θεωρία είναι η θεωρία της ασυμμετρίας πληροφόρησης που αναπτύχθηκε από τους Myers και Majluf(1984)². Οι ερευνητές αναπτύσσουν τη θέση τους ότι μια δημόσια πρόταση για εξαγορά, όπου το καθορισθέν τίμημα προβλέπει την ανταλλαγή μετοχών, θα θεωρηθεί από τους συμμετέχοντες της αγοράς ως ένα σήμα ότι οι μετοχές της αγοράστριας εταιρίας είναι υπερτιμημένες. Στην πρώτη κατηγορία θεωριών, ανήκει και το μοντέλο

² Myers ,S.C and N.Majluf , “ Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have information that Investors do not have”, *Journal of Financial Economics* 13, 1984, p. 187-221

σήμανσης που αναπτύχθηκε από τους Leland and Pyle(1977)³, πέρα από αυτό των Myers and Majluf (1984). Τα μοντέλα αυτά υποστηρίζουν ότι σε ένα κόσμο ασύμμετρης πληροφόρησης, ο τρόπος πληρωμής μιας εξαγοράς προσφέρει πολύτιμο πληροφοριακό υλικό στους επενδυτές. Έτσι, εάν τα στελέχη της απορροφώσας εταιρίας γνωρίζουν την πραγματική(εσωτερική αξία) των μετοχών της εταιρίας τους, που είναι υψηλότερη από την τωρινή χρηματιστηριακή τιμή, θα προτιμήσουν να μην προβούν σε έκδοση μετοχών αλλά να πληρώσουν με μετρητά. Επομένως, η αγορά θα ερμηνεύσει τον τρόπο πληρωμής ως ένα σήμα περί της υπερτίμησης ή υποτίμησης της μετοχής της εταιρίας. Επομένως, σύμφωνα με τους DeAngelo και Rise(1984)⁴, που ερμήνευσαν το υπόδειγμα των Myers και Majluf(1984), γίνεται αντιληπτό ότι η αγορά με τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης θα διορθώσει την τιμή της μετοχής προς τα πάνω αν η εξαγορά πληρωθεί με μετρητά ή προς τα κάτω αν γίνει με ανταλλαγή μετοχών. Άρα μία θετική διόρθωση αναμένεται για προσφορές με μετρητά και αρνητική διόρθωση για προσφορές με ανταλλαγή μετοχών.

Εν κατακλείδι, η απόφαση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με μετρητά σημαίνει ουσιαστικά ότι η εταιρία που εξαγοράζει μία άλλη, είναι εκείνη που όχι μόνο αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο αλλά κρατά για τον εαυτό της ολόκληρη την πιθανή μελλοντική απόδοση της εν λόγω επιχειρηματικής κίνησης. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτό η αγοράστρια εταιρία στέλνει ένα ηχηρό μήνυμα στην αγορά ότι πιστεύει πραγματικά στην εξαγορά της εν λόγω επιχείρησης, αλλά το κυριότερο ότι πιστεύει στην αξία της δικής της μετοχής την οποία και δεν επιθυμεί να ανταλλάξει.

³ Leland ,H., Pyle,D. , “ Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation” , *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977, p. 371-387

⁴ DeAngelo,H., DeAngelo,L. ,Rice,E., “ Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth” , *Journal of Law and Economics* , Vol. 28, 1984 ,p.367-401

Αντίθετα, η απόφαση χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, σημαίνει ότι η εταιρία που εξαγοράζει, προσφέρεται στην ουσία να μοιρασθεί τη νέα επιχειρηματική οντότητα που θα προκύψει αμέσως μετά, με τους μετόχους της εξαγοραζόμενης και προς απορρόφηση επιχείρησης, στους οποίους άλλωστε προσφέρει και μετοχές της. Αυτό το γεγονός, η επενδυτική κοινότητα το εκλαμβάνει συνήθως ως μια ένδειξη μικρής πίστης της αγοράζουσας εταιρίας για την ίδια τη μετοχή της.

Η αλληλεσύνδεση μεταξύ της θεωρίας της ασύμμετρης πληροφόρησης και των θεωριών σήμανσης, εξηγεί και την άνοδο της τιμής της μετοχής της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Συγκεκριμένα, η εξαγορά με καταβολή μετρητών θεωρείται από την αγορά ως ένα θετικό σήμα περί της ποιότητας των ταμειακών ροών που γεννάει η δεχόμενη την προσφορά εταιρία. Αυτό συμβαίνει γιατί, η αγοράστρια εταιρία καταβάλλοντας μετρητά θέλει να κρατήσει για τους μετόχους της όλα τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που θα προκύψουν από τις συνέργιες της ενοποιημένης λειτουργίας των επιχειρήσεών τους. Επομένως, η τιμή της μετοχής της εταιρίας στόχου θα αυξηθεί περισσότερο σε μια προσφορά με μετρητά παρά σε μια προσφορά με ανταλλαγή μετοχών.

Η μεταβολή όμως της τιμής της μετοχής της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε σχέση με την επιλογή του τρόπου πληρωμής επηρεάζεται και από την φορολογία. Η υπόθεση των φορολογικών υποχρεώσεων είναι και η δεύτερη κατηγορία θεωριών επεξήγησης της μεταβολής των τιμών των μετοχών των εταιριών που εμπλέκονται σε επιχειρηματικές μετατροπές. Σύμφωνα επομένως με την υπόθεση αυτή, η πληρωμή με μετρητά για απόκτηση μετοχών της εταιρίας στόχου, γεννά μια άμεση φορολογική υποχρέωση προς τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Επομένως, η πληρωμή με μετρητά απαιτεί την καταβολή ενός υψηλότερου premium εξαγοράς ως αντιστάθμισμα της αυξημένης φορολογίας. Αντιθέτως, η δημόσια πρόταση εξαγοράς με

ανταλλαγή μετοχών είναι συνήθως αφορολόγητη έως ότου τελικά πωληθούν οι εν λόγω μετοχές .

Η τρίτη σημαντική κατηγορία υποθέσεων που εξηγεί τις μεταβολές των τιμών των μετοχών των αγοραστριών και των εξαγορασμένων εταιριών είναι αυτή που αναφέρεται στα μοντέλα των ταμειακών ροών. Στο μοντέλο ταμειακών ροών του Jensen(1986)⁵ υποστηρίζεται από τον συγγραφέα ότι τα στελέχη των εταιριών με πληθώρα κεφαλαίων για επενδύσεις έχουν την τάση να σπαταλούν τις ταμειακές ροές σε μη επικερδείς επενδύσεις. Επιπλέον, σύμφωνα με την θεωρία αυτή , τα στελέχη έχουν την κλίση να ξοδεύουν τους πόρους της εταιρίας για δικούς τους, πολλές φορές στενά προσωπικούς σκοπούς, παρά να δώσουν τα επιπλέον αυτά μετρητά στους μετόχους με τη μορφή είτε υψηλότερου μερίσματος είτε επαναγοράς των μετοχών της εταιρίας από την χρηματιστηριακή αγορά. Άρα, οι εξαγορές που γίνονται με καταβολή μετρητών έχουν σαν αποτέλεσμα να μένουν λιγότεροι πόροι στην διάθεση των στελεχών ή να αυξάνουν τις υποχρεώσεις της εταιρίας που προβαίνει στην πράξη αυτή. Επομένως, μένουν λιγότεροι πόροι στα χέρια των στελεχών για να σπαταληθούν σε μη επικερδή επενδυτικά σχέδια, ενώ η αύξηση των υποχρεώσεων συνεπάγεται ένα εντονότερο έλεγχο από τους δανειστές της εταιρίας, άρα και μικρότερη πιθανότητα για ανώφελη παροχή των ταμειακών ροών. Επομένως αυτό σημαίνει , ότι εξαγορές με καταβολή μετρητών οδηγούν σε αύξηση της τιμής της μετοχής της αγοράζουσας εταιρίας.

3.2 Νέες υποθέσεις

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια μεταβολή στην επιλογή του τρόπου πληρωμής . Στην Αμερικανική αγορά, ενώ το 1988 το 60 % των συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιούνταν εξολοκλήρου με καταβολή μετρητών και

⁵ Jensen, M. , “ Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance , and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, p.323-329

μόνο το 2% με ανταλλαγή μετοχών, το 1998 μόνο το 17 % των συναλλαγών γινόταν αποκλειστικά με την χρησιμοποίηση μετρητών και το 60 % γινόταν με ανταλλαγή μετοχών. Η τάση αυτή δημιούργησε με βάση τις προϋπάρχουσες θεωρίες - υποθέσεις, την άποψη ότι τα στελέχη των εταιριών έχουν πάψει να λειτουργούν προς όφελος των μετόχων και ιδιοκτητών των επιχειρηματικών μονάδων. Το πιθανότερο όμως είναι να έχουν αλλάξει εκείνοι οι προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή των στελεχών σχετικά με το ποιος θα είναι ο καλύτερος τρόπος πληρωμής στην αγορά των επιχειρηματικών ενοποιήσεων.

Οι νέες αυτές υποθέσεις-προσδιοριστικοί παράγοντες , δεν θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν και τόσο νέες, απλά δικαιώνονται περισσότερο σήμερα από ποτέ άλλοτε. Η πρώτη υπόθεση είναι αυτή των Επενδυτικών Ευκαιριών(Investment Opportunity Hypothesis), η οποία συνδέει την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών με τον τρόπο πληρωμής. Συγκεκριμένα, ο Myers (1977)⁶ επισημαίνει ότι εταιρίες με άριστες επενδυτικές ευκαιρίες εμφανίζουν μικρότερη πιθανότητα να εκδώσουν ομολογίες από εταιρίες με φτωχές ευκαιρίες σε επενδυτικά σχέδια. Επιπλέον, οι Jung, Kim., Stulz(1996) ⁷ υποστηρίζουν ότι στελέχη με αναπτυξιακές βλέψεις, προτιμούν να προβούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, παρά να εκδώσουν ομολογίες ή να πάρουν δάνεια , γιατί αυτό τους δίνει μεγαλύτερη ελευθερία στις κινήσεις τους σχετικά με την μελλοντική χρησιμοποίηση των ταμειακών ροών της επιχείρησης. Οι ομοιότητες μεταξύ της επιλογής του τρόπου πληρωμής των συγχωνεύσεων και του τρόπου αναζήτησης νέων κεφαλαίων , οδήγησε τον Martin(1996)⁸ να συμπεράνει ότι εταιρίες με αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες

⁶ Myers, S. , “ Determinants of Corporate Borrowing” , *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 , 1977 ,pp. 147-175

⁷ Jung, Kooyul, Yong –Cheol Kim , and Rene M. Stulz, “ Timing, investment opportunities ,managerial discretion ,and the security issue decision” , *Journal of Financial Economics* 42,1996, p. 159-185

⁸ Martin, Kenneth J. , “ The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership” ,*Journal of Finance* 51,1996, p.1227-1246

προτιμούν να πληρώνουν με ανταλλαγή μετοχών σε ενοποιήσεις, ενώ οι υπόλοιπες εταιρίες προτιμούν να καταβάλουν μετρητά.

Η υπόθεση αυτή των Επενδυτικών Ευκαιριών εξετάστηκε από τον Martin (1996) και επιβεβαιώθηκε. Επομένως, αγοράστριες εταιρίες με καλές μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες είναι πιθανότερο να προσφέρουν τις μετοχές τους ως αντάλλαγμα από ότι εταιρίες με φτωχά μελλοντικά επενδυτικά σχέδια. Τα συμπεράσματα αυτά είναι συναφή με αυτά της μελέτης των Jung, Kim και Stulz (1996)⁹, οι οποίοι και σημειώνουν ότι η έκδοση μετοχών από εταιρίες με πολύτιμες αναπτυξιακές προοπτικές έχει θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής τους.

Η δεύτερη νέα υπόθεση, που καλείται υπόθεση του μερισμού του κινδύνου (risk sharing hypothesis), αναγνωρίζεται στη μελέτη του Hansen(1987) και συνδέεται με την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης που αναπτύχθηκε από τους Myers και Majluf(1984). Στην περίπτωση όμως αυτή, η ασύμμετρη πληροφόρηση δεν είναι προς όφελος της αγοράστριας εταιρίας. Σύμφωνα λοιπόν με την εξήγηση που παρέχει ο Hansen(1987)¹⁰, η εσωτερική αξία της εταιρίας-στόχου παραμένει άγνωστη προς τους υποψήφιους αγοραστές ακόμα και μετά τον πιο ενδελεχή έλεγχο (due diligence). Μόνο οι μέτοχοι της υποψήφιας προς εξαγορά εταιρίας γνωρίζουν την πραγματική αξία που πρεσβεύει η επιχείρησή τους. Επιπλέον, ακόμα και τα μελλοντικά οφέλη που προβλέπεται ότι θα προκύψουν στο μέλλον από τις συνέργειες, δεν είναι σίγουρο ότι θα συμβούν.

Κάτω από αυτήν την κατάσταση, οι αγοράστριες εταιρίες θα προτιμήσουν να πληρώσουν με ανταλλαγή των μετοχών τους παρά με προσφορά μετρητών,

⁹ Jung, Kooyul, Yong –Cheol Kim, and Rene M. Stulz, “ Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision”, *Journal of Financial Economics* 42, 1996, p. 159-185

¹⁰ Hansen, Robert, “ A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions”, *Journal of Business* 60, 1987, p. 75-95

ώστε οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου να αναγκαστούν να μοιραστούν τα μελλοντικά οφέλη ή ζημιές που θα προκύψουν. Με αυτό το συμπέρασμα του Hansen συμφωνεί και ο Martin ,που επιπλέον υποστηρίζει ότι σε περιπτώσεις που υπάρχει αβεβαιότητα για τις ωφέλειες που θα προκύψουν από μια ενοποίηση, καλύτερα ο αγοραστής να πληρώνει με μετοχές. Όμως το πρόβλημα αυτό εμφανίζεται να είναι διττό , καθώς η ανταλλαγή μετοχών μπορεί να θεωρηθεί από την αγορά ως ένα σήμα ότι η επένδυση αυτή είναι υψηλού κινδύνου και να οδηγήσει σε πτώση της τιμής της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας. Έτσι ,μπορεί να βρεθούν και σε ακόμα χειρότερη κατάσταση από ότι αν πλήρωναν με μετρητά και θα είχαν αναλάβει τότε όλους τους κινδύνους. Η υπόθεση αυτή εξετάστηκε επίσης από τον Martin(1996) και επιβεβαιώθηκε.

3.3 Θεωρίες που εξηγούν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις στην μακροχρόνια περίοδο

Τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει αρκετές μελέτες που υπολογίζουν τις αποδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών μετά την ολοκλήρωσή τους και για χρονικά διαστήματα που κυμαίνονται από 12 μήνες έως 5 χρόνια. Οι περισσότερες από αυτές τις μελέτες βρίσκουν αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών που είναι στατιστικά σημαντικές.

Διάφοροι ερευνητές έχουν προτείνει εξηγήσεις για την παρουσία των αποδόσεων αυτών στον μακροχρόνιο ορίζοντα. Κατά τον **Caves (1989)¹¹**, οι μακροχρόνιες αρνητικές αποδόσεις οφείλονται στο ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών ξανασκέφτονται την συγχώνευση στη οποία έχουν εμπλακεί ή/και νέες πληροφορίες έρχονται στο φως για την συμφωνία ,και επομένως αυτό οδηγεί τους μετόχους να προσδιορίσουν και πάλι την θέση τους. Γεγονός όμως είναι ότι η προσπάθεια ερμηνείας των μακροχρόνιων αποδόσεων

¹¹ Caves, R. , “ Mergers, Takeovers and economic efficiency” , *International Journal of Industrial Organization* 7, (1, March), 1989 , p.151-174

μιας εξαγοράς περιπλέκεται από την ύπαρξη συγχεόμενων γεγονότων τα οποία και δεν έχουν σχέση με την συγκεκριμένη πράξη. Σύμφωνα με την προηγούμενη άποψη, 2 κλάδοι της έρευνας έχουν προσπαθήσει να προσφέρουν εύλογες εξηγήσεις για την πτώση των αποδόσεων των μετοχών μετά το πέρας της συμφωνίας .

Ο πρώτος κλάδος αναφέρεται στην υπερτίμηση των μετοχών των εξαγοράζουσων εταιριών. Συγκεκριμένα, οι **Shleifer και Vishny(2003)** ¹² αναφέρουν ότι οι αγοράστριες εταιρίες έχουν την τάση να χρησιμοποιούν τις μετοχές τους σε ανταλλαγή για να προχωρήσουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, όταν τα στελέχη τους πιστεύουν ότι οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες. Άρα, η πτώση που παρατηρείται στην τιμή της μετοχής δεν είναι συνέπεια της αποτυχίας της εξαγοράς(λόγω μη εκπλήρωσης των προβλεπόμενων συνεργιών) ,αλλά διόρθωση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας.

Ο δεύτερος κλάδος αναφέρεται στην επίδραση των σοκ που έχουν σχέση με τον κλάδο τον οποίο ανήκει η κάθε εταιρία. Σύμφωνα με τους **Mitchell και Mulherin(1996)** ¹³ η φτωχή μετοχική απόδοση μετά την εξαγορά είναι συχνά το σήμα μιας « αναταραχής» στον κλάδο παρά μια αποτυχία στην επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων της συγκεκριμένης εξαγοράς.

3.4 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

Σε ένα κόσμο που επικρατεί η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis), ο τρόπος πληρωμής μιας επιχειρηματικής ενοποίησης θα έπρεπε να μην εμφανίζει καμία οικονομική σημασία. Εντούτοις

¹² Shleifer , A. and Vishny, R. , “ Stock Market driven Acquisitions” , *Journal of Financial Economics* 70, 2003 , p. 295-311

¹³ Mitchell, M. and Mulherin,J., “ The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity” , *Journal Of Financial Economics* 41(June), 1996 , p.193-209

όμως ,πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν καταδείξει την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των εταιριών που εμπλέκονται σε μια συγχώνευση ή εξαγορά και τη επιλογή του τρόπου πληρωμής μιας τέτοιας ενοποίησης .

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε τις μελέτες και τα εμπειρικά πορίσματα που έχουν διεξαχθεί από ερευνητές, κυρίως για συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ, την Μεγ.Βρετανία και την Ηπειρωτική Ευρώπη. Οι μελέτες αυτές εξετάζουν την επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής πάνω στις μετοχικές αποδόσεις των αγοραστριών και των εταιριών στόχων, τόσο για την περίοδο της ανακοίνωσης της προσφοράς όσο και για την περίοδο μετά την προσφορά.

Για το σκοπό, θα γίνει διάκριση ανάμεσα στις μελέτες που παρουσιάζουν στοιχεία για τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών και των εξαγοραζόμενων εταιριών στην περίοδο της ανακοίνωσης και στις μελέτες εκείνες που αναφέρονται στις μη κανονικές αποδόσεις των εταιριών μετά την ολοκλήρωση του γεγονότος.

3.4.1 Μελέτες που εξετάζουν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στον πλούτο των μετόχων κατά την περίοδο της ανακοίνωσης

Η βασική μέθοδος που έχει χρησιμοποιηθεί κατά καιρούς για την εξέταση του αν ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων είναι η μέτρηση των μη κανονικών αποδόσεων των μετόχων των δύο εταιριών που συμμετέχουν στο μετασχηματισμό. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από τους περισσότερους επιστημονικούς ερευνητές, που βασίζονται στην παραδοχή της αποτελεσματικής αγοράς που ανέπτυξε ο Fama¹⁴ το 1970. Σύμφωνα με την παραδοχή αυτή, μία

¹⁴ Fama, E. , “ Efficient Capital Markets : A review of Theory and Empirical Work” *Journal of Finance*, Vol. 25, Issue 2 ,1970, p.383-417

αγορά θεωρείται αποτελεσματική όταν στην τιμή μίας μετοχής αντανακλώνται όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες για την μετοχή αυτή.

Επομένως, οι ερευνητές αυτοί παραδεχόμενοι ότι η αγορά που ερευνούν θεωρείται αποτελεσματική αποφάσισαν να ερευνήσουν την επίδραση που έχει η πληροφορία της ανακοίνωσης του τρόπου πληρωμής μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς δύο εμπλεκόμενων εταιριών στον πλούτο των μετόχων τους.

Οι περισσότεροι μελετητές συμφωνούν ότι οι μέτοχοι των εξαγορασμένων εταιριών όταν πληρώνονται με μετρητά απολαμβάνουν σημαντικά υψηλές υπεραποδόσεις, ενώ όταν πληρώνονται με μετοχές της απορροφώσας εταιρίας έχουν σημαντικά θετικές υπεραποδόσεις, που όμως είναι ουσιωδώς μικρότερες από τις προηγούμενες .

Επίσης, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών όταν προσφέρουν μετρητά ως αντάλλαγμα έχουν στατιστικά ασήμαντες υπεραποδόσεις (κοντά στο μηδέν) ή σημαντικά θετικές υπεραποδόσεις. Αντίθετα, όταν προβαίνουν σε εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών έχουν σημαντικές απώλειες.

3.4.1.1 Παρουσίαση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών για τη βραχυχρόνια περίοδο

Οι **Wansley, Lane και Yang(1983)**¹⁵ για ένα δείγμα 189 επιτυχημένων συγχωνεύσεων βρίσκουν αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για εξαγοραζόμενες εταιρίες διπλάσιες όταν η πληρωμή γίνεται με μετρητά από όταν γίνεται με ανταλλαγή μετοχών(33,54% και 17,47% αντίστοιχα). Υποστηρίζουν ακόμα ότι οι υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις που παρατηρούνται στις συγχωνεύσεις που γίνονται με καταβολή μετρητών

¹⁵ Wansley, J. , Lane, W. and Ho C. Yang , “ Abnormal returns to Acquired firms by type of acquisition and Method of payment ” , *Financial Management* 12, (Autumn 1983) ,p. 16-22

οφείλονται στη πληρωμή του φόρου που καλούνται να καταβάλλουν οι μέτοχοι των απορροφούμενων εταιριών για την μεταβίβαση των μετοχών τους. Επομένως, και οι επενδυτές αυτοί απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις ως αντιστάθμισμα.

Ο ερευνητής που με την μελέτη του συνέβαλλε στην ανάγνωση των μη πειστικών μέχρι τότε μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών ήταν ο **N. Travlos(1987)**¹⁶. Στην εργασία του, ανέλυσε την ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στον τρόπο πληρωμής και τις μη κανονικές αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιριών. Χρησιμοποίησε το υπόδειγμα της αγοράς και ένα δείγμα 167 συγχωνεύσεων και δημόσιων προτάσεων που διακρίνονταν σε 60 προσφορές με ανταλλαγή μετοχών, 100 προσφορές με μετρητά και 7 μεικτές προσφορές. Ο Τραυλός συμπέρανε ότι οι μέτοχοι των εταιριών που πληρώνουν με ανταλλαγή μετοχών αντιμετωπίζουν για το διάστημα (-1,0) στατιστικά σημαντική CAAR -1,47%(Z=-5,07). Αντίθετα, όταν πληρώνουν με καταβολή μετρητών απολαμβάνουν για το ίδιο διάστημα CAAR 0,24% (Z= 1,11) που είναι στατιστικά ασήμαντη. Η διαφορά των δύο μη κανονικών αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντική(διαφορετική από το μηδέν) κατά την ημέρα της ανακοίνωσης (AAR=-0,98%) όπως επίσης και μία ημέρα πριν την ανακοίνωση (AAR=-0,73%).

Οι **Wansley,Lane και Yang(1987)**¹⁷ για ένα δείγμα 199 επιτυχημένων συγχωνεύσεων βρίσκουν αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις εταιρίες που προβαίνουν σε εξαγορά με καταβολή μετρητών για ένα διάστημα 81 ημερών 6,17 % (t-stat 2,31), που είναι και στατιστικά σημαντικές ενώ όταν η πληρωμή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών είναι -1,51%(t-stat -1,07) και στατιστικά ασήμαντες για την ίδια περίοδο παρατήρησης. Η διαφορά των

¹⁶ Travlos , Nickolaos G., “ Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms’ stock returns”, *Journal of Finance* 42,1987, p. 943-963

¹⁷ Wansley, J. , Lane, W. and Ho C. Yang , “ Gains to bidder firms in cash and securities transactions” , *Financial Review* 22, 1987,p. 403-414

αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντική επιβεβαιώνοντας τις θεωρίες σήμανσης για την μέθοδο πληρωμής.

Οι **Bruner, Asquirth και Mullins(1987)**¹⁸, χρησιμοποιούν ένα δείγμα 343 επιτυχημένων συγχωνεύσεων ,όπου και οι δύο εμπλεκόμενες εταιρίες είναι εισηγμένες σε ένα αμερικανικό χρηματιστήριο για το χρονικό διάστημα 1975 - 1983. Για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης, χωρίζουν όλες τις εισηγμένες εταιρίες σε δέκα χαρτοφυλάκια ,ανάλογα με τον συστηματικό τους κίνδυνο(beta) και υπολογίζουν την μη κανονική απόδοση κάθε μετοχής ως τη διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης και της απόδοσης που έχει το χαρτοφυλάκιο ελέγχου της οποιαδήποτε μετοχής . Οι ερευνητές, ακολουθώντας την προηγούμενη μεθοδολογία, βρίσκουν ότι για την περίοδο (-1,0), οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών απολαμβάνουν στις συγχωνεύσεις με πληρωμή μόνο μετρητών θετική μη κανονική απόδοση 0,2% στατιστικά μη σημαντική ,ενώ όταν οι συγχωνεύσεις γίνονται μόνο με ανταλλαγή μετοχών ,οι ίδιοι μέτοχοι έχουν αρνητική μη κανονική απόδοση -2,4% ,στατιστικά σημαντική. Επιπλέον η διαφορά των υπεραποδόσεων αυτών εμφανίζεται να είναι στατιστικά σημαντική (t-stat 9,25). Επιπλέον, παρατηρούν ότι όταν οι συγχωνεύσεις χρηματοδοτούνται με ένα συνδυασμό των δύο μεθόδων, οι μέτοχοι τότε έχουν αρνητική μη κανονική απόδοση -1,47 %, που είναι στατιστικά διαφορετική από τις δύο άλλους τρόπους πληρωμής. Οι ερευνητές επίσης εξετάζουν και την επίδραση του τρόπου πληρωμής πάνω στον πλούτο των μετόχων που δέχονται προσφορά για συγχώνευση και βρίσκουν ότι για όλους τους γνωστούς τρόπους πληρωμής ,οι μέτοχοι επιτυγχάνουν στατιστικά σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις. Εντούτοις, και σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες , επισημαίνουν ότι η μέση υπεραπόδοση για συγχωνεύσεις που πληρώνονται με μετρητά (27,47%) είναι σημαντικά υψηλότερη από τη

¹⁸ Asquirth,P., Bruner , R. and Mullins, F., “ Merger returns and the form of financing” , Unpublished manuscript, Cambridge, Mass.: Harvard Business School

αντίστοιχη μέση υπεραπόδοση για συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών(13,85%) και η διαφορά τους στατιστικά σημαντική.

Οι **Huang και Walkling (1987)**¹⁹, υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις για ένα δείγμα 204 εξαγοραζόμενων εταιριών για την περίοδο 1977-1982 για το διάστημα (-1,0) χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς ως το μοντέλο αναφοράς. Οι ερευνητές επισημαίνουν ότι οι μέτοχοι των εταιριών που έχουν δεχθεί προσφορά με μετρητά απολαμβάνουν μέση αθροιστική υπεραπόδοση 29,3% που είναι στατιστικά σημαντική, ενώ όταν δέχονται προσφορά με ανταλλαγή μετοχών κερδίζουν CAAR 14,4% μόνο, ενώ όταν η προσφορά περιλαμβάνει τόσο μετρητά όσο και μετοχές κερδίζουν CAAR 23,3%. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με την υπόθεση της φορολογικής υποχρέωσης των μετόχων των αγοραζόμενων εταιριών.

Η έρευνα των **Harris,Franks και Mayer(1988)**²⁰ ήταν από τις πιο εμπειριστατωμένες καθώς οι ερευνητές συνέλεξαν στοιχεία για 2509 συγχωνεύσεις και εξαγορές για την περίοδο 1955-1985 από τις ΗΠΑ και το Ην.Βασίλειο. Χρησιμοποίησαν μηνιαία στοιχεία αποδόσεων και τρία μοντέλα για τον καθορισμό των αποδόσεων αναφοράς : το υπόδειγμα της αγοράς , το προσαρμοσμένο υπόδειγμα απόδοσης της αγοράς(market adjusted return model) και το CAPM. Σύμφωνα, λοιπόν με την μελέτη τους οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιριών στο Ην.Βασίλειο απολαμβάνουν τον μήνα της ανακοίνωσης μέση έκτακτη απόδοση 30,2 % (t-stat 28,07)σε πληρωμές με μετρητά. Η απόδοση αυτή είναι σημαντικά υψηλότερη από την μέση έκτακτη απόδοση 15,1% που απολαμβάνουν οι ίδιοι μέτοχοι όταν η πληρωμή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών(το t-stat της διαφοράς των μέσων είναι 9,49). Για τις ΗΠΑ ,

¹⁹ Huang, Y.S and R.A. Walkling, “ Target abnormal returns associated with Acquisition Announcements : payment ,acquisition form, and managerial resistance”,*Journal of Financial Economics* 19 ,1987, p.329-349

²⁰ Franks, R., Harris, R. and Mayer, C. , “ Means of payment in takeovers : Results for the United Kingdom and the United States” ,In A.Auerback (ed.) , *Economic Effects of Mergers and Acquisitions* , Chicago: University of Chicago Press . , 1988

τα αποτελέσματα είναι ακόμα πιο ισχυρά. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι η επιβολή φορολογίας στους μετόχους των αγοραζόμενων εταιριών για την πώληση των μετοχών τους σε εξαγορές με μετρητά οδηγεί σε υψηλότερη πρόταση προσφοράς ως αντιστάθμισμα για την φορολόγησή τους. Επιπλέον, τα αποτελέσματα αυτά υποστηρίζουν τις υποθέσεις της θεωρίας σήμανσης περί αρνητικών σημάτων στην αγορά που προβάλλει η ανακοίνωση της έκδοσης μετοχών και της Θεωρίας του Fishman(1987) περί συνδυασμού καταβολής μετρητών σε υψηλής αξίας εξαγορές. Τα αποτελέσματα όμως είναι διαφορετικά για τους μετόχους των εξαγοράζουσων εταιριών. Συγκεκριμένα, ούτε οι πληρωμές με ανταλλαγή μετοχών ούτε με καταβολή μετρητών(CAARs:-1,1% και 0,7% αντίστοιχα) φέρουν σημαντικές έκτακτες αποδόσεις(στατιστικά μη σημαντικές)για τους μετόχους στην Αγγλία κατά τον μήνα της ανακοίνωσης.Στις ΗΠΑ όμως, υπάρχουν σημαντικά οφέλη(στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις) για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζουν με μετρητά(CAARs:2%(t-stat 3,56)) σε σχέση με τις στατιστικά σημαντικές απώλειες(CAARs:-0,9%(t-stat -2,23)) που έχουν οι ίδιοι μέτοχοι σε ανταλλαγές μετοχών. Επίσης, η διαφορά των αποδόσεων των δύο τρόπων πληρωμής είναι επίσης στατιστικά σημαντική (t-stat 4,19) .

Οι **Eckbo, Giammarino και Heinkel (1990)**²¹ , για ένα δείγμα 182 εξαγορών από εισηγμένες εταιρίες στο Toronto Stock Exchange, και χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία τιμών μετοχών για την περίοδο 1964-1982, επισημαίνουν την ύπαρξη στατιστικά ασήμαντης ανόδου 1,43 % (Z-value : 1,58) στην τιμές των μετοχών της αγοραστριών εταιριών κατά τον μήνα της ανακοίνωσης όταν αυτές εξαγοράζουν εταιρίες εξολοκλήρου με μετρητά. Αντίθετα, οι μετοχές των εταιριών, που εξαγοράζουν με ανταλλαγή μετοχών, επιτυγχάνουν στατιστικά σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις 2,72 % (Z-value:2,02) κατά τον μήνα της ανακοίνωσης. Το αξιοσημείωτο είναι οι στατιστικά σημαντικές θετικές

²¹ Eckbo, E., Giammarino, R. and Heinkel, R. , “ Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers : Theory and Tests”, *The Review of Financial Studies* , Volume 3, number 4, 1990, p.651-675

υπεραποδόσεις της τάξης του 5,68%(Z- value : 4,18)που επιτυγχάνουν οι εταιρίες που χρησιμοποιούν ως μέθοδο πληρωμής μετρητά και μετοχές. Η διαφορά των αποδόσεων ανάμεσα στον μεικτό τρόπο πληρωμής και τις πληρωμές εξολοκλήρου με μετρητά ή μετοχές είναι στατιστικά σημαντική στο 0,01 επίπεδο σημαντικότητας.

Οι **Brown και Ryngaert (1991)**²² , υπολόγισαν τις μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για ένα δείγμα 342 εξαγορών της περιόδου 1981-1986 που έγιναν στην Αμερικανική αγορά. Χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς ως το υπόδειγμα των αποδόσεων αναφοράς και ένα διάστημα (-1,0)για την μελέτη της επίδρασης του τρόπου πληρωμής στο πλούτο των μετόχων των αγοραστριών εταιριών. Συγκεκριμένα, βρίσκουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές CAARs ύψους -2,2%(t-stat -3,98) και -2,55%(t-stat -3,32) για προτάσεις εξαγοράς με ανταλλαγή μετοχών και μεικτό τρόπο αντίστοιχα. Όμως όταν κάνουν πρόταση με μετρητά, οι CAARs είναι ουσιαστικά μηδενικές(-0,36%)αλλά σημαντικά μεγαλύτερες από τις υπεραποδόσεις των άλλων τρόπων πληρωμής(-1,84%(t-stat 2,78) και -2,19% (t-stat 2,58) αντίστοιχα).

Ο **Servaes(1991)** ²³ συμφωνεί στην μελέτη του με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών. Για ένα δείγμα 704 εξαγορών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1972-1987 και χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς για την εύρεση των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών, αναφέρει ότι τόσο οι μέτοχοι των αγοραζομένων εταιριών όσο και αυτοί των αγοραζουσών εταιριών πραγματοποιούν μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις όταν η πληρωμή γίνεται με μετρητά από όταν γίνεται με ανταλλαγή μετοχών(CAARs:26,67% και 3,44% έναντι 20,47% και -5,86% αντίστοιχα)για ένα διάστημα που αρχίζει μία μέρα πριν την ανακοίνωση μέχρι την οριστική συμφωνία ή την απόσυρση της μετοχής της απορροφώμενης εταιρίας από το Χρηματιστήριο.

²² Brown,D. and Ryngaert ,M. , “ The Mode of Acquisition in Takeovers : Taxes and Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, Vol. 46, 1991, p.653-669

²³ Servaes ,Henri , “ Tobin’s Q and the gains from takeovers , *Journal of Finance* 46,1991,p.409-419

Οι **Franks, Harris, Titman (1991)**²⁴ για ένα δείγμα 399 συγχωνεύσεων και δημόσιων προσφορών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1975-1984 και χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών των εταιριών που εμπλέκονται, συμφωνούν με τα αποτελέσματα των **Franks, Harris, Mayer (1991)** και **Τραυλού (1987)** και επιβεβαιώνουν την σημασία του τρόπου πληρωμής στην αγορά των επιχειρηματικών μετατροπών. Συγκεκριμένα, βρίσκουν σημαντικά υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις στις εξαγορές που γίνονται με μετρητά για το χρονικό διάστημα 11 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (-5,+5) έναντι ανταλλαγής μετοχών ή της μεικτής προσφοράς για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις (CAARs : 33,78% (t-stat 16,9), 22,88% (t-stat 12,04) και 25,81% (t-stat 10,8) αντίστοιχα). Επιπλέον, οι προτεινόμενες την εξαγορά εταιρίες πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές έκτακτες ζημιές σε συμφωνίες με ανταλλαγή μετοχών (CAARs: -3,15% (t-stat - 2,79)) και στατιστικά μη σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις όταν η πληρωμή γίνεται με μετρητά.

Οι **Peterson D. και Peterson P. (1991)**²⁵ υπολογίζουν τις μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για ένα δείγμα 272 συγχωνεύσεων της περιόδου 1980-1986 στις ΗΠΑ. Χρησιμοποιούν την μεθοδολογία των **Brown & Warner (1985)** και το υπόδειγμα της αγοράς για την παραγωγή των αναμενόμενων αποδόσεων. Τα αποτελέσματα τους συμφωνούν με προηγούμενες μελέτες καθώς βρίσκουν για τις αγοράστριες εταιρίες στατιστικά σημαντική μέση αθροιστική έκτακτη απόδοση -0,94% όταν προβαίνουν σε συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών για την περίοδο (-1,0). Επιπλέον, οι ίδιοι μέτοχοι απολαμβάνουν CAAR 0,19 % στατιστικά μη σημαντική όταν χρησιμοποιούν μετρητά. Στην περίπτωση μεικτής προσφοράς (μετοχές, μετρητά και/ή δανεισμός) κερδίζουν οι

²⁴ Franks, J., R. Harris and S. Titman, "The post-merger share price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 29, 1991, p. 81-96

²⁵ Peterson, D. and Peterson, P., "The medium of exchange in mergers & acquisitions", *Journal of Banking and Finance* 15, 1991, p. 383-405

μετοχές τους μη στατιστικά σημαντική υπεραπόδοση 0,66% .Όσο αφορά τώρα τις αγοραζόμενες εταιρίες για την περίοδο (-1,0), βρίσκουν στατιστικά σημαντική CAAR 9,59% για συγχωνεύσεις με μετρητά, μέση αθροιστική υπεραπόδοση 4,58 % στατιστικά σημαντική για συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών και CAAR 6,65 % στατιστικά σημαντική για μεικτές προσφορές. Επιπλέον οι διαφορές των υπεραποδόσεων των διαφόρων δειγμάτων εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές στο 5% επίπεδο σημαντικότητας.

Οι David Suk και Hyun Mo Sung (1997)²⁶, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς, υπολόγισαν για ένα δείγμα 103 επιτυχών δημόσιων προτάσεων (tender offers) και 102 συγχωνεύσεων για την περίοδο 1974-1987, τις αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραζόμενων εταιριών για περίοδο παρατήρησης 11 ημερών (-5,+5). Στο σύνολο του δείγματος, οι προσφορές με μετρητά είχαν CAAR 33,9% έναντι 19,6 % των προσφορών με ανταλλαγή μετοχών. Η διαφορά των αποδόσεων αυτών είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν (t-value 3,74) . Όσο αφορά τις συγχωνεύσεις, αυτές που γίνονται με καταβολή μετρητών έχουν CAAR 26,3% έναντι 19,6 % των προσφορών με ανταλλαγή μετοχών. Όμως, η διαφορά των αποδόσεων αυτών είναι μη στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν(t-value 1,34). Επίσης, οι δημόσιες προτάσεις που γίνονται με καταβολή μετρητών έχουν CAAR 36,7% που είναι σημαντικά διαφορετική και μεγαλύτερη από τις CAARs των συγχωνεύσεων που γίνονται τόσο με μετρητά όσο και με ανταλλαγή μετοχών(τα t-values για τις διαφορές είναι 1,97 και 4,65 αντίστοιχα). Τα συμπεράσματά τους είναι συναφή με τα πορίσματα των Asquirth, Bruner και Mullins(1987).

²⁶ Suk, D. and Sung, H., "The Effects of the Method of Payment and the Type of Offer on Target Returns in Mergers and Tender Offers", *Financial Review*, Vol.32, Issue 3, 1997, p.591-607

Ο **Saeyoung Chang (1998)**²⁷, συνέκρινε τις αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιριών, που προέβησαν σε συγχώνευση με εταιρίες εισηγμένες και μη κατά την περίοδο 1981-1992 στις ΗΠΑ. Το δείγμα του αποτελούνταν από 255 προσφορές για συγχώνευση σε εταιρίες εισηγμένες στα αμερικανικά χρηματιστήρια που διακρίνονταν περαιτέρω σε 101 προσφορές με πληρωμή μετρητών και 154 με ανταλλαγή μετοχών. Αντίθετα, οι προσφορές για συγχώνευση προς μη εισηγμένες εταιρίες ήταν συνολικά 281 και διαιρούνταν σε 131 με πληρωμή μετρητών, 100 με ανταλλαγή μετοχών και 50 μεικτές προσφορές. Ο μελετητής χρησιμοποίησε το υπόδειγμα της αγοράς με ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών και βρήκε ότι η μέση έκτακτη απόδοση για 2 ημέρες (-1,0) των αγοραστριών εταιριών που προβαίνουν σε συγχώνευση μη εισηγμένων εταιριών με προσφορά μετρητών είναι στατιστικά μη σημαντική (0,09% με t-stat 0,34) ενώ όταν ο τρόπος πληρωμής είναι η ανταλλαγή μετοχών κερδίζουν μέση υπερβάλλουσα απόδοση 2,64 % στατιστικά σημαντική (t-stat 7,49). Όταν όμως προτείνουν συγχώνευση σε εταιρίες εισηγμένες, τότε οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών χάνουν μια μέση έκτακτη απόδοση -0,02 % στατιστικά μη σημαντική (t-stat -0,06) σε προσφορά μετρητών, ενώ χάνουν -2,46% μέση έκτακτη απόδοση στατιστικά σημαντική σε ανταλλαγή μετοχών (t-stat -9,85).

Οι **Draper και Paudyal (1999)**²⁸ εξετάζουν ένα δείγμα βρετανικών εταιριών που έχουν προβεί ή δεχθεί πρόταση εξαγοράς για το διάστημα 1988-1996. Συγκεκριμένα, περιλαμβάνει 581 εξαγορασμένες και 349 αγοράστριες εταιρίες. Για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς, της προσαρμοσμένης μέσης απόδοσης της μετοχής και της προσαρμοσμένης απόδοσης της αγοράς. Τα αποτελέσματα τους δείχνουν στην περίοδο(-1,+1) ότι οι μέτοχοι των εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά ως

²⁷ Chang, S., "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", *Journal of Finance* 53, 1998, p.773-784

²⁸ Draper, P. and Paudyal, K., "Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (5)& (6), June/July 1999, p.521-558

τρόπο πληρωμής δεν πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις (-0,13%). Αντίθετα, στην ανταλλαγή των μετοχών, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών έχουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις(-1,26%). Τα αποτελέσματά τους είναι συναφή με αυτά του Τραυλού(1987). Επίσης, εξετάζεται και η περίπτωση που οι αγοράστριες εταιρίες δίνουν την δυνατότητα στους μετόχους των αγοραζόμενων εταιριών να επιλέξουν μεταξύ μετρητών και ανταλλαγής μετοχών. Τότε οι αγοράστριες εταιρίες έχουν μη στατιστικά σημαντική CAAR -1,73 %. Επιπλέον, οι μέτοχοι των εξαγορασμένων εταιριών επιτυγχάνουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις και στην πληρωμή με μετρητά και με ανταλλαγή μετοχών (CAAR 8,9% και 3,28% αντίστοιχα) . Οι υπεραποδόσεις τους όμως απογειώνονται (CAAR 12,06%) όταν παρέχεται η εναλλακτική πρόταση πληρωμής. Σε αυτή την περίπτωση, η αγορά πιστεύει είτε ότι τα στελέχη της αγοράστριας εταιρίας είναι πολύ αισιόδοξα για την αξία των συνεργιών που θα προκύψουν είτε ότι η αγοράστρια εταιρία είναι απελπισμένη και ποθεί διακαώς την εταιρία στόχο. Έτσι εξηγείται και η άνοδος της τιμής της μετοχής της. Αντίθετα, για την αγοράστρια εταιρία που παρατηρείται πτώση της τιμής της μετοχής της, η αγορά φαίνεται να ξεχωρίζει την μία υπόθεση από την άλλη.

Ο Yook(2000)²⁹, για ένα δείγμα 311 εξαγορών, εξετάζει τη διαφοροποίηση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής και επισημαίνει δύο θεωρίες που εξηγούν την διαφοροποίηση αυτή. Η πρώτη θεωρία είναι η γνωστή θεωρία σήμανσης και η λειτουργία της με την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η δεύτερη θεωρία δέχεται ότι επειδή στις εξαγορές με μετρητά, οι εξαγοράστριες εταιρίες συνήθως εκδίδουν κάποιες ομολογίες ή προσφεύγουν στο δανεισμό, η αύξηση αυτή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αναγκάζει τα στελέχη να είναι πιο προσηλωμένα στην επίτευξη των στόχων της εταιρίας, μειώνοντας έτσι τα

²⁹ Yook, K., "Larger Return to Cash Acquisitions : Signalling effect or Leverage effect ?", Journal of Business, vol. 76, no. 3, 2003, p.477-498

κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs). Επιπλέον μειώνονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές στην διάθεση των στελεχών, οι οποίες θα μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν μη επικερδείς επενδύσεις. Από τις 311 εξαγορές, οι 199 ήταν με καταβολή μετρητών και 112 με ανταλλαγή μετοχών για την περίοδο 1985 - 1996 και χρησιμοποιείται το υπόδειγμα της αγοράς για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων για την περίοδο υπολογισμού. Σύμφωνα λοιπόν με τα ευρήματα του Yook, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών σε εξαγορές με μετρητά έχουν CAAR -0,71 % για την περίοδο (-1, 0) που δεν είναι στατιστικά σημαντική ($Z = -0,81$). Όταν όμως, χωριστούν οι εταιρίες σε 2 γκρουπ, ανάλογα με το αν γίνεται αρνητική διόρθωση της εκτίμησης της πιστοληπτικής τους ικανότητας (debt rating), τότε οι εταιρίες που δέχονται διόρθωση έχουν CAAR -0,09% για την περίοδο (-1, 0) που δεν είναι στατιστικά σημαντική. Η απόδοση αυτή, αν και αρνητική είναι πολύ λιγότερο αρνητική από την προηγούμενη απόδοση όλων των αγοραστριών εταιριών και των εταιριών που δεν δέχονται διόρθωση προς τα κάτω της πιστοληπτικής τους ικανότητας (CAAR -1,21%). Επιπλέον η διαφορά των CAARs των δύο γκρουπ είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,08. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με την debt benefit theory. Ακόμα ο Yook υπολόγισε τις μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων των εταιριών που προβαίνουν σε εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών, όπου βρήκε ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών έχουν CAAR -1,51% για την περίοδο (-1, 0) που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ($Z = -2,11$). Όταν όμως, χωριστούν οι εταιρίες σε 3 γκρουπ, ανάλογα με το αν γίνεται αρνητική ή θετική ή καμία διόρθωση της εκτίμησης της πιστοληπτικής τους ικανότητας (debt rating), τότε οι εταιρίες που δέχονται θετική διόρθωση έχουν CAAR 2,32 % για την περίοδο (-1,0) που είναι στατιστικά σημαντική. Η απόδοση αυτή, είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των εταιριών που δέχονται αρνητική διόρθωση της πιστοληπτικής τους ικανότητας (CAAR -4,61% και στατιστικά σημαντική).

Οι Heron και Lie (2002)³⁰, συμφωνούν στα αποτελέσματά τους με τα πορίσματα του Τραυλού(1987) και των Wansley, Lane και Yang(1983) και Huang και Walking(1987). Για ένα δείγμα 859 συγχωνεύσεων και εξαγορών και χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς, βρίσκουν ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών επιτυγχάνουν CAAR για την περίοδο(-1,+1) μη στατιστικά διαφορετική από το μηδέν είτε εξαγοράζουν με πληρωμή μετρητών μόνο είτε με ένα συνδυασμό μετρητών και μετοχών(0,6% και 0,3% αντίστοιχα). Όμως, όταν χρησιμοποιούν ως τρόπο πληρωμής την ανταλλαγή μετοχών μόνο, χάνουν στατιστικώς σημαντικά -1,9% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Οι μέτοχοι τώρα των εξαγορασμένων εταιριών κερδίζουν CAAR 25,4% στατιστικά σημαντική (στο 1% επίπεδο σημαντικότητας) στην πληρωμή με μετρητά που είναι σημαντικά υψηλότερη από την CAAR 17,1% που επιτυγχάνουν όταν χρησιμοποιούν την ανταλλαγή μετοχών. Επίσης, στην πληρωμή με μετρητά και μετοχές κερδίζουν στατιστικά σημαντική CAAR 19,3%.

Οι Sudarsanam και Mahate (2003)³¹, χρησιμοποιούν τη μεθοδολογία των Buy - and-Hold-Abnormal>Returns και ως υποδείγματα αναφοράς το προσαρμοσμένο υπόδειγμα της αγοράς, το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης τιμής της μετοχής, το size-adjusted model και το market to book value adjusted model για να εκτιμήσουν την επίδραση του τρόπου πληρωμής πάνω στον πλούτο των μετόχων για ένα δείγμα 519 εξαγορών που έχουν γίνει μεταξύ αγγλικών εισηγμένων εταιριών. Η περίοδος που εξετάζουν είναι από το 1983 έως το 1995. Οι ερευνητές συνδέουν την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης με το χρηματοοικονομικό στάτους(glamour or value) των αγοραστριών εταιριών. Συγκεκριμένα, δηλώνουν ότι αφού οι glamour acquirers είχαν υψηλότερες μετοχικές αποδόσεις στο παρελθόν από τους value acquirers, τότε οι μεν πρώτοι θα έχουν την τάση να χρησιμοποιούν την υπερτιμημένη μετοχή

³⁰ Lie, E. and Heron, R., "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, No.1, March 2002, p.137-155

³¹ Sudarsanam, S. and Mahate, A., "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence", *Journal of Business & Accounting*, 30(1)&(2), January/March 2003, p. 299- 341

τους ως μέσο ανταλλαγής και οι δεύτεροι θα έχουν την τάση να πληρώνουν με μετρητά . Όμως η αντίδραση της αγοράς θα είναι πιο αρνητική στην περίπτωση που οι glamour acquirers χρησιμοποιούν ως μέσο ανταλλαγής τις μετοχές τους και όχι μετρητά. Εάν επομένως , οι επενδυτές είναι ενήμεροι για την υπερτίμηση της αξίας της αγοράστριας εταιρίας, θα επαναπροσδιορίσουν την θέση τους οδηγώντας την τιμή της μετοχής της προς τα κάτω. Σύμφωνα λοιπόν με τα αποτελέσματά τους για την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 1), και στο γκρουπ των glamour και στο γκρουπ των medium status acquirers η διαφορά των αποδόσεων των πληρωμών σε μετρητά και με ανταλλαγή μετοχών είναι στατιστικά μη σημαντική για όλα τα υποδείγματα αναφοράς. Όμως, στην περίπτωση των value acquirers (χαμηλό P/E και Market to Book Value ratio), η διαφορά των αποδόσεων των πληρωμών σε μετρητά και με ανταλλαγή μετοχών είναι στατιστικά σημαντική για όλα τα υποδείγματα αναφοράς, καθώς οι πληρωμές σε μετρητά παρουσιάζουν πολύ μεγαλύτερες BHARs από τις αντίστοιχες πληρωμές με ανταλλαγή μετοχών(BHAR:0,01% έναντι - 2,45% για το υπόδειγμα της αγοράς αντίστοιχα).Άρα , η χρησιμοποίηση των υπερτιμημένων μετοχών τους ως μέσο ανταλλαγής , δεν δημιουργεί πρόσθετο πλούτο για τους μετόχους των glamour αγοραστριών εταιριών ενώ οι value acquirers , επειδή ακριβώς δεν χρησιμοποιούν τόσο συχνά την ανταλλαγή των μετοχών, αυξάνουν την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών τους .

Οι **Goergen και Renneboog**³² (2004) ανέλυσαν την επίδραση του τρόπου πληρωμής για 156 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη για την περίοδο 1993-2000. Οι ερευνητές βρήκαν ισχυρές ενδείξεις ότι η επίδραση των διαφορετικών τρόπων πληρωμής στον πλούτο των μετόχων των εξαγορασμένων εταιριών είναι πολύ σημαντική. Συγκεκριμένα , οι μέτοχοι αυτών των εταιριών κερδίζουν σε πληρωμή με μετρητά CAAR 9,89%(t-stat 35,81) στατιστικά σημαντική στην περίοδο ανακοίνωσης(-1,0) , ενώ όταν πληρώνονται

³² Goergen,M. and Renneboog,L., “Shareholder wealth effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids”, *European Financial Management* , Vol. 10, No 1,2004,p. 9-45

με ανταλλαγή μετοχών ή με ένα συνδυασμό των δύο προηγούμενων, κερδίζουν για την ίδια περίοδο CAAR 6,65% και 5,63% αντίστοιχα, που είναι και στατιστικά σημαντικές. Ακόμα, βρίσκουν ότι για οποιοδήποτε event window, οι CAARs των εξαγορών με μετρητά είναι σημαντικά υψηλότερες από τις CAARs με οποιοδήποτε άλλο τμήμα πληρωμής σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Τα ευρήματα όμως είναι αντίθετα από τα προβλεπόμενα για τις αγοράστριες εταιρίες. Στην περίοδο ανακοίνωσης (-1,0), οι μέτοχοι απολαμβάνουν CAAR 0,98% (t-stat 3,01) στατιστικά σημαντική σε ανταλλαγή μετοχών, ενώ κερδίζουν CAAR 0,37% (t-stat 1,68) στατιστικά σημαντική σε πληρωμή με μετρητά. Ακόμα, οι υπεραποδόσεις που έχουν στην πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών είναι στατιστικά σημαντικά μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες με πληρωμή μετρητών για όλα τα παρατηρούμενα event windows. Αυτό δίνει το στίγμα ότι η αγορά δεν βλέπει μια εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών ως σήμα ότι η μετοχή της αγοράστριας εταιρίας είναι υπερτιμημένη.

Οι **Conn, Cosh, Guest και Hughes (2005)**³³, εξετάζουν την επίδραση που έχει ο τρόπος της πληρωμής στον πλούτο των μετόχων αγοραστριών εταιριών από το Ην.Βασίλειο, για την περίοδο 1984-1998. Διακρίνουν το δείγμα τους σε εταιρίες που έχουν αποκτήσει εγχώριες και εκτός συνόρων εταιρίες, οι οποίες είναι είτε εισηγμένες είτε όχι και όσο αφορά την μέθοδο πληρωμής, διακρίνουν τις εξαγορές σε αυτές που έχουν χρηματοδοτηθεί εξολοκλήρου με μετρητά και σε αυτές που συνδυάζουν και άλλους τρόπους πληρωμής. Χρησιμοποιούν το προσαρμοσμένο υπόδειγμα της αγοράς (market-adjusted model) και το event window (-1,1). Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις οι μέσες αθροιστικές υπεραποδόσεις (mean CARs) των πληρωμών με μετρητά είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες που πληρώνονται χωρίς τη χρησιμοποίηση μετρητών. Η μόνη εξαίρεση είναι όταν οι αγοράστριες εταιρίες από το Ην. Βασίλειο αγοράζουν εγχώριες εισηγμένες εταιρίες, όπου οι

³³ Conn, R., Cosh, A., Guest, P. and Hughes, A., "The impact on UK Acquires of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions", Journal of Business Finance & Accounting, 32(5)& (6), June/July 2005, p. 815-870

στατιστικά μη σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις στις πληρωμές με μετρητά (CAR 0,43%, t-stat 0,72) είναι υψηλότερες από τις αρνητικές CARs (-1,19%, t-stat -4,40) των άλλων τρόπων πληρωμής που είναι στατιστικά σημαντικές. Επίσης, και στους δύο τρόπους πληρωμής οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών, όταν αποκτούν εισηγμένες εταιρίες, κερδίζουν μικρότερες αποδόσεις στην περίοδο ανακοίνωσης παρά όταν αποκτούν μη εισηγμένες επιχειρήσεις.

Οι **Martynova και Renneboog (2006)**³⁴ παρουσιάζουν μια πλήρη εικόνα του 5^{ου} ευρωπαϊκού κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβε χώρα τη δεκαετία του '90(1993-2001). Το δείγμα τους περιλαμβάνει 2419 πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών από 28 χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιρλανδία. Συμπεραίνουν ότι η άνθηση και άνοδος των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών συνέβαλε και στην αύξηση της προτίμησης για χρηματοδότηση των πράξεων αυτών με ανταλλαγή μετοχών και δανεισμό, παρά με την καταβολή μετρητών. Επιπλέον, οι συναλλαγές πολύ μεγάλης αξίας γίνονται αποκλειστικά με την ανταλλαγή μετοχών. Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς για την μέτρηση των μη κανονικών αποδόσεων. Τα αποτελέσματα τους έρχονται να επιβεβαιώσουν τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών σχετικά με την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις αποδόσεις των μετοχών των αγοραζουσών και αγοραζόμενων εταιριών και συμφωνούν με τη υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι μέτοχοι των εταιριών στόχων κερδίζουν σημαντικά υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις 15,67%(t-stat 15,03) στατιστικά σημαντικές όταν πληρώνονται με μετρητά, ενώ απολαμβάνουν στατιστικά σημαντικές CAAR 9,22%(t-stat 6,73) όταν πληρώνονται με μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας στην περίοδο (-1,+1). Ο μεικτός τρόπος πληρωμής έχει στατιστικά σημαντικές CAAR 14,29%(t-stat 8,80) για το ίδιο διάστημα. Οι υπεραποδόσεις των εξαγορών με πληρωμή είναι σημαντικά υψηλότερες από όταν γίνονται με ανταλλαγή

³⁴ Martynova, M. & Renneboog, L., "Mergers & Acquisitions in Europe", Forthcoming in 'Advances in Corporate Finance and Asset Pricing', L. Renneboog (ed.), Amsterdam: Elsevier, March 2006

μετοχών ή με μεικτό τρόπο πληρωμής για τους μετόχους των εξαγορασμένων εταιριών. Γενικότερα αξίζει να σημειωθεί ότι οι μέτοχοι απολαμβάνουν σημαντικά υψηλότερες υπεραποδόσεις στις πληρωμές με μετρητά από ότι με ανταλλαγή μετοχών για όλες τις περιόδους υπολογισμού σε 1% επίπεδο σημαντικότητας. Αντίθετα, οι μέτοχοι των εξαγοράζουσων εταιριών απολαμβάνουν αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο (-1,+1) σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν(0,8%) σε εξαγορές με καταβολή μετρητών. Αντίστοιχα, οι εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών ή αυτές που είναι μεικτές για το ίδιο διάστημα, εμφανίζουν μη στατιστικά σημαντικές CAAR (0,12%) και στατιστικά σημαντικές CAAR(1,17%) αντίστοιχα. Τα δεδομένα αυτά συμφωνούν με τις θεωρίες σήμανσης(signaling theories),δηλαδή ότι οι πληρωμές με ανταλλαγή μετοχών δηλώνουν στην αγορά ότι η εξαγοράζουσα εταιρία είναι υπερτιμημένη.

Οι **Antoniou, Petmezas και Zhao (2007)**³⁵ εξέτασαν τις αποδόσεις αγοραστριών εταιριών στο Ην. Βασίλειο για την περίοδο 1987-2004. Χρησιμοποίησαν ως υπόδειγμα αναφοράς , το προσαρμοσμένο υπόδειγμα της αγοράς , το οποίο είναι και το πιο κατάλληλο καθώς οι 319 απορροφούσες εταιρίες είχαν προβεί σε 1.401 εξαγορές στο χρονικό διάστημα μελέτης. Οι μελετητές αναφέρουν μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις 0,76% ,στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, για εξαγορές με μετρητά και 1,76% , επίσης στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, για εξαγορές με διαφορετικό τμήμα πληρωμής από μετρητά.

³⁵ Antoniou, Antonios ,Petmezas, Dimitrios and Huainan Zhao, “Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions”, *Journal of Business & Accounting*,00, pp.1-24.

3.4.2 Μελέτες που εξετάζουν αν η επιλογή του τρόπου πληρωμής δημιουργεί μετοχική αξία κατά την μακροχρόνια περίοδο

Όπως, αναφέραμε πριν η βασική μέθοδος που έχει χρησιμοποιηθεί κατά καιρούς για την εξέταση του αν ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων είναι η μέτρηση των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών των δύο εταιριών που συμμετέχουν στο μετασχηματισμό. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από τους περισσότερους ερευνητές και βασίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών.

Όμως, η μακροχρόνια απόδοση των αγοραστριών εταιριών είναι εντούτοις μη αναμενόμενη. Το γεγονός είναι ότι η απόδοση αυτή επηρεάζεται από ένα πλήθος γεγονότων που αφορούν την ενοποιημένη πια εταιρία, τα οποία όμως δεν έχουν απαραίτητα σχέση με την εξαγορά που είχε συμβεί πριν.

Επιπλέον, η ευαισθησία σε μεταβολές της μακροχρόνιας μη κανονικής απόδοσης οφείλεται στην μη επιλογή του κατάλληλου υποδείγματος αναφοράς που θα λειτουργήσει ως ο γενεσιουργός μηχανισμός των αναμενόμενων αποδόσεων, και οι οποίες θα συγκριθούν με τις πραγματικές αποδόσεις της αγοράστριας εταιρίας. Η ανεύρεση του κατάλληλου benchmark model έγειρε ολόκληρο μεθοδολογικό ζήτημα, το οποίο και σήμερα είναι μη επιλύσιμο.

Εν κατακλείδι, στη διεθνή βιβλιογραφία παράλληλα με το πρόβλημα επιλογής του κατάλληλου υποδείγματος αναφοράς έχουν γίνει και προσπάθειες να εξηγηθεί η υπεραπόδοση ή υποαπόδοση των αγοραστριών εταιριών. Σύμφωνα λοιπόν με τους Rau και Vermaelen (1998), και ο τρόπος πληρωμής μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να εξηγήσει την μακροχρόνια απόδοση των εξαγοράζουσων εταιριών, μαζί με το χρηματοοικονομικό στάτους (glamour ή value acquirer) και τον τύπο της ενοποίησης(συγχώνευση ή εξαγορά).

3.4.2.1 Παρουσίαση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών που εξετάζουν αν η επιλογή του τρόπου πληρωμής επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων κατά την μακροχρόνια περίοδο

Ο **Barnes (1984)** ³⁶ είναι ο πρώτος μελετητής που ερευνήσε την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις κατά την μακροχρόνια περίοδο. Προχώρησε αρχικά στην διάκριση των αγοραστριών εταιριών σε αυτές που πληρώνουν με μετρητά και αυτές που προβαίνουν σε ανταλλαγή των μετοχών τους. Ο ερευνητής εξετάζει 39 συγχωνεύσεις μεταξύ εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Λονδίνου από το 1974 έως και το 1976 και χρησιμοποιεί ως benchmark model το υπόδειγμα της αγοράς μαζί με ένα συντελεστή που σχετίζεται με τον κλάδο. Η μη κανονική απόδοση που αναφέρει είναι -0,056 για τις εταιρίες που εξαγοράζουν με μετρητά και -0,054 για αυτές που ανταλλάσσουν τις μετοχές τους για μια περίοδο 60 μηνών μετά την ανακοίνωση της επιχειρηματικής μετατροπής. Ο συγγραφέας δεν αναφέρει στην μελέτη του τα t-statistics ενώ και το γεγονός ότι το δείγμα του είναι μικρό, δεν οδηγεί σε ασφαλή συμπεράσματα για τα πορίσματά του.

Οι **Dodds και Queck (1985)**³⁷, εξέτασαν για την περίοδο 1974-1976 70 εξαγορές που είχαν πραγματοποιηθεί από εταιρίες εισηγμένες στο βιομηχανικό κλάδο του London Stock Exchange. Για του υπολογισμό της μακροχρόνιας απόδοσης των εταιριών , χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς . Διέκριναν το δείγμα τους σε 34 εξαγορές που είχαν πραγματοποιηθεί με την ανταλλαγή μετοχών και 36 εξαγορές που είχαν ολοκληρωθεί με πληρωμή μετρητών. Στα αποτελέσματά τους αναφέρουν για τις εξαγορές με μετοχές μια μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση(CAAR) -0,072 στους 60 μήνες μετά την ανακοίνωση , ενώ η αντίστοιχη

³⁶ Barnes , P. , “ The effect of a Merger on the Share Price of the Attacker”. Revisited , *Accounting nad Business Research* , 15 , 1984, p.45-49

³⁷ Dodds, J.C. and J.P. Quek, 1985, “Effect of Mergers on the Share Price Movement of the Acquiring Firms: A UK Study,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 12: 285-296

μη κανονική απόδοση είναι -0,044 για τις εξαγορές με μετρητά. Οι ερευνητές δεν προβαίνουν στη παρουσίαση αποτελεσμάτων στατιστικής σημαντικότητας.

Οι **Franks,Harris και Mayer (1988)**³⁸ εξετάζουν τις μακροχρόνιες αποδόσεις εταιριών του Ην.Βασιλείου και των ΗΠΑ , που προέβησαν σε συγχώνευση ή εξαγορά κατά την περίοδο 1955-1985. Το δείγμα τους αποτελείται από 127 εξαγορές με καταβολή μετρητών και 392 συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών για τις ΗΠΑ και 221 εξαγορές με μετρητά και 207 συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών για το Ην. Βασίλειο. Οι ερευνητές επισημαίνουν ότι στις ΗΠΑ, οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγορές με μετοχές εμφανίζονται να είναι αρνητικές (-0,18%) και στατιστικά σημαντικές για τρία από τα τέσσερα μοντέλα αναφοράς που χρησιμοποιούν. Αντίθετα, η μη κανονική απόδοση των εξαγορών όπου η πληρωμή γίνεται με μετρητά είναι ουσιαστικά μηδενική και για τα τέσσερα μοντέλα. Για το Ηνωμένο Βασίλειο, χρησιμοποιούν μόνο δύο από τα μοντέλα αναφοράς και βρίσκουν για τις εξαγορές με μετρητά μη κανονικές αποδόσεις στατιστικά ασήμαντες με βάση το ένα μοντέλο αναφοράς(market model), αλλά σημαντικά θετικές (0,175) με βάση το CAPM. Όσο αφορά τις εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών είναι στατιστικά σημαντικά αρνητικές (-0,094) με βάση το υπόδειγμα της αγοράς , αλλά στατιστικά ασήμαντες με βάση το CAPM.

Η μελέτη των **Franks,Harris και Titman (1991)**³⁹ είναι μια από τις σημαντικότερες που έχουν πραγματοποιηθεί, καθώς οι ερευνητές έδωσαν ιδιαίτερο βάρος στη ανάλυση της μακροχρόνιας απόδοσης των αγοραστριών εταιριών.Χρησιμοποιούν 5 διαφορετικά μοντέλα αναφοράς για να αξιολογήσουν τις μη κανονικές αποδόσεις, και αναφέρουν μέση μηνιαία μη κανονική απόδοση για 36 μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς 0,26% για

³⁸ Franks, Julian R., Robert S. Harris, and Colin Mayer, 1988, "Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States," in Alan J. Auerbach, editor, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press.

³⁹ Franks, J.R., R. S Harris and S. Titman, (1991), "The Post-Merger Share Price Performance of Acquiring Firms" ,*Journal of Financial Economics*, Vol . 29, pp.81-96

τις εξαγορές με μετρητά χρησιμοποιώντας το eight-portfolio benchmark. Επίσης, αναφέρουν για τις συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών μέση μηνιαία μη κανονική απόδοση ύψους -0,17%.Επισημαίνουν βέβαια ότι οι μη κανονικές αποδόσεις στην περίπτωση των εξαγορών με ανταλλαγή μετοχών είναι αρνητικές και μικρότερες από τις αντίστοιχες των εξαγορών με μετρητά, αλλά η διαφορά αυτή και στα 5 μοντέλα αναφοράς εμφανίζεται να είναι μη στατιστικά σημαντική .

Οι **Loughran και Vijh(1997)**⁴⁰, εξετάζουν τη μακροχρόνια απόδοση 947 εταιριών που πραγματοποίησαν εξαγορές την περίοδο 1970 -1989. Οι εταιρικές αυτές πράξεις είναι μεταξύ εισηγμένων εταιριών στο NYSE, AMEX ή NASDAQ. Οι συγγραφείς εισάγουν την έννοια της συγκρίσιμης εταιρίας με βάση την κεφαλαιοποίηση και το λόγο της λογιστικής προς τη χρηματιστηριακή αξία (matching firm approach), την απόδοση της οποίας και χρησιμοποιούν για να υπολογίσουν τη μη κανονική απόδοση της αγοράστριας εταιρίας του δείγματος. Αυτή η μη κανονική απόδοση είναι η απόδοση αγοράς και διακράτησης της μετοχής μέχρι το τέλος (Buy and Hold Abnormal Return) από την οποία και αφαιρούν την αντίστοιχη απόδοση διακράτησης μέχρι το τέλος της συγκρίσιμης εταιρίας . Τα αποτελέσματα τους υποστηρίζουν την ανωτερότητα των εξαγορών με μετρητά καθώς οι αγοράστριες εταιρίες που χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής το συγκεκριμένο μέσο, απολαμβάνουν μέση μη κανονική απόδοση 18,5%(t-statistic 1,27), ενώ οι μέτοχοι των εταιριών που προβαίνουν σε ανταλλαγή μετοχών έχουν απώλειες -24,2%(t-statistic -2,92) σε σχέση με τις συγκρίσιμες εταιρίες για μια περίοδο 5 ετών από την ημερομηνία απόκτησης.

Ο **Alan Gregory (1997)**⁴¹,εξετάζει την μη κανονική απόδοση των μετοχών των αγοραστριών εταιριών από το Ην. Βασίλειο για μια περίοδο 24 μηνών μετά την

⁴⁰ Loughran , T. and A. Vijh , (1997) , “ Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?” , *Journal of Finance* , Vol. LII , No. 5 (December) , pp.1765-1790.

⁴¹ Gregory, Alan (1997) , “ An Examination of the Long run performance of UK acquiring firms” , *Journal of Business Finance & Accounting* ,24(7) & (8), pp.971-1002.

ολοκλήρωση της συγχώνευσης, χρησιμοποιώντας έξι υποδείγματα αναφοράς . Για κάθε ένα από τα μοντέλα αυτά, υπολογίζει μια μέση μη κανονική απόδοση η οποία στο προτεινόμενο Multi-Index HG Model είναι μικρότερη(-11,57%) και στατιστικά σημαντική για τις αγοράστριες εταιρίες που χρησιμοποιούν τις μετοχές τους ως μέσο πληρωμής, από ότι αν χρησιμοποιούσαν μετρητά (API : 0,31%). Εντούτοις, αναφέρει ότι στις περιπτώσεις που οι αγοράστριες εταιρίες χρησιμοποιούν τον μεικτό τρόπο πληρωμής, εμφανίζουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις(API: 4,12%) .

Οι **Mitchell και Stafford(2000)**⁴², για ένα δείγμα 2.068 αγοραστριών εταιριών , που καλύπτουν μια χρονική περίοδο από το 1961 έως το 1993, αναφέρουν χρησιμοποιώντας την μεθοδολογία των Buy-and-Hold-Abnormal>Returns μια μακροχρόνια μη κανονική απόδοση στα 3χρόνια μετά την ολοκλήρωση της επιχειρηματικής μετατροπής, που είναι για τις αγοράστριες εταιρίες που χρησιμοποιούν μετοχές ως μέσο πληρωμής -8,4%(p-value=0,000)σε equal-weighted portfolios και -5,3%(p-value=0,009) σε value-weighted portfolios. Για τις απορροφούμενες εταιρίες που πληρώνουν με μετρητά, η αντίστοιχη απόδοση είναι 6,4%(p-value=0,047) σε equal-weighted portfolios και -2,1%(p-value=0,291) σε value-weighted portfolios.

Οι **Sudarsanam και Mahate (2003)**⁴³, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, χρησιμοποιούν τη μεθοδολογία των Buy -and-Hold-Abnormal>Returns και ως υποδείγματα αναφοράς το προσαρμοσμένο υπόδειγμα της αγοράς, το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης τιμής της μετοχής, το size-adjusted model και το market to book value adjusted model για να εκτιμήσουν την επίδραση του τρόπου πληρωμής πάνω στον πλούτο των μετόχων για ένα δείγμα 519

⁴² Mitchell, Mark L. and Erik Stafford, (2000), “ Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance”, *The Journal Of Business* , Vol. 73, No.3, pp.287-329.

⁴³ Sudarsanam, S. and Mahate, A. , “ Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance : The UK Evidence”, *Journal of Business & Accounting* ,30(1)&(2),January/March 2003, p. 299- 341

εξαγορών που έχουν γίνει μεταξύ αγγλικών εισηγμένων εταιριών. Η περίοδος που εξετάζουν είναι από το 1983 έως το 1995. Κατά την εξέταση της μακροχρόνιας περιόδου, αναφέρουν ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών που χρησιμοποιούν μετοχές χάνουν σημαντικές αποδόσεις που κυμαίνονται από -31% έως -57% για το glamour acquirers group και φτάνουν έως -21% και -2% για το value acquirers group. Αντίθετα, οι μετοχές των αγοραστριών εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά, εμφανίζουν μη κανονικές αποδόσεις που ποικίλλουν από 4% έως 10% για το glamour acquirers group και -2% έως 6% για το value acquirers group. Οι διαφορές τώρα των μέσων BHARs εμφανίζονται να είναι πιο έντονα στατιστικά σημαντικές στο medium PE acquirers group. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι glamour acquirers χάνουν πολύ περισσότερο στην μακροχρόνια περίοδο όταν χρησιμοποιούν ως μέσο ανταλλαγής τις υπερτιμημένες μετοχές τους καθώς είναι σε θέση να διαχειριστούν μετά τις εξαγορές τα στοιχεία ενεργητικού που έχουν αποκτήσει.

Οι Conn, Cosh, Guest και Hughes (2005)⁴⁴, εξετάζουν την επίδραση που έχει ο τρόπος της πληρωμής στον πλούτο των μετόχων αγοραστριών εταιριών από το Ην. Βασίλειο, για την περίοδο 1984-1998. Διακρίνουν το δείγμα τους σε εταιρίες που έχουν αποκτήσει εγχώριες και εκτός συνόρων εταιρίες, οι οποίες είναι είτε εισηγμένες είτε όχι και όσο αφορά την μέθοδο πληρωμής, διακρίνουν τις εξαγορές σε αυτές που έχουν χρηματοδοτηθεί εξολοκλήρου με μετρητά και σε αυτές που συνδυάζουν και άλλους τρόπους πληρωμής. Το δείγμα τους αποτελείται από 4.344 εξαγορές και υπολογίζουν τις μακροχρόνιες υπερβάλλουσες αποδόσεις χρησιμοποιώντας και τις 2 προτεινόμενες προσεγγίσεις που ακολουθούνται για τον υπολογισμό τους, την μεθοδολογία των BHARs και την Calendar Time Portfolio. Για τον υπολογισμό βέβαια των μακροχρόνιων αποδόσεων με βάση τον τρόπο πληρωμής χρησιμοποιούν μόνο την Calendar Time Portfolio approach και βρίσκουν μη στατιστικά σημαντική

⁴⁴ Conn, R., Cosh, A., Guest, P. and Hughes, A., "The impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions", Journal of Business Finance & Accounting, 32(5)& (6), June/July 2005, p. 815-870

απόδοση 0,06% στα 3 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης για εξαγορές με μετρητά εισηγμένων εταιριών ,ενώ όταν χρησιμοποιείται άλλο μέσο πληρωμής τότε η απόδοση είναι στατιστικά σημαντικά αρνητική (-0,47%). Επίσης , όταν οι αγοράστριες εταιρίες εξαγοράζουν ιδιωτικές εταιρίες στόχους χρησιμοποιώντας είτε μετρητά είτε μετοχές ,τότε οι αποδόσεις είναι μικρές (-0,14% και -0,07%) και μη στατιστικά σημαντικές .

Τέλος, οι **Antoniou, Petmezas και Zhao(2007)**⁴⁵, εξετάζουν τις αποδόσεις αγοραστριών εταιριών στο Ην. Βασίλειο για την περίοδο 1987-2004. Χρησιμοποιούν ένα δείγμα 1.401 εξαγορών ,που χαρακτηρίζεται από το πολύ υψηλό ποσοστό(σχεδόν 90%) μη εισηγμένων εξαγορασμένων εταιριών από το οποίο αποτελείται. Επειδή οι αγοράστριες εταιρίες της εξεταζόμενης περιόδου είναι multiple acquirers ,χρησιμοποιούν την προτεινόμενη μεθοδολογία από τους Barber, Lyon και Tsai(1999) και Mitchell, Stafford(2000) , δηλαδή των Calendar Time Abnormal Returns (CTARs). Οι ερευνητές αναφέρουν ότι στα τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση των αντίστοιχων επιχειρηματικών ενοποιήσεων, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών που έχουν προσφέρει μετρητά χάνουν -0,06% ,ενώ όταν ανταλλάσουν τις μετοχές τους , χάνουν -0,52% ,που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Μόνο κατά τον 1^ο χρόνο μετά την ολοκλήρωση των εταιρικών πράξεων, οι μέτοχοι των απορροφουσών επιχειρήσεων που προσφέρουν μετρητά χάνουν -0,22% ,ενώ οι μέτοχοι των εταιριών που προσφέρουν τις μετοχές τους κερδίζουν 0,05%, μη κανονικές αποδόσεις που όμως κρίνονται μη στατιστικά σημαντικές.

⁴⁵ Antoniou, Antonios ,Petmezas, Dimitrios and Huainan Zhao, “Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions”, *Journal of Business & Accounting*,00, pp.1-24.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ - ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

4.1 Εισαγωγή

Η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων(event study methodology)χρησιμοποιείται ευρέως στην αξιολόγηση γεγονότων οικονομικής σημασίας για την αξία μιας επιχείρησης , όπως είναι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές , οι ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών και των μερισμάτων , οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ή ομολόγων κτλ.

Όπως αναφέρει και ο MacKinlay(1997) , αυτή η μεθοδολογία είναι ευρέως διαδεδομένη από το 1933 , όταν πρωτοεφαρμόστηκε από τον Dolley(1933) στην μελέτη του για την επίδραση των ανακοινώσεων διασπάσεων των μετοχών(stock splits) στον πλούτο των μετόχων. Η πιο σύγχρονη μεθοδολογία για την ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων παρουσιάστηκε στις εργασίες των Ball και Brown(1968) και Fama et al.(1969). Από τότε, έχουν υπάρξει αρκετές μεταβολές. Πολύ χρήσιμες μελέτες είναι και αυτές των Brown και Warner(1980,1985), που ανέπτυξαν θέματα εφαρμογής μηνιαίων και ημερησίων στοιχείων τιμών μετοχών αντίστοιχα.

Η μεθοδολογία αυτή περιλαμβάνει διάφορα στάδια που απαιτούνται ώστε να εφαρμοστεί για ένα οικονομικό γεγονός. Καταρχήν, πρέπει να αναγνωριστεί το γεγονός ενδιαφέροντος και να καθοριστεί η περίοδος παρατήρησής του. Όπως εμφανέστατα δηλώθηκε από την εισαγωγή, η εργασία αυτή ασχολείται με την επίδραση που έχει η ανακοίνωση του τρόπου πληρωμής συγχωνεύσεων και εξαγορών στις μετοχικές αποδόσεις εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ στην

βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο. Η περίοδος παρατήρησης αρχίζει 30 ημέρες πριν από την ανακοίνωση του γεγονότος και τελειώνει 30 μετά την ανακοίνωση αυτή για την μελέτη της βραχυχρόνιας περιόδου. Αντίθετα για την μελέτη της μακροχρόνιας περιόδου, η περίοδος παρατήρησης αρχίζει από το μήνα ολοκλήρωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς και τελειώνει 36 μήνες μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης. Αυτή η ημερομηνία είναι η ημερομηνία για εισηγμένες εταιρίες που η μετοχή της εταιρίας-στόχου παύει να διαπραγματεύεται στο ΧΑΑ, ενώ για μη εισηγμένες επιχειρήσεις συμπίπτει με την ημερομηνία που δημοσιοποιούνται οι αποφάσεις των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων, της σύμβασης συγχώνευσης και της απόφασης του Υπουργού Εμπορίου.

Η μελέτη αυτή αναφέρεται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές που έχουν πραγματοποιηθεί από το Ιανουάριο του 1993 έως και το Δεκέμβριο του 2006, από ελληνικές εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Από το δείγμα μας έχουν εξαιρεθεί εκείνες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές για τις οποίες το μέσο εξαγοράς δεν είναι καθορισμένο. Επιπλέον, αφού στο δείγμα περιλαμβάνονται και εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών, απαιτείται η αξία της συναλλαγής να είναι μεγαλύτερη από 1 εκ. \$. Το συγκεκριμένο κριτήριο μας οδηγεί στην απαλοιφή 22 εξαγορών.

Η εισηγμένη εταιρία πρέπει επίσης να παρουσιάζει ιστορικά στοιχεία τιμών τουλάχιστον 200 ημέρες πριν και 30 μετά από την ανακοίνωση του γεγονότος. Με το κριτήριο αυτό γίνεται επιλογή εταιριών που έχουν παρουσία στο ΧΑΑ αρκετό χρονικό διάστημα πριν από το γεγονός (event).

Η εταιρία αγοραστής δεν έχει πραγματοποιήσει κάποια πρόταση για εξαγορά ή συγχώνευση μέσα στην περίοδο παρατήρησης(event window period). Η απουσία άλλων τέτοιων γεγονότων, που μπορούν να δημιουργήσουν «θόρυβο»

στη τιμή της μετοχής είναι απαραίτητη προκειμένου να αξιολογήσουμε την όποια μη κανονική απόδοση.

Η εταιρική συναλλαγή πρέπει να έχει ολοκληρωθεί. Το κριτήριο αυτό είναι απαραίτητο, προκειμένου η ανάλυση να επικεντρωθεί σε συναλλαγές που πραγματικά έχουν συμβεί και έχουν επομένως αντίκτυπο στην αγορά.

Από το δείγμα μας, μετά την ανεύρεση του πρέπει να αφαιρεθούν εταιρίες εκείνες για τις οποίες δεν υπάρχουν στοιχεία τιμών μετοχών και μερισμάτων για το προαναφερθέν χρονικό διάστημα. Επίσης, πρέπει να ληφθεί υπόψη η περίπτωση εταιριών που έχουν προβεί σε πολλαπλές εξαγορές με διαφορετικό τρόπο πληρωμής μέσα σε ένα χρονικό διάστημα 60 ημερών γύρω από την ανακοίνωση του γεγονότος, καθώς δεν μπορεί να καθοριστεί τότε με ακρίβεια σε ποιο τρόπο πληρωμής οφείλεται η όποια μη κανονική απόδοση.

Ακόμα, στο δείγμα μας οι εταιρίες που θα περιλαμβάνονται θα έχουν κάνει πρόταση για εξαγορά ή συγχώνευση πληρώνοντας είτε 100% με μετρητά, είτε 100% με ανταλλαγή μετοχών. Επιπλέον, πρέπει να ληφθεί υπόψη μια συνήθη επιχειρηματική πρακτική στην Ελλάδα. Σύμφωνα με τον Ν. 2166/1993, οι ελληνικές εταιρίες είχαν την δυνατότητα τμηματικής εξαγοράς μιας επιχείρησης, δηλαδή εξαγοράζουν με μετρητά το 50,1% του Μετοχικού Κεφαλαίου, και στην συνέχεια προβαίνουν σε συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών του υπόλοιπου 49,9%. Σε αυτή την περίπτωση μας ενδιαφέρει η πρώτη προσφορά που γίνεται για συγχώνευση ή εξαγορά.

Επιπλέον, όταν την ίδια μέρα μία αγοράστρια ανακοινώνει 2 προτάσεις για εξαγορά τότε, θα μας ενδιαφέρει σε αυτήν την περίπτωση μόνο η επίδραση της μίας πρότασης.

4.2 Δεδομένα

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε στην παρούσα έρευνα για την μελέτη της επίδρασης του τρόπου πληρωμής στην περίοδο ανακοίνωσης είναι τα ακόλουθα :

1. Ημερήσιες τιμές μετοχών για το χρονικό διάστημα -200 έως και +30 εργάσιμων ημερών μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς ή συγχώνευσης (-200,+30) . Επίσης μηνιαίες παρατηρήσεις των τιμών των μετοχών για την μακροχρόνια περίοδο. Τα στοιχεία αυτά θα προέλθουν από τη βάση δεδομένων DataStream του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Επιπλέον, είναι απαραίτητη και η γνώση των ημερών πληρωμής του μερίσματος για κάθε εισηγμένη εταιρία.
2. Ημερήσιες τιμές του Δείκτη Datastream Total Greek Market Index για τα έτη 1993 έως 2006.
3. Χρηματιστηριακή αξία στο τέλος του κάθε μήνα διαπραγμάτευσης των μετοχών του δείγματος καθώς και η Λογιστική Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων των εταιριών που απαρτίζουν το δείγμα μας.
4. Η ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης στο χρηματοοικονομικό τύπο ότι δύο εταιρίες προτίθενται να προβούν σε εξαγορά ή συγχώνευση και ο καθορισμένος τρόπος πληρωμής . Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσουμε την βάση δεδομένων της Thomson Financial παράλληλα με την πραγματοποίηση έρευνας στα ημερήσια δελτία τύπου του ΧΑΑ για τα έτη 1993 έως και 2006.

Η προσέγγιση που εφαρμόζεται που είναι η ακόλουθη για την περίοδο ανακοίνωσης :

1. Προσδιορισμός του γεγονότος (event) και της χρονικής περιόδου γύρω από αυτό(event window). Στη συγκεκριμένη εργασία, το event θεωρείται η πρώτη επίσημη ανακοίνωση από τις δύο εταιρίες ότι έγινε προσφορά για

συγχώνευση ή εξαγορά και αναφέρεται επακριβώς στο πληροφοριακό δελτίο ο τρόπος πληρωμής. Τα event windows που θα χρησιμοποιήσουμε και προτείνονται εξάλλου και από την βιβλιογραφία είναι το (-30,+30), το (-5,+5) και το (-20,+20).

2. Επιλογή των τιμών των μετοχών του δείγματος που περιγράψαμε

3. Επιλογή του συγκεκριμένου υποδείγματος για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων

4.3 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων στη βραχυχρόνια περίοδο

Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων πρωτοεμφανίστηκε το 1969 και έχει γίνει η μέθοδος που χρησιμοποιείται κατά κόρον στην μέτρηση των αλλαγών στην απόδοση των μετοχών σε σχέση με την ανακοίνωση ενός γεγονότος.

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets κατά την διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid(event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις(predicted or expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογιστεί βάσει μιας περιόδου η οποία είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal return (AR) ή residual και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός.

Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (negative NPV project), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί εάν ισχύουν οι επιπτώσεις αυτές για το δείγμα των παρατηρήσεων γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας (παραμετρικοί και μη παραμετρικοί).

Η μη κανονική απόδοση (Abnormal Return) δίνεται από τον τύπο:

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

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

$t = 1, 2, 3, \dots, T$ (ημέρες)

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

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

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περιόδους. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού (estimation period) των «καθαρών» αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεων (observation period) που μπορεί να καταταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα event windows. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα δημοσίας ανακοινώσεως του bid) λέγεται event day, και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Το estimation period αρχίζει 200 ημέρες πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα (με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται). Η ημερήσια πραγματική απόδοση θα υπολογίζεται από τον τύπο

$$R_{jt} = \ln(P_{jt+1} + D_{jt+1}) - \ln(P_{jt}) \quad (2)$$

όπου R_{jt} = η απόδοση της εταιρίας j την ημέρα t

P_{jt} = η τιμή κλεισίματος της τιμής της μετοχής κατά τη ημέρα t

D_{jt+1} = το μερίσμα που έχει καταβληθεί την ημέρα $t+1$

ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, θα γίνει με τη χρησιμοποίηση του προσαρμοσμένου μοντέλου της αγοράς(market adjusted return model),δηλαδή

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

Το R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά το observation period, ήτοι η προβλεπόμενη απόδοση κάθε μετοχής j είναι ίση με την απόδοση της αγοράς.

Για να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα θα πρέπει αφού υπολογισθούν τα ARs, για κάθε μία επιχείρηση j του δείγματος N , σε κάθε χρονικό σημείο t , στη συνέχεια να υπολογισθεί ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων και το άθροισμα των μέσων όρων μέσα στο χρόνο $t=1, \dots, T$, αφού γίνουν βέβαια και οι κατάλληλοι έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας. Οι έννοιες αυτές δίδονται από τους εξής τύπους ως κατωτέρω:

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N} \quad (4)$$

όπου : $j = 1, 2, \dots, N$ ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος

AR_{jt} η μη κανονική απόδοση κάθε επιχείρησης j σε χρόνο t

Το AAR είναι η μέση μη κανονική απόδοση όλων των επιχειρήσεων του δείγματος σε κάθε χρονικό σημείο t της εξεταζόμενης περιόδου (observation period)

Επιπλέον, πρέπει να προσδιοριστεί η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση (Average Cumulative Abnormal Return) για μια χρονική περίοδο (t_1, t_2) ως εξής:

$$ACAR(t_1, t_2) = \sum_{(t_1, t_2)} (AAR_t) = \sum_{(t_1, t_2)} (1/N) \sum_{j=1}^N AR_{jt} \quad (5)$$

$$t = -30, \dots, 30$$

Οι Στατιστικοί έλεγχοι των AARs και ACARs (Brown & Warner 1980, 1985), που θα διενεργήσουμε για κάθε χρονικό διάστημα υπολογισμού και ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής είναι :

$$H_1 : AAR \neq 0 \quad H_0 : AAR = 0,$$

$$H_1 : ACAR \neq 0 \quad H_0 : ACAR = 0$$

$$H_1 : ACAR_{\text{ΜΕΤΡΗΤΑ}} - ACAR_{\text{ΜΕΤΟΧΕΣ}} \neq 0 \quad H_0 : ACAR_{\text{ΜΕΤΡΗΤΑ}} - ACAR_{\text{ΜΕΤΟΧΕΣ}} = 0$$

Ο έλεγχος που χρησιμοποιείται είναι ο δίπλευρος έλεγχος, καθώς δεν είναι γνωστό ποια μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση είναι μεγαλύτερη. Για το t-statistic των AARs, διαιρούμε τα AARs της observation period με το standard error που έχουν κατά το estimation period για να επιτευχθεί σταθερή διακύμανση (standardization of residuals).

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

Το standard error υπολογίζεται ως εξής:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{-200}^{-31} [(AAR_t - \overline{AAR_t})]^2}{169}} \quad (7)$$

$$\text{Το δε: } \overline{AAR_t} = \sum_{-200}^{-31} \frac{AAR_t}{170} \quad (8)$$

είναι ο μέσος όρος των AARs όλων των επιχειρήσεων του δείγματος καθόλη την περίοδο υπολογισμού (estimation period).

Για το t-statistic των ACARs διαιρούμε τα ACARs της observation period με το standard error που έχουν κατά το observation period.

$$t_{ACAR} = \frac{ACAR}{\sqrt{T} * S(AAR)} \quad (9)$$

T = συνολικός αριθμός ημερών της observation period

Εάν το t-stat.>= ή <= από την κριτική τιμή σύμφωνα με το αντίστοιχο επίπεδο σημαντικότητας, τότε απορρίπτουμε την null hypothesis H₀, ήτοι τα AARs ή τα ACARs είναι στατιστικώς σημαντικά.

4.4 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων στη μακροχρόνια περίοδο

Προκειμένου για μια μελέτη μακράς περιόδου μετά την συγχώνευση ή εξαγορά, προτάθηκε από τους Barber & Lyon (1997) να υπολογίζονται αντί για τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAARs), οι μη κανονικές αποδόσεις της διαφοράς των αποδόσεων αρχής και τέλους της εξεταζόμενης περιόδου, ωσάν οι μέτοχοι να είχαν επενδύσει σε ένα χαρτοφυλάκιο αγοράς και διακράτησης μέχρι το τέλος της περιόδου, με το σκεπτικό ότι αυτό ταιριάζει περισσότερο στη φύση μιας μακροπρόθεσμης επένδυσης όπως είναι οι εξαγορές, καθώς και για λόγους αποφυγής μεροληπτικών εκτιμήσεων. Για τον υπολογισμό των αποδόσεων αυτών, θα χρησιμοποιηθούν μηνιαία στοιχεία των τιμών των μετοχών, άρα και οι αποδόσεις των εταιριών του δείγματος θα είναι μηνιαίες. Το υπόδειγμα των Barber & Lyon έχει ως εξής:

$$BHAR_i = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{benchmark,t}) \quad (10)$$

όπου μήνας $t=1$, είναι ο πρώτος μήνας μετά το μήνα όπου έχει επέλθει η ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς, $R_{i,t}$ είναι η απόδοση της μετοχής i τον μήνα t , T είναι ο τελευταίος μήνας της περιόδου που μελετάμε, δηλ. 12, 24 ή 36 μήνες από τον μήνα ολοκλήρωσης, και όπου $R_{benchmark}$ είναι η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς με την οποία συγκρίνεται η παρατηρούμενη απόδοση R_{it} των εταιριών του δείγματος. Το χαρτοφυλάκιο αναφοράς συνήθως περιλαμβάνει την απόδοση ενός δείγματος συγκρίσιμων εταιριών ή μιας συγκρίσιμης εταιρίας. Στην συγκεκριμένη εργασία η απόδοση του χαρτοφυλακίου αναφοράς θα είναι ίση με την απόδοση μιας συγκρίσιμης εταιρίας, μέθοδος η οποία υποστηρίζεται και από τους Barber & Lyon (1997). Η απόδοση της κάθε μετοχής της αγοράστριας εταιρίας θα προσαρμόζεται και με βάση το μέρισμα που περιμένουμε να καταβληθεί μέσα στην περίοδο διακράτησης της μετοχής.

Επιπλέον, στην περίπτωση που η εταιρία του δείγματος μας δεν διαπραγματεύεται για κάποια περίοδο ή εξαχθεί από το ΧΑΑ για διάφορους λόγους πριν από την περίοδο διακράτησης που θα ορίζεται κάθε φορά, τότε σε αυτή την περίπτωση θα αντικαθιστάται από την συγκρίσιμη εταιρία. Αν πάλι, και η συγκρίσιμη εταιρία σταματήσει να διαπραγματεύεται πριν από το τέλος της περιόδου T , τότε θα χρησιμοποιούμε την απόδοση του δείκτη που χρησιμοποιούμε και στην βραχυχρόνια περίοδο.

Ο υπολογισμός της Buy-and-Hold-Abnormal-Return του χαρτοφυλακίου των μετοχών του δείγματος μας προκύπτει ως εξής :

$$ABHAR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_{i,T} \quad (11)$$

Όπου $ABHAR_T$ είναι του ίδιου βάρους σημασίας (equally weighted) BHARs για την αγοράζουσα εταιρία i μέσα στον χρονικό ορίζοντα T μετά την συγχώνευση ή εξαγορά., ενώ N είναι ο αριθμός των εταιριών του δείγματος .

Όπως αναφέρθηκε ήδη, το χαρτοφυλάκιο αναφοράς περιλαμβάνει την απόδοση μιας συγκρίσιμης εταιρίας(matching firms approach).Η επιλογή της συγκρίσιμης εταιρίας γίνεται με βάση τέσσερα χαρακτηριστικά , τα οποία και είναι: ο κλάδος (industry), η κεφαλαιοποίηση(market value),ο λόγος της λογιστικής προ τη χρηματιστηριακή αξία και ο παράγοντας momentum κατά Jegadeesh & Titman(1993).Η επιλογή του παράγοντα momentum υποστηρίζεται και από τους Barber,Lyon & Tsai(1999), ως βασικός παράγοντας στην επιλογή συγκρίσιμων εταιριών. Για την επιλογή του κατάλληλου δείγματος των συγκρίσιμων εταιριών χρησιμοποιούμε το Distance Metrics του Jegadeesh(2000), που η χρησιμότητά του είναι ότι ελαχιστοποιεί την απόσταση μεταξύ των εταιριών του δείγματος και των εταιριών του πληθυσμού, δηλ του ΧΑΑ, βρίσκοντας έτσι τις κατάλληλες συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρίες . Το μέτρο αυτό ορίζεται ως εξής :

$$Distance_i = \sum_{i=1}^N \frac{|X_{sample}(i) - X_j(i)|}{\sigma_i} \quad (12)$$

όπου N είναι ο συνολικός αριθμός των υπό εξέταση χαρακτηριστικών με βάση τα οποία θέλουμε να επιλέξουμε τις συγκρίσιμες εταιρίες , $X_{sample}(i)$ είναι η τιμή του συγκεκριμένου χαρακτηριστικού της εταιρίας του δείγματος , $X_j(i)$ είναι η τιμή που παίρνει το χαρακτηριστικό i της εταιρίας j από τον γενικό πληθυσμό και σ_i είναι η τυπική απόκλιση των εκάστοτε χαρακτηριστικών που εξετάζουμε των εταιριών του πληθυσμού.

Όπως γίνεται κατανοητό, το χαρακτηριστικό κλάδος δεν μπορεί να εισαχθεί στον τύπο του Distance Metrics, οπότε πρώτα βρίσκονται οι συγκρίσιμες εταιρίες του δείγματος με βάση τον πληθυσμό για τις εταιρίες του δείγματος και έπειτα με τη χρησιμοποίηση του distance metrics, βρίσκεται η συγκρίσιμη εταιρία. Επίσης, οι εταιρίες του πληθυσμού, δηλ. όλες οι μετοχές του ΧΑΑ πρέπει να πληρούν και ορισμένα άλλα κριτήρια ώστε να οδηγηθούμε στην τελική επιλογή των συγκρίσιμων εταιριών. Τα κριτήρια αυτά είναι οι εταιρίες να διαθέτουν τιμές και στοιχεία κατά τον μήνα της ολοκλήρωσης της εξαγοράς ή συγχώνευσης της αγοράστριας εταιρίας, να διαθέτουν στοιχεία για τη χρηματιστηριακή αξία 2 μήνες πριν τον μήνα της ανακοίνωσης της εξαγοράς και επιπλέον να είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ τουλάχιστον 12 μήνες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος από τις εταιρίες του δείγματος. Το τελευταίο κριτήριο, μας απαλλάσσει από τη μεροληψία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο και επίσης μπορούμε να υπολογίσουμε τον παράγοντα momentum για τις συγκρίσιμες εταιρίες. Ακόμα, οι συγκρίσιμες εταιρίες που προκύπτουν από τον πληθυσμό δεν πρέπει να έχουν ολοκληρώσει κάποια συγχώνευση ή εξαγορά για ένα διάστημα 3 ετών πριν και μετά από τον μήνα ολοκλήρωσης των εξαγορών του δείγματος. Δηλαδή, αν εξετάζουμε την συγχώνευση μια εταιρίας π.χ στον κλάδο των τροφίμων, τότε ο πληθυσμός των συγκρίσιμων εταιριών αποτελείται από εκείνες τις εταιρίες που δεν έχουν πραγματοποιήσει συγχώνευση ή εξαγορά για ένα χρονικό διάστημα 36 μηνών πριν και 36 μηνών μετά την συγκεκριμένη εταιρική πράξη του δείγματος. Αυτό γίνεται ώστε να μην επηρεάζεται η μη κανονική απόδοση των εταιριών που αποτελούν το δείγμα. Επιπλέον, ακολουθώντας και τις μελέτες των Barber & Lyon (1997) και Mitchell & Stafford (2000), με την συμπλήρωση ενός χρόνου από τον μήνα ολοκλήρωσης της εξαγοράς της αγοράστριας εταιρίας του δείγματος, επανεξετάζονται οι συγκρίσιμες εταιρίες ώστε να λαμβάνουμε υπόψη τις τυχόν αλλαγές που λαμβάνουν χώρα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Προκειμένου να ελέγξουμε αν η μέση έκτακτη μακροχρόνια απόδοση για περίοδο διακράτησης 12, 24 και 36 μηνών είναι στατιστικά σημαντική, χρησιμοποιούμε τον στατιστικό συντελεστή t (t-statistics), δηλ. ελέγχουμε τη μηδενική υπόθεση ότι για 12, 24 και 36 μήνες μετά την ολοκλήρωση μιας εξαγοράς που πραγματοποιήθηκε με μετρητά ή μετοχές δεν σχηματίστηκαν στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Το student t-statistics, το οποίο και θα χρησιμοποιήσουμε είναι το συμβατικό, όπως προτείνουν και οι Barber & Lyon (1999):

$$t = \frac{\overline{AR}_h}{\sigma(AR_h)/\sqrt{N}} \quad (13)$$

όπου \overline{AR}_h είναι ο μέσος των δειγματικών μη κανονικών αποδόσεων, h είναι η περίοδος διακράτησης, και $\sigma(AR_h)$ είναι η τυπική απόκλιση των μη κανονικών αποδόσεων του δείγματος των N εταιριών.

Επιπλέον, του παραμετρικού ελέγχου, πραγματοποιούνται και μη παραμετρικοί έλεγχοι, και συγκεκριμένα ο έλεγχος Wilcoxon για κάθε συγκεκριμένο δείγμα και ο έλεγχος Wilcoxon / Mann-Witney για τον έλεγχο της διαφοράς των διαμέσων.

4.5 Παρουσίαση δείγματος μακροχρόνιας περιόδου

Όπως έχει ήδη αναφερθεί η περίοδος εξέτασης της συγκεκριμένης εργασίας είναι από την 1/1/1993 έως και την 31/12/2006. Υπολογίσαμε με την μεθοδολογία Buy and Hold Abnormal Returns, τις μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών αγοραστριών εταιριών για περίοδο διακράτησης 12,24 και 36 μηνών. Αυτό σημαίνει ότι οι παρατηρήσεις του δείγματος είναι διαφορετικές για κάθε μία περίοδο διακράτησης όπως επίσης ότι εξαιρούνται από το δείγμα, εξαγορές οι οποίες δεν συμπληρώνουν και μέχρι τις 30/06/2007, 12 μηνιαίες

παρατηρήσεις μετοχικών αποδόσεων. Το γεγονός αυτό δεν εμποδίζει την εξαγωγή συμπερασμάτων. Από το δείγμα μας επίσης κρίνεται απαραίτητο και η αφαίρεση των πολλαπλών εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί από τις αγοράστριες εταιρίες με διαφορετικό τρόπο πληρωμής σε σύντομο χρονικό διάστημα, όπως είναι η περίπτωση της ANEK LINES. Αυτό κρίνεται απαραίτητο, καθώς δεν θα μπορεί να διαπιστωθεί που οφείλεται η τυχόν μη κανονική απόδοση.

Με βάση τις παραπάνω παρατηρήσεις που κάναμε, 90 συγχωνεύσεις και εξαγορές που έχουν πραγματοποιηθεί από αγοράστριες εταιρίες πληρούν αυτές τις προϋποθέσεις. Οι 49 έχουν ολοκληρωθεί με καταβολή μετρητών και οι 41 με ανταλλαγή μετοχών.

Στο πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η διάκριση των συγχωνεύσεων και εξαγορών ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής και το έτος ολοκλήρωσής τους. Επίσης στο παράρτημα, στον πίνακα 2 παρουσιάζεται το δείγμα των 90 αγοραστριών εισηγμένων εταιριών, καθώς και οι συγκρίσιμες εταιρίες που προκύπτουν με τη μεθοδολογία του Distance Metrics.

ΕΤΟΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ
1994	1	0	1
1997	1	1	2
1998	3	2	5
1999	8	4	12
2000	7	4	10
2001	11	8	19
2002	7	8	14
2003	4	8	12
2004	0	1	1
2005	3	3	6
2006	4	2	6
ΣΥΝΟΛΟ	49	41	90

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης για τις μη κανονικές αποδόσεις χρησιμοποιώντας την μεθοδολογία των επιχειρηματικών συμβάντων(event study methodology) για την περίοδο ανακοίνωσης και την μακροχρόνια περίοδο. Τα αποτελέσματα μας έρχονται να επιβεβαιώσουν την υπεροχή των αποδόσεων που απολαμβάνουν οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών που προβαίνουν σε εξαγορά με μετρητά έναντι των αποδόσεων των μετόχων των εισηγμένων επιχειρήσεων που συγχωνεύονται με ανταλλαγή μετοχών. Επιπλέον, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιριών απολαμβάνουν σημαντικά θετικές υπεραποδόσεις όταν δέχονται προσφορά που είναι 100 % με μετρητά παρά όταν παίρνουν ως αντίτιμο μετοχές της αγοράστριας εταιρίας . Ενδιαφέρον, παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα της μακροχρόνιας περιόδου. Οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υπόκεινται σε αρνητικές αποδόσεις και στις δύο μεθόδους πληρωμής και στα τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση της επιχειρηματικής μετατροπής

5.1 Αποτελέσματα της έρευνας για την περίοδο ανακοίνωσης

Στις επόμενες παραγράφους ,παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας σχετικά με τις μη κανονικές αποδόσεις των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ κατά την περίοδο ανακοίνωσης.

5.1.1 Αποτελέσματα αγοραστριών εταιριών κατά την περίοδο ανακοίνωσης

Στην παράγραφο αυτή αναφέρονται τα αποτελέσματα των μετοχικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Αρχικά, εμφανίζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών συνολικά ,δηλαδή χωρίς να γίνεται διάκριση ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι αυτό που προέκυψε από την αφαίρεση εκείνων των εταιρικών ενοποιήσεων που δεν υπήρχε πληροφόρηση για τον τρόπο πληρωμής των μετόχων των εταιριών στόχων. Στον πίνακα 1 του παραρτήματος, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όπου φαίνεται ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών απολαμβάνουν μέσες μη κανονικές αποδόσεις ύψους 0,8397%, 1,1613% και 1,1142% την -4^η ,την -2^η και την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Όσο αφορά τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις , οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών πραγματοποιούν συνολικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 4,5661% στο (-30,30), 5,5784% στο (-20,20) και 3,8073% στο (-5,5). Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ(ACARs)		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	4,5661%	2,2110^b
ACAR(-20,20)	5,5784%	3,2949^a
ACAR(-5,5)	3,8073%	4,3415^a

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον δίπλευρο έλεγχο

Στον πίνακα 2, παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνουν οι μέτοχοι των αγοραστριών εισηγμένων εταιριών όταν προσφέρουν μετρητά για περίοδο 61 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εταιρικής μετατροπής. Από τον πίνακα φαίνεται ότι οι

μέτοχοι αρχίζουν να κερδίζουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις από την 25^η ημέρα πριν από την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος. Συγκεκριμένα κερδίζουν 0,8328% ενώ την -20^η μέρα κερδίζουν 0,7155 %. Τέσσερις ημέρες πριν από την ανακοίνωση , οι μέτοχοι κερδίζουν επίσης υπεραπόδοση ύψους 0,7539% , που είναι στατιστικά διαφορετική από το μηδέν. Ακόμα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις εξακολουθούν να είναι στατιστικά σημαντικές τις ημέρες -2 και -1 και είναι 1,3921% και 0,6071% αντίστοιχα. Την ημέρα της ανακοίνωσης του γεγονότος , οι μέτοχοι κερδίζουν 0,7821% και είναι στατιστικά σημαντική. Μετά την ημερομηνία αυτή , οι επενδυτές κερδίζουν στατιστικά σημαντική υπεραπόδοση την 8^η και 13^η ημέρα αντίστοιχα και οποίες είναι 0,8018% και 0,9868% αντίστοιχα.

Στην περίπτωση τώρα, που οι αγοράστριες εταιρίες προσφέρουν τις μετοχές τους ως αντίτιμο, οι μέτοχοι τους απολαμβάνουν μέση μη κανονική απόδοση 1,0088% και 0,9446% την 19^η και 4^η ημέρα πριν από την ανακοίνωση αντίστοιχα, που είναι και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$. Επίσης, την ημέρα της ανακοίνωσης οι μετοχές των αγοραστριών εταιριών κερδίζουν μέση υπερβάλλουσα απόδοση 1,5201% που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Αντίθετα, την -30^η, την +2^η και +11^η ημέρα , οι μέτοχοι υπόκεινται σε αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις που είναι στατιστικά σημαντικές και είναι αντίστοιχα -1,1612% , -1,0873% και -0,9163%. Τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζονται στον πίνακα 3 του παραρτήματος .

Όσο αφορά τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών όταν εξαγοράζουν χρησιμοποιώντας μετρητά, πραγματοποιούν συνολικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 9,16% στο (-30,30), 9,48% στο (-20,20) και 5,43% στο (-5,5). Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Όταν όμως , οι εξαγορές γίνονται με ανταλλαγή μετοχών, οι μέτοχοι στο διάστημα (-30,30)

χάνουν -1,05% , ενώ σε μικρότερα διαστήματα κερδίζουν μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση 0,81% στο (-20,20) και 1,83% στο (-5,5). Οι αποδόσεις αυτές δεν απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση περί μέσης αθροιστικής υπερβάλλουσας απόδοσης ίση με το μηδέν.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	9,16%	3,2124 ^a
ACAR(-20,20)	9,48%	4,0562 ^a
ACAR(-5,5)	5,43%	4,4848 ^a

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	-1,05%	-0,2983
ACAR(-20,20)	0,81%	0,2821
ACAR(-5,5)	1,83%	1,2267

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Επίσης, οι διαφορές των μέσων των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων εμφανίζονται να μην απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση περί μηδενικής διαφοράς μέσων σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%. Σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% όμως, η διαφορά των ACARs για το διάστημα υπολογισμού (-30,+30), δεν υποστηρίζει την μηδενική υπόθεση περί μη διαφοράς των δύο μέσων. Οι διαφορές είναι 10,2% στο (-30,30), 8,67% στο (-20,20) και 3,60% στο (-5,5).

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ			
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	(-30,30)	(-20,20)	(-5,5)
ΜΕΤΡΗΤΑ	9,16%	9,48%	5,43%
ΜΕΤΟΧΕΣ	-1,05%	0,81%	1,83%
ΔΙΑΦΟΡΑ	10,20%	8,67%	3,60%
P-VALUE	0,07402^c	0,11548	0,25081

Σημ:α,β,γ δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

5.1.2 Αποτελέσματα αγοραστριών εταιριών που κάνουν προσφορά για εξαγορά ή συγχώνευση σε εισηγμένες εταιρίες

Αρχικά, παρουσιάζονται οι μέσες και οι συνολικές μη κανονικές αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιριών όταν προβαίνουν σε εξαγορά εισηγμένης εταιρίας στόχου. Στον πίνακα 4 του παραρτήματος, παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις όπου φαίνεται ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών απολαμβάνουν μέσες μη κανονικές αποδόσεις ύψους 0,8486%, 1,0995% και 1,5379% την -4^η, την -2^η και την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος στατιστικά σημαντικές.

Όσο αφορά τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών πραγματοποιούν συνολικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 5,5080% στο (-30,30), 6,7661% στο (-20,20) και 4,0058% στο (-5,5). Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% η πρώτη και σε 1% οι υπόλοιπες.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	5,5080%	1,7936^c
ACAR(-20,20)	6,7661%	2,6875^a
ACAR(-5,5)	4,0058%	3,072^a

Σημ:α,β,γ δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Στους πίνακες 5 και 6 παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών όταν προβαίνουν σε εξαγορά ή συγχώνευση με εισηγμένες εταιρίες και προσφέρουν ως αντάλλαγμα μετρητά ή μετοχές αντίστοιχα. Οι αγοράστριες εταιρίες όταν χρησιμοποιούν μετρητά, απολαμβάνουν υπεραποδόσεις την -20^η,την -8^η , την -2^η ημέρα(1,4290%, 1,5101% και 1,3719% αντίστοιχα) που είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Πιο υψηλές είναι οι αποδόσεις από την ημέρα της ανακοίνωσης και μετά. Συγκεκριμένα, την ημέρα ανακοίνωσης , την 1^η ,την 9^η ,την 13^η και 22^η ημέρα μετά από το γεγονός αυτό , οι μέτοχοι κερδίζουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις ύψους 1,9445%, 1,7855%, 2,0227%, 0,7723% και 1,3805% αντίστοιχα που στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν.

Τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά τώρα όταν οι αγοράστριες εταιρίες προβαίνουν σε εξαγορά εισηγμένης και χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής τις μετοχές τους. Συγκεκριμένα, την -19^η,-4^η και -2^η ημέρα από την ανακοίνωση του γεγονότος οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών κερδίζουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05(1,1225% , 1,0393% και 1,0238% αντίστοιχα). Την ημέρα της ανακοίνωσης της επιχειρηματικής μετατροπής, η αγοράστρια εταιρία απολαμβάνει απόδοση 1,4249% που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Όμως, τις επόμενες ημέρες από την ανακοίνωση, οι μέτοχοι υπόκεινται σε αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, που είναι την 2^η ημέρα -1,2647% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%, ενώ την 11^η ημέρα είναι -0,9637% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%.Γενικά, από την ανακοίνωση του γεγονότος και μετά, οι μετοχές των αγοραστριών εταιριών καταγράφουν αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις που δεν είναι όμως στατιστικά σημαντικές.

Οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών όταν προσφέρουν για την ολοκλήρωση μιας επιχειρηματικής μετατροπής μετρητά, κερδίζουν σημαντικές και θετικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις και για τα τρία διαστήματα υπολογισμού. Οι αποδόσεις αυτές κυμαίνονται από 8,84 % για το μικρότερο χρονικό διάστημα υπολογισμού, δηλ. το (-5,5) έως και 19,94% για το διάστημα 20 ημέρες πριν και 20 ημέρες μετά από την ανακοίνωση του γεγονότος. Αντίθετα, όταν οι αγοράστριες εταιρίες προσφέρουν ως αντάλλαγμα για την ολοκλήρωση του γεγονότος τις μετοχές τους, τότε οι μέτοχοι τους κερδίζουν θετικές μεν, στατιστικά μη σημαντικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις δε για τα διαστήματα (-30,30) και (-20,20), ενώ μόνο για το διάστημα (-5,5) οι μέτοχοι κερδίζουν συνολικά 2,66%, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	16,37%	3,8665 ^a
ACAR(-20,20)	19,94%	5,7424 ^a
ACAR(-5,5)	8,84%	4,9159 ^a

Σημ: a, b, c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	2,49%	0,657869535
ACAR(-20,20)	3,11%	1,001590744
ACAR(-5,5)	2,66%	1,65700424

Σημ: a, b, c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Οι διαφορές των μέσων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων και για τα τρία παράθυρα υπολογισμού εμφανίζονται να είναι στατιστικά μη σημαντικές όπως φαίνεται και από το σχετικό πίνακα.

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ			
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	(-30,30)	(-20,20)	(-5,5)
ΜΕΤΡΗΤΑ	16,37%	19,94%	8,84%
ΜΕΤΟΧΕΣ	2,49%	3,11%	2,66%
ΔΙΑΦΟΡΑ	13,89%	16,83%	6,18%
P-VALUE	0,2617	0,2722	0,4341

5.1.2 Αποτελέσματα αγοραστριών εταιριών που κάνουν προσφορά για εξαγορά ή συγχώνευση σε μη εισηγμένες εταιρίες

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα των μετοχικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών κατά την περίοδο ανακοίνωσης όταν εξαγοράζουν μη εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ. Αρχικά , θα εμφανίσουμε τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών. Στον πίνακα 7 του παραρτήματος, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όπου φαίνεται ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών κερδίζουν ημερησίως μέσες μη κανονικές αποδόσεις ύψους 0,8397%, 1,1613% και 1,1142% την -4^η ,την -2^η και την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Όσο αφορά τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις , οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών πραγματοποιούν συνολικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 3,76% στο (-30,30), 4,57% στο (-20,20) και 3,64% στο (-5,5). Από τις ACARs , μόνο η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση στο διάστημα (-5,+5) εμφανίζεται ως στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Όπως φαίνεται οι μέτοχοι κερδίζουν συνολικά περισσότερο στο διάστημα (-20,20).

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	3,76%	1,229
ACAR(-20,20)	4,57%	1,819 ^c
ACAR(-5,5)	3,64%	2,798 ^a

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Στους πίνακες 8 και 9 παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών όταν προβαίνουν σε εξαγορά ή συγχώνευση με μη εισηγμένες εταιρίες και προσφέρουν ως αντάλλαγμα μετρητά ή μετοχές αντίστοιχα. Οι αγοράστριες εταιρίες όταν χρησιμοποιούν μετρητά , από την -25^η ημέρα αρχίζουν να απολαμβάνουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις ύψους 1,1098% . Επίσης , 4 και 2 ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης κερδίζουν μέση υπερβάλλουσα απόδοση 0,8854 % και 1,3966% αντίστοιχα που είναι στατιστικά σημαντικές σε 0,05 επίπεδο σημαντικότητας. Από την τελευταία αυτή ημέρα(δηλ . την -2) , οι μέτοχοι απολαμβάνουν στατιστικά σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις(0,9148% και 1,0345% αντίστοιχα) την 8^η και 13^η ημέρα μετά την ανακοίνωση του γεγονότος.

Τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά τώρα όταν οι αγοράστριες εταιρίες προβαίνουν σε εξαγορά μη εισηγμένης και χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής τις μετοχές τους. Συγκεκριμένα, μόνο την -14^η ημέρα από την ανακοίνωση του γεγονότος οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών κερδίζουν στατιστικά σημαντική υπεραπόδοση (2,1544%), ενώ την -30^η και την -24^η υπόκεινται σε υποαπόδοση -2,5682% και -2,3123% που είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 10% αντίστοιχα.

Σε επίπεδο μέσων αθροιστικών αποδόσεων, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών κερδίζουν στατιστικά σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις

όταν χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής μετρητά και στα τρία διαστήματα υπολογισμού. Συγκεκριμένα, στο (-30,30), κερδίζουν συνολικά 7,55%, ενώ στο (-20,20) απολαμβάνουν μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση ύψους 7,16%. Τέλος, και στο πιο βραχυχρόνιο χρονικό διάστημα (-5,5), οι μετοχές των αγοραστριών εταιριών κερδίζουν συνολικά 4,67%, που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Τα αποτελέσματα είναι πολύ διαφορετικά, όταν οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις χρησιμοποιήσουν τις μετοχές τους ως μέσο ανταλλαγής. Σε αυτήν την περίπτωση, οι μέτοχοι των εταιριών αυτών χάνουν συνολικά -15,19% στο (-30,30) που είναι και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%, -8,38% στο (-20,20) και μόλις -1,52% στο (-5,5).

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	7,55%	2,1671 ^b
ACAR(-20,20)	7,16%	2,5040 ^b
ACAR(-5,5)	4,67%	3,1556 ^a

Σημ a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	-15,19%	-1,8810 ^c
ACAR(-20,20)	-8,38%	-1,2656
ACAR(-5,5)	-1,52%	-0,4444

Σημ:a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Όσο αφορά τις διαφορές στους μέσους των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων, η διαφορά στο (-30,30) είναι 22,74% και εμφανίζεται να απορρίπτει την μηδενική υπόθεση περί ισότητας των δύο μέσων (p-value 0,0097). Στα δύο

όμως άλλα διαστήματα, η διαφορά των δύο μέσων όσο αφορά τον τρόπο πληρωμής δεν μπορεί να απορρίψει την μηδενική υπόθεση.

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ			
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	(-30,30)	(-20,20)	(-5,5)
ΜΕΤΡΗΤΑ	7,55%	7,16%	4,67%
ΜΕΤΟΧΕΣ	-15,19%	-8,38%	-1,52%
ΔΙΑΦΟΡΑ	22,74%	15,53%	6,19%
P-VALUE	0,009748104 ^a	0,09192337	0,160412

Σημ :a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά τώρα όταν οι αγοράστριες εταιρίες προβαίνουν σε εξαγορά εισηγμένης και χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής τις μετοχές τους . Συγκεκριμένα, την -19^η, -4^η και -2^η ημέρα από την ανακοίνωση του γεγονότος οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών κερδίζουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05(1,1225% , 1,0393% και 1,0238% αντίστοιχα) . Την ημέρα της ανακοίνωσης της επιχειρηματικής μετατροπής , η αγοράστρια εταιρία απολαμβάνει απόδοση 1,4249% που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Όμως, τις επόμενες ημέρες από την ανακοίνωση, οι μέτοχοι υπόκεινται σε αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις , που είναι την 2^η ημέρα -1,2647% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%, ενώ την 11^η ημέρα είναι -0,9637% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%. Γενικά, από την ανακοίνωση του γεγονότος και μετά, οι μετοχές των αγοραστριών εταιριών καταγράφουν αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις που δεν είναι όμως στατιστικά σημαντικές.

Οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών όταν προσφέρουν για την ολοκλήρωση μιας επιχειρηματικής μετατροπής μετρητά, κερδίζουν σημαντικές και θετικές

αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις και για τα τρία διαστήματα υπολογισμού. Οι αποδόσεις αυτές κυμαίνονται από 8,84 % για το μικρότερο χρονικό διάστημα υπολογισμού , δηλ. το (-5,5) έως και 19,94% για το διάστημα 20 ημέρες πριν και 20 ημέρες μετά από την ανακοίνωση του γεγονότος. Αντίθετα , όταν οι αγοράστριες εταιρίες προσφέρουν ως αντάλλαγμα για την ολοκλήρωση του γεγονότος τις μετοχές τους , τότε οι μέτοχοι τους κερδίζουν θετικές μεν, στατιστικά μη σημαντικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις δε για τα διαστήματα (-30,30) και (-20,20) ,ενώ μόνο για το διάστημα (-5,5) οι μέτοχοι κερδίζουν συνολικά 2,66% , στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	16,37 ⁰ %	3,866554902 ^a
ACAR(-20,20)	19,94 ⁰ %	5,742439531 ^a
ACAR(-5,5)	8,84 ⁰ %	4,915924109 ^a

Σημ:a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	2,49 ⁰ %	0,657869535
ACAR(-20,20)	3,11 ⁰ %	1,001590744
ACAR(-5,5)	2,66 ⁰ %	1,65700424 ^c

Σημ:a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Οι διαφορές των μέσων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων και για τα τρία παράθυρα υπολογισμού εμφανίζονται να είναι στατιστικά μη σημαντικές όπως φαίνεται και από το σχετικό πίνακα.

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ			
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	(-30,30)	(-20,20)	(-5,5)
ΜΕΤΡΗΤΑ	16,37%	19,94%	8,84%
ΜΕΤΟΧΕΣ	2,49%	3,11%	2,66%
ΔΙΑΦΟΡΑ	13,89%	16,83%	6,18%
P-VALUE	0,261720765	0,272284594	0,434125016

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

5.1.4 Αποτελέσματα Εταιριών-Στόχων κατά την περίοδο ανακοίνωσης

Αρχικά, παρουσιάζονται οι μέσες και οι συνολικές μη κανονικές αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εταιριών όταν δέχονται προσφορά εξαγοράς ή συγχώνευσης από εισηγμένη εταιρία. Στον πίνακα 10 του παραρτήματος, παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις όπου φαίνεται ότι οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων απολαμβάνουν μέσες μη κανονικές αποδόσεις ύψους 1,35%,1,80%, 2,83% και 1,05% την -8^η, την -1^η, την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος και την +1^η ημέρα, στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Όσο αφορά τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, οι μέτοχοι των εξαγορασμένων εταιριών πραγματοποιούν συνολικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 10,83% στο (-30,30), 9,36% στο (-20,20) και 6,44% στο (-5,5). Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	10,83%	3,621^a
ACAR(-20,20)	9,36%	3,819^a
ACAR(-5,5)	6,44%	5,068^a

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Στους πίνακες 11 και 12, παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AARs) των αγοραζόμενων εταιριών που έχουν δεχθεί προσφορά για συγχώνευση ή εξαγορά με μετοχές ή μετρητά αντίστοιχα. Όπως φαίνεται, οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων που δέχονται μετοχές ως μέσο πληρωμής, αρχίζουν από την -22 και -21 ημέρα να αποκομίζουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις (1,0794% και 0,774% αντίστοιχα) . Επίσης , 8 ημέρες πριν από την ανακοίνωση απολαμβάνουν μέση υπεραπόδοση 1,3044% σε επίπεδο 1% στατιστικής σημαντικότητας. Μία ημέρα πριν την ανακοίνωση η υπεραπόδοση είναι 1,6185% και την ημέρα που ανακοινώνεται η επιχειρηματική μετατροπή, οι μέτοχοι απολαμβάνουν υπεραπόδοση 2,6037% . Ακόμα , και μία ημέρα μετά την ανακοίνωση απολαμβάνουν υπεραπόδοση 1,0874% , στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 0,05 σημαντικότητας.

Στο ίδιο μοτίβο κινούνται και οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις που κερδίζουν οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων που δέχονται μετρητά. Τις ημέρες -10,-1 και την ημέρα της ανακοίνωσης , οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι θετικές σε ύψος 2,5198% , 2,5247% και 3,76% και στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν. Επίσης , έξι, οχτώ και εννέα ημέρες μετά την ανακοίνωση της εταιρικής πράξης οι ίδιοι μέτοχοι κερδίζουν 2,6970% , 1,7323% και 2,9231% αντίστοιχα, που είναι στατιστικά σημαντικές.

Ακόμα, οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων που έχουν δεχθεί προσφορά σε μετρητά κερδίζουν μια μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση για το διάστημα των 61 ημερών 27,61 % , που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Επίσης, για το χρονικό διάστημα που αρχίζει 20 ημέρες πριν και ολοκληρώνεται 20 ημέρες μετά (-20,20), οι ίδιοι μέτοχοι κερδίζουν μια μέση αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση ύψους 27,7%, ενώ για ένα πιο

βραχυχρόνιο διάστημα υπολογισμού (-5,5) κερδίζουν κατά μέσο όρο 11,18%. Και οι δύο αποδόσεις κρίνονται στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%.

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ-ΣΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΔΕΧΘΕΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΜΕΤΡΗΤΑ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	27,61%	4,70643 ^a
ACAR(-20,20)	27,70%	5,7589 ^a
ACAR(-5,5)	11,18%	4,4860 ^a

Σημ: a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Και στην περίπτωση όμως των εξαγορών με ανταλλαγή μετοχών, οι μέτοχοι των εταιριών στόχων κερδίζουν στα ίδια με πριν χρονικά διαστήματα στατιστικά σημαντικές μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις ύψους από 4,89% για το διάστημα (-20,20) ,5,28% για το παράθυρο υπολογισμού (-5,5) και 6,73% για το διάστημα (-30,30).

ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ-ΣΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΔΕΧΘΕΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ		
ΕΥΡΟΣ	ACAR	t-statistic
ACAR(-30,30)	6,73%	1,9711 ^b
ACAR(-20,20)	4,89%	1,7455 ^b
ACAR(-5,5)	5,28%	3,6397 ^a

Σημ: a, b, c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

Οι διαφορές τώρα στις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων των εταιριών στόχων όταν δέχονται μετρητά ή μετοχές κυμαίνονται από 5,90% έως 22,82% , αλλά κρίνονται μη στατιστικά σημαντικές.

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ-ΣΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΔΕΧΟΝΤΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ			
	(-30,30)	(-20,20)	(-5,5)
ΜΕΤΡΗΤΑ	27,61%	27,70%	11,18%
ΜΕΤΟΧΕΣ	6,73%	4,89%	5,28%
ΔΙΑΦΟΡΑ	20,88%	22,82%	5,90%
P-VALUE	0,2698	0,2938	0,5897

5.2 Αποτελέσματα της έρευνας για την μακροχρόνια περίοδο

Τα αποτελέσματα των μη κανονικών αποδόσεων των μετόχων των αγοραστριών εταιριών παρουσιάζονται στον πίνακα 2. Όπως φαίνεται οι μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων παρουσιάζονται για μια περίοδο διακράτησης 12, 24 και 36 μηνών αντίστοιχα , ενώ διακρίνονται ανάλογα με το αν οι αγοράστριες εταιρίες αγόρασαν πλειοψηφική συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο άλλης εταιρίας καταβάλλοντας μετρητά ή προχώρησαν σε συγχώνευση με απορρόφηση της εταιρίας στόχου και με αντίτιμο την ανταλλαγή των μετοχών τους .

Οι μέτοχοι των εταιριών που κατέβαλλαν μετρητά υπέστησαν κατά τον 1^ο χρόνο μετά την ολοκλήρωση των εταιρικών πράξεων μέση αρνητική απόδοση (BHAR) -9,70 % , η οποία όμως είναι μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -1.159119 και p-value 0.2521)διαφορετική από το μηδέν. Μετά, όμως από 24 μήνες διακράτησης, οι μέτοχοι χάνουν -29,60% ,όπου απορρίπτεται η υπόθεση περί μηδενικής μέσης μακροχρόνιας απόδοσης (t-statistic -2.259327 και p-value 0,0291) σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%. Ακόμα, 36 μήνες μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών εξακολουθούν να χάνουν -18,3163% , η οποία όμως είναι μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -1.583787 και p-value 0.1209) .

Αντίθετα, οι μέτοχοι των εισηγμένων εταιριών που προβαίνουν σε ανταλλαγή των μετοχών τους, υπόκεινται και αυτοί σε αρνητική απόδοση -15,5983 % για μια περίοδο διακράτησης 12 μηνών, η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10 (t-statistic -1.936071 και p-value 0.0599). Επίσης, για 2 χρόνια μετά τον μήνα ολοκλήρωσης, η μέση μη κανονική απόδοση των αγοραστριών εταιριών (ABHAR) εξακολουθεί να παραμένει αρνητική σε επίπεδο -21,7177 % , αλλά είναι μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -1.160700 και p-value 0.2536). Η αρνητικά απόδοση παραμένει και στα 3 χρόνια μετά την ολοκλήρωση των εξαγορών του δείγματος μας σε επίπεδο -16,6752% , η οποία και παραμένει μη στατιστικά σημαντική διαφορετική από το μηδέν (t-statistic -0.860550 και p-value 0.3961).

Στην συνέχεια, παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα μας στην περίπτωση που οι αγοράστριες εταιρίες εξαγοράζουν ή απορροφούν άλλες εισηγμένες ή μη εταιρίες στόχους. Συγκεκριμένα, όταν προβαίνουν σε εξαγορά εισηγμένων εταιριών με μετρητά χάνουν κατά τον 1^ο χρόνο μετά την ολοκλήρωση της επιχειρηματικής μετατροπής -11,05% , που είναι μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -0.459859 και p-value 0,6579). Με την συμπλήρωση 24 μηνών από την εξαγορά, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υπόκεινται σε αρνητική μη κανονική απόδοση -38,70%, που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%(t-statistic -1.962382 και p-value 0.0974). Επίσης, μετά από τρία χρόνια, οι ίδιοι μέτοχοι έχουν χάσει κατά μέσο όρο -12,24% , υποαπόδοση που κρίνεται μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -0.445968 και p-value 0.6743).

Όταν όμως οι αγοράστριες εταιρίες προχωρούν σε εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων με ανταλλαγή μετοχών, τότε η μακροχρόνια μέση μη κανονική απόδοση στο 1^ο έτος είναι -15,60% , οριακά μη στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%(t-statistic -1.684638 και p-value 0.1012). Με την συμπλήρωση 24 μηνών από την εξαγορά, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υπόκεινται σε αρνητική μη κανονική απόδοση -12,03% , που είναι μη

στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν (t-statistic -0,7237 και p-value 0,475). Επίσης, μετά από τρία χρόνια, οι ίδιοι μέτοχοι έχουν χάσει κατά μέσο όρο -15,01%, υποαπόδοση που κρίνεται μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -0.66 και p-value 0,5152).

Οι αρνητικές μακροχρόνιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις συνεχίζονται και στην περίπτωση που οι εξαγοράζουσες εταιρίες απορροφούν μη εισηγμένες εταιρίες. Συγκεκριμένα, όταν προβαίνουν σε εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών με μετρητά χάνουν κατά τον 1^ο χρόνο μετά την ολοκλήρωση της επιχειρηματικής μετατροπής -9,39%, που είναι μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -1,057 και p-value 0,2967). Με την συμπλήρωση 24 μηνών από την εξαγορά, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υπόκεινται σε αρνητική μη κανονική απόδοση -27,83%, που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% (t-statistic -1,825 και p-value 0.0765). Επίσης, μετά από τρία χρόνια, οι ίδιοι μέτοχοι έχουν χάσει κατά μέσο όρο -19,33%, υποαπόδοση που κρίνεται μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -1,5063 και p-value 0.1409).

Όταν όμως οι αγοράστριες εταιρίες προχωρούν σε εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων με ανταλλαγή μετοχών, τότε η μακροχρόνια μέση μη κανονική απόδοση στο 1^ο έτος είναι -15,60%, οριακά μη στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% (t-statistic -1,2838 και p-value 0,2555). Με την συμπλήρωση 24 μηνών από την εξαγορά, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υπόκεινται σε αρνητική μη κανονική απόδοση -70,16%, που είναι μη στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν (t-statistic -0,8961 και p-value 0,4113). Επίσης, μετά από τρία χρόνια, οι ίδιοι μέτοχοι έχουν χάσει κατά μέσο όρο -23,87%, υποαπόδοση που κρίνεται μη στατιστικά σημαντική (t-statistic -0.6909 και p-value 0,5204).

Στην παρούσα φάση κρίνεται σκόπιμο να παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα των μακροχρόνιων μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών για περίοδο διακράτησης 12, 24 και 36 μηνών, ανεξάρτητα από τον

τρόπο πληρωμής. Συγκεκριμένα, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών χάνουν κατά τον 1^ο χρόνο μετά την ολοκλήρωση της επιχειρηματικής μετατροπής - 12,39% , που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%(t-statistic -2,12 και p-value 0,0363). Με την συμπλήρωση 24 μηνών από την εξαγορά , οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υπόκεινται σε αρνητική μη κανονική απόδοση -26,01% , που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%(t-statistic -2,35 και p-value 0,0211). Επίσης, μετά από τρία χρόνια , οι ίδιοι μέτοχοι έχουν χάσει κατά μέσο όρο -17,61% , υποαπόδοση που κρίνεται οριακά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%(t-statistic -1,66 και p-value 0,0999).

Επίσης, παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα από τη μελέτη των διαφορών των μακροχρόνιων μέσων μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής. Όπως φαίνεται και από τον ακόλουθο πίνακα, σε κανένα από τα διαστήματα διακράτησης των μετοχών των αγοραστριών εταιριών δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική διαφορά από το μηδέν είτε σε παραμετρικό είτε σε μη παραμετρικό επίπεδο ελέγχου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1Α.

ΜΕΣΕΣ ΒΗΑΡΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ				
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ(n=49)	T-STATISTIC	ΜΕΤΟΧΕΣ(n=41)	T-STATISTIC
1 YEAR	-9,70%	-1,159	-15,60%	-1,936^c
P-VALUE(Wilcoxon)	0,6907		0,1262	
2 YEARS	-29,60%	-2,259^b	-21,72%	-1,160
P-VALUE(Wilcoxon)	0,0944		0,8814	
3 YEARS	-18,32%	-1,5830	-16,68%	-0,8605
P-VALUE(Wilcoxon)	0,2767		0,5941	

Σημ: Τα a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο. Τα p-values έχουν υπολογιστεί με βάση τον έλεγχο των προσημασμένων τάξεων μεγέθους του Wilcoxon για τη διάμεσο(Wilcoxon Signed Rank Test)

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΒΗΡΑΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ			
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	1 YEAR	2 YEARS	3 YEARS
ΜΕΤΡΗΤΑ (n=49)	-9,70%	-29,60%	-18,32%
ΜΕΤΟΧΕΣ (n=41)	-15,60%	-21,72%	-16,68%
ΔΙΑΦΟΡΑ	5,90%	-7,88%	-1,64%
T-STATISTIC	0.6167	0.7249	0.9393
P-VALUE (Wilcoxon/Mann-Witney)	0.4463	0.4694	0.6904

Σημ:Τα a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο. Τα p-values έχουν υπολογιστεί με βάση τον έλεγχο των προσημασμένων τάξεων μεγέθους του Wilcoxon/Mann Witney για τη διαφορά των διαμέσων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Μέσα στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης, της απορρύθμισης των αγορών, της χαλάρωσης της νομοθεσίας σχετικά με θέματα ανταγωνισμού και στην πορεία για την Ευρωπαϊκή ενοποίηση, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν την κυρίαρχη τάση για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων τις τελευταίες δεκαετίες τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Αμερική .

Ερωτήματα σχετικά με την επίδραση των εξαγορών αλλά και του τρόπου πληρωμής στην χρηματιστηριακή αξία τόσο των αγοραστριών όσο και των αγοραζομένων εταιριών έχουν απασχολήσει την ακαδημαϊκή κοινότητα και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού . Τα εμπειρικά ευρήματα επιβεβαιώνουν ότι κατά την περίοδο ανακοίνωσης οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων κερδίζουν σημαντικά θετικές μη κανονικές αποδόσεις στην περίπτωση που πληρώνονται με μετρητά ,ενώ και στην περίπτωση που ανταλλάσσουν τις μετοχές τους με μετοχές της αγοράστριας εταιρίας απολαμβάνουν σημαντικές μη κανονικές θετικές αποδόσεις , που όμως είναι μικρότερες . Ακόμα , οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών , όταν πληρώνουν για μια εξαγορά με μετρητά έχουν συνήθως μηδενικές ή μη σημαντικές θετικές μη κανονικές αποδόσεις . Σε ορισμένες μελέτες βέβαια, οι αποδόσεις αυτές εμφανίζονται να είναι σημαντικά θετικές . Στην περίπτωση όμως , που οι ίδιοι μέτοχοι πληρώνουν τους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών με μετοχές τους ,τότε χάνουν σημαντικά από το χαρτοφυλάκιό τους. Όσο αφορά τώρα στην μακροχρόνια περίοδο, τα αποτελέσματα των μελετών επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες, όπως είναι η μέθοδος υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων, η περίοδος διακράτησης και ο σχηματισμός των χαρτοφυλακίων μέτρησης των αποδόσεων.

Λαμβάνοντας αυτά τα στοιχεία, οι μελέτες δείχνουν την ανωτερότητα των αποδόσεων των μετοχών των αγοραστριών εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά έναντι αυτών των αγοραστριών εταιριών που προβαίνουν σε ανταλλαγή των μετοχών τους.

Επιπλέον, ενώ το πλήθος των ακαδημαϊκών μελετών επικεντρώνεται σε αναπτυγμένες αγορές, όπως το Ην. Βασίλειο και οι ΗΠΑ, δεν υπάρχουν μελέτες που να επικεντρώνονται στην μελέτη της επίδρασης του τρόπου πληρωμής στον πλούτο των μετόχων σε λιγότερο αναπτυγμένες αγορές όπως είναι η ελληνική. Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να εκτιμήσει τα αποτελέσματα προηγούμενων εμπειρικών μελετών που εξέτασαν την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις μετοχικές αποδόσεις και να παράγει αποτελέσματα της επίδρασης αυτής και στις μετοχικές αποδόσεις των ελληνικών εισαγμένων εταιριών στο ΧΑΑ που προέβησαν σε εξαγορές με εγχώριες εταιρίες από το 1993 έως το 2006.

Τα αποτελέσματα που περιλαμβάνονται στην εργασία αυτή είναι συναφή με τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών της παγκόσμιας βιβλιογραφίας όσο αφορά την περίοδο ανακοίνωσης. Συγκεκριμένα, οι μέτοχοι των εταιριών στόχων όταν δέχονται προσφορά για εξαγορά ή συγχώνευση σε μετρητά κερδίζουν μέχρι 27,61% για μια περίοδο 30 ημερών πριν και 30 ημερών μετά από την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος. Ακόμα και στο πιο σύντομο χρονικό διάστημα υπολογισμού, δηλ 5 ημέρες πριν και 5 ημέρες μετά, οι ίδιοι μέτοχοι απολαμβάνουν συνολική υπερβάλλουσα απόδοση 11,18%. Όταν τώρα, οι μέτοχοι των αγοραζόμενων εταιριών δέχονται ως μέσο πληρωμής τις μετοχές των αγοραστριών εταιριών, κερδίζουν στο διάστημα (-30,30) κερδίζουν 6,73%.

Στην παρούσα φάση, θα αναλυθούν και τα αποτελέσματα των αγοραστριών εταιριών για την περίοδο ανακοίνωσης. Όπως φάνηκε και από την παρουσίαση των αποτελεσμάτων, οι μέτοχοι των εταιριών που προβαίνουν σε

εξαγορά ή συγχώνευση , χρησιμοποιώντας ταμειακά διαθέσιμα , κερδίζουν σε aggregate level μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση 9,16% στο (-30,30). Αντίθετα, όταν οι εταιρίες που εξαγοράζουν , χρησιμοποιούν τις μετοχές τους ως μέσο πληρωμής , τότε υπόκεινται σε απώλειες ύψους -1,05 % στο ίδιο χρονικό διάστημα. Επιβεβαιώνεται επομένως η υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης που εξηγεί την ανωτερότητα στις αποδόσεις των cash acquirers από τους stock acquirers. Σε πιο περιορισμένο βέβαια χρονικό διάστημα, όπως είναι το (-5,5) , οι μέτοχοι των εταιριών που προσφέρουν μετοχές ,κερδίζουν και αυτοί συνολικά 1,82 % ,ενώ όταν προσφέρουν μετρητά κερδίζουν στατιστικά σημαντική υπεραπόδοση 5,43%. Το κέρδος αυτό για τους μετόχους που χρησιμοποιούν μετοχές , οφείλεται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι η Ελληνική Αγορά επιχειρηματικού ελέγχου είναι σχετικά μικρή και δεν παρουσιάζει έντονο ανταγωνισμό όπως συμβαίνει στις πιο αναπτυγμένες χώρες.

Σε μακροχρόνιο επίπεδο , τα αποτελέσματα της μελέτης μας δεν επιβεβαιώνουν την παγκόσμια βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα , μόνο για τον 1^ο χρόνο μετά την ολοκλήρωση των επιχειρηματικών ενοποιήσεων , βρίσκουμε υποαπόδοση ύψους -9,70% για τις εξαγορές με μετρητά ,ενώ η αντίστοιχη μη κανονική απόδοση των εταιρικών πράξεων που έχουν ολοκληρωθεί με ανταλλαγή μετοχών είναι -15,60%. Η διαφορά αυτή των μέσων BHARs εμφανίζεται να μην είναι στατιστικά σημαντική. Με την συμπλήρωση όμως 24 μηνών από την ολοκλήρωση των εξαγορών, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά, χάνουν ένα πολύ σημαντικό ποσοστό του χαρτοφυλακίου τους , που φτάνει το -29,60% . Αντίθετα, οι μέτοχοι των εταιριών που αντάλλαξαν τις μετοχές τους έχασαν -21,72% . Και πάλι όμως η διαφορά των μέσων αποδόσεων κρίνεται μη στατιστικά σημαντική . Τέλος , με την συμπλήρωση 3 ετών από την συγχώνευση ή εξαγορά , οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών χάνουν τόσο με μετρητά όσο και με ανταλλαγή μετοχών - 18,32% και -16,68% αντίστοιχα. Η διαφορά των μέσων των BHARs παραμένει μη στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν.

Τα αποτελέσματα αυτά όπως είναι φυσικό γεννούν ορισμένα ερωτήματα για τα περισσότερα από τα οποία υπάρχουν όμως απαντήσεις . Καταρχήν, χρησιμοποιήθηκε σχετικά μικρό δείγμα σε σχέση με την περίοδο που πήραμε να μελετήσουμε. Πολλές επιχειρηματικές μετατροπές της περιόδου 1993 -2006 έχουν εξαιρεθεί, καθώς η εύρεση του τρόπου πληρωμής ήταν δυνατόν να γίνει με 100% επιβεβαίωση μόνο για το χρονικό διάστημα 2000-2006. Αυτό οδήγησε στην εύρεση ενός δείγματος που ήταν 100% επιβεβαιωμένο ως προς τον τρόπο πληρωμής μεν, αλλά δεν αντικατοπτρίζει τον πλούτο ή τις απώλειες που διαμορφώθηκαν για τα χαρτοφυλάκια των μετόχων αυτής της περιόδου. Επιπλέον, με βάση την μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε , δηλαδή των BHARs με single matching firm approach , και την χρήση του Distance Metrics , μπορεί να αντιμετωπίστηκαν τα bias των CARs ,αλλά παραμένουν τα προβλήματα που επεσήμανε και ο Fama ⁴⁶(1998). Δηλαδή, ότι το πρόβλημα είναι και μεθοδολογικό ,καθώς τα BHARs υπολογίζουν μη κανονικές αποδόσεις ,εκεί που δεν υφίστανται. Ακόμα, οι προηγούμενοι μελετητές αναφέρουν στα αποτελέσματα τους τόσο την value-weighted όσο και την equal-weighted προσέγγιση των αποτελεσμάτων. Στην παρούσα μελέτη , το μέσο BHAR είναι equal-weighted, γεγονός που θα μας οδηγήσει με βεβαιότητα σε διαφορετικά αποτελέσματα, αν χρησιμοποιηθεί η value-weighted approach , καθώς πολλές εξαγορές που ήταν μικρού μεγέθους οδήγησαν σε ακραίες τιμές αποδόσεων. Επίσης, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι το γεγονός ότι γινόταν επαναπροσδιορισμός της συγκρίσιμης εταιρίας κάθε χρόνο, αντί της πιο συχνής προσέγγισης η control firm να παραμένει η ίδια για όλη την περίοδο υπολογισμού ,δημιουργεί ένα potential bias ή καλύτερα misstatement. Πολύ σημαντικό είναι και το θέμα των overlapping returns,δηλ των πολλαπλών εξαγορών μέσα σε μια περίοδο υπολογισμού , το οποίο επισημάνθηκε και από τους Barber,Lyon και Tsai(1999). Οι μελετητές έδειξαν με σάφηνεια ότι το

⁴⁶ Fama, Eugene F., 1998, "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance," Journal of Financial Economics, 49: 283-306.

συγκεκριμένο t-statistic είναι inflated , γεγονός που τους οδήγησε στην αποδοχή της Calendar Time Portfolio Approach ως της κατάλληλης προσέγγισης για να αντιμετωπίσει τέτοια θέματα.

Εν κατακλείδι , η εργασία αυτή ασχολήθηκε με την επίδραση του τρόπου πληρωμής τόσο στην βραχυχρόνια περίοδο όσο και στην μακροχρόνια περίοδο. Η έλλειψη στοιχείων για τον τρόπο πληρωμής , δυσχέρανε πολύ την εύρεση του κατάλληλου δείγματος, όμως η μεθοδολογική προσέγγιση ήταν αυτή που απαιτούσαν οι συνθήκες της Ελληνικής αγοράς αλλά και οι γνώσεις του υπογράφοντος. Συνεπώς , θέματα που θα άξιζαν περισσότερης μελέτης στο μέλλον είναι ο υπολογισμός των BHARs με βάση την value-weighted προσέγγιση , και η μελέτη των προσδιοριστικών εκείνων παραγόντων που καθορίζουν την επιλογή του τρόπου πληρωμής μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης στην Ελληνική επικράτεια.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Agrawal, A. , J.F. Jaffe and G.N. Mandelker (1992) , “ The Post-Merger Performance of Acquiring Firms : An Re-examination of an Anomaly” , *Journal of Finance*, Vol. 47 , pp.1605-1621.
2. Agrawal, A. and J.F. Jaffe (2000): The Post-Acquisition Performance Puzzle, in: G. Cooper and A. Gregory (eds.), *Advances in: Acquisitions and Acquisitions* (Elsevier Science).
3. Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford (2001): New Evidence and Perspectives on Acquisitions, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 103-120
4. Antoniou, Antonios , Petmezas, Dimitris and Huainan Zhao , (2007) , “ Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions” , *Journal of Business Finance & Accounting* , pp.1-24.
5. Asquith, Paul, Bruner, Robert F. and David W. Mullins , Jr. ,(1990), “ Merger Returns and the Form of Financing” , Working Paper
6. Aw, M., Chatterjee, R. (2004): The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets, *Applied Financial Economics*, Vol. 14, pp. 337-349
7. Baker, R.D and R.J. Limmack ,(2001) , “ UK Takeovers and Acquiring Company Wealth Changes : The Impact of Survivorship and Other Potential Selection Biases on Post - Outcome Performance” , University of Stirling Working Paper
8. Barber , B.M and J.D. Lyon , (1997) , “ Detecting Long Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics” , *Journal of Financial Economics* , Vol . 43 , pp.341-372.
9. Brown, David T. and Michael D. Ryngaert,(1991), “ The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information” , *The Journal of Finance*, Vol.XLVI, No.2, pp.653-669 .
10. Brown, S., Warner, J. (1980), “ Measuring Security Price Performance” , *Journal of Financial Economics*” , Vol. 8, pp. 205-258
11. Brown, S., Warner, J. (1985), “ Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies” , *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 3-31
12. Bruner, Robert F. , (2002) , “ Does M&A pay ? A Survey of Evidence for the Decision -Maker” , *Journal of Applied Finance* ,pp. 7-27
13. Cahart, Mark M., (1997), “On Persistence in Mutual Fund Performance” , *The Journal of Finance*, Vol. 52, No.1, pp 57-82.
14. Conn, Robert L. , Andy Cosh, Paul M.Guest and Alan Hughes, (2005), “The impact on Acquirers of Domestic , Cross-Border, Public and Private Acquisitions” , *Journal of Business Finance & Accounting* , 32(5) & (6), pp.815-869.

15. Draper, Paul and Paudyal, Krishna, (2006), "Acquisitions: Private versus Public", *European Financial Management*, Vol.12, No.1, pp.57-80.
16. Draper, Paul and Paudyal, Krishna, (1999), " Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns, and Trading Activity", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(5) &(6),pp.521-558.
17. Eckbo, Espen, Ronald Giammarino and R. Heinkel, (1990), " Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests", *The Review of Financial Studies*, Vol.3, No. 4, pp. 651-675.
18. Eckbo, E., Thornburn, K. (2000): Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, Issue 1, pp. 1-25
19. Fama , Eugene F. , (1998) , " Market efficiency , long-term returns , and behavioral finance" , *Journal of Financial Economics* 49, pp.283-306.
20. Fuller, Kathleen, Netter, J. and Stegemoller, M. , (2002) , " What do returns to Acquiring firms tell us? Evidence from Firms that make many acquisitions" , *The Journal of Finance* , Vol.LVII, No.4, pp.1763-1793.
21. Fishman , Michael J. , (Mar. 1989) , " Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions" , *The Journal of Finance* , Vol. 44, No.1 , pp. 41-57
22. Franks , J.R , R. S Harris and S. Titman, (1991) , "The Post-Merger Share Price Performance of Acquiring Firms" , *Journal of Financial Economics*, Vol . 29, pp.81-96.
23. Ghosh, A. and W. Ruland , (1998) , " Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions and Executive Job Retention , *Journal of Finance* , Vol L III , No. 2 (April) , pp.785-798.
24. Goergen, Marc and Luc Renneboog, (2004), "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids", *European Financial Management*, Vol. 10, No.1, pp.9-45.
25. Gregory, Alan (1997) , " An Examination of the Long run performance of UK acquiring firms" , *Journal of Business Finance & Accounting* ,24(7) & (8), pp.971-1002.
26. Hansen , R.G. (1987) , " A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions" , *Journal of Business*, Vol 60. pp. 75-95.
27. Heron, Randall & Erik Lie ,(March 2002) , " Operating Performance and the Method of payment in Takeovers" , *The Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 37,No.1, pp.137-155.
28. Huang , Y.S. and R.A. Walking ,(1987) , " Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcement : Payments , Acquisition Forms and Managerial Resistance" , *Journal of Financial Economics* , Vol . 19 , pp.329-350.
29. Kothari ,S.P and J.B. Warner (1997) , " Measuring Long Horizon Security Price Performance" , *Journal of Financial Economics* , Vol . 43 , pp.301-339.

30. Limmack, Robin J. (1997), “ Discussion of An Examination of the Long run performance of UK acquiring firms” , *Journal of Business Finance & Accounting* ,24(7) & (8), pp.1003- 1007.
31. Loderer, C. and K. Martin ,(1992), “ Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms” , *Financial Management* , Vol. 10, pp.69-79.
32. Loughran , T. and A. Vijh , (1997) , “ Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?” , *Journal of Finance* , Vol. LII , No. 5 (December) , pp.1765-1790.
33. Lyon, J.D. , Brad M.Barber, and Chih-Ling Tsai , (1999) , “ Improved Methods for Tests of Long -Run Abnormal Stock Returns” , *The Journal of Finance* , Vol.LIV, No.1, pp.165-201.
34. MacKinlay, Craig A. ,(1997) , “ Event Studies in Economics and Finance” , *Journal of Economic Literature* , Vol. XXXV , pp. 13-39.
35. Martin, K.(1996) , “ The Method Of Payment in Corporate Acquisitions , Investment Opportunities and Management Ownership” , *Journal of Finance* , Vol .LI , No.4 (September) , pp.1227-1246.
36. Martynova, Marina and Luc Renneboog ,(2006), “ Mergers and Acquisitions in Europe” , Forthcoming in *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Elsevier)
37. Mitchell, Mark L. and Erik Stafford, (2000), “ Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance” , *The Journal Of Business* , Vol. 73, No.3, pp.287-329.
38. Myers, S., Majluf, N. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have” , *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp.187-221
39. Rau, Raghavendra P. & Theo Vermaelen, (1998), “Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms” , *Journal of Financial Economics* 49, pp. 223-253.
40. Peterson , David R. & Peterson , Pamela P., (1991) , “ The medium of exchange in mergers & acquisitions” , *Journal of Banking & Finance* 15, pp. 383-405.
41. Saeyoung Chang , (April 1998) , “ Takeovers of Privately Held Targets , Methods of Payment , and Bidder Returns” , *The Journal of Finance* , Vol L III , No 2.
42. Servaes, Henri, (1991) , “ Tobin’s Q and the Gains from Takeovers” , *The Journal Finance* , Vol .46, No.1, pp.409-419.
43. Sudarsanam , Sudi & Ashraf Mahate,(2003) , “ Glamour Acquirers ,Method of Payment and Post - Acquisition Performance : The UK Evidence” , *Journal of Business Finance & Accounting* ,30(1) & (2), pp.299-341.
44. Suk, David Y. & Hyun Mo Sung ,(August 1997) , “The Effects of the method of payment and the type of offer on target returns in mergers and tender offers” , *The Financial Review* , Vol . 32, No. 3, pp.591-607.

45. Travlos, Nickolaos G., (1987), " Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' stock returns", *The Journal of Finance*, Vol.42, No.4, pp.943-963.
46. Tuch, C. and O' Sullivan, N. , (2007) , " The impact of acquisitions on firm performance : A review of the evidence" , *International Journal of Management Reviews* , Vol. 9 , Issue 2, pp.141-170.
47. Wallace N. Davidson III & Louis T.W. Cheng, (April 1997), "Target Firms Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns?" , *Journal of Business Finance & Accounting* , 24 (3) & (4)
48. Walker, M., 2000, Corporate takeovers, strategic objectives and acquiring-firm shareholder wealth, *Financial Management*, 53-66
49. Wansley, J., Lane, W., Yang, H. (1983): Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment, in: *Financial Management*, Vol. 12, pp.16-22
50. Wansley, J., Lane, W., Yang, H. (1987): Gains to Bidder Firms in Cash and Securities Transactions, in: *Financial Review*, Vol. 22, pp.403-414
51. Yook, Ken C., (2003), "Larger Return to Cash Acquisitions: Signaling Effect or Leverage Effect?" *Journal of Business*, Vol.76, No.3, pp.477-498.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.

**ΔΕΙΓΜΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΠΟΥ
 ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΑΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ Η ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ
 ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ -ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ**

A/A	Εταιρία-Στόχος Εισηγμένη στο ΧΑΑ	Εταιρία-στόχος	Εταιρία που την εξαγόρασε ή συγχωνεύθηκε μαζί της	Τρόπος Πληρωμής	Ημερομηνία Ανακοίνωσης
1	ΟΧΙ	Multicom	ΟΤΕ SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	18/9/2001
2	ΟΧΙ	S Koskinidis SA	P Lykos SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/10/1999
3	ΟΧΙ	Essential Business Management	Esha SA(ALFA ALFA ENERGY)	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/2/2002
4	ΟΧΙ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ	EFG EUROBANK	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/6/1998
5	ΟΧΙ	Air Greece	Minoan Lines Shipping SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/1/1999
6	ΟΧΙ	La Pasteria	Everest SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	1/10/2001
7	ΟΧΙ	Thraplast-Megabag SA	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	4/11/2005
8	ΟΧΙ	Hellas On Line SA	INTRACOM SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/8/2005
9	ΟΧΙ	ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ	AUDIO VISUAL AE	ΜΕΤΡΗΤΑ	27/12/2005
10	ΟΧΙ	Technical Consulting Bureau	METKA	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/3/2002
11	ΟΧΙ	TOT Hellas-Assets	Cyclon Hellas SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/1/2003
12	ΟΧΙ	Natura Fruit AE	Spyrou Agriculture SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	23/6/2000
13	ΟΧΙ	ASPIS SECURITIES	ASPIS BANK	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/2/2002
14	ΟΧΙ	ΤΣΑΚΙΡΗΣ	Coca-Cola Hellenic Bottling Co	ΜΕΤΡΗΤΑ	14/10/2003
15	ΟΧΙ	HELLENIC SECURITIES SA	MARFIN CLASSIC AEEF	ΜΕΤΡΗΤΑ	11/10/2000
16	ΟΧΙ	Athens Apollonio Clinic	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΜΕΤΡΗΤΑ	30/6/1997
17	ΟΧΙ	Maltezos SA,Interklima SA	Athenian Capital Holdings	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/8/1999
18	ΟΧΙ	Microland	Altec SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/7/1998
19	ΟΧΙ	ER-VE	ΚΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥ ΛΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/12/2000
20	ΟΧΙ	Athinea SA	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	17/12/1999
21	ΟΧΙ	Dimitropoulos-	Xylemporia	ΜΕΤΡΗΤΑ	1/8/2001

		Polychronopoulos	Atene SA		
22	OXI	Domitor	ΑΕΓΕΚ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	11/2/2002
23	OXI	Papamarinos SA-Promilco	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	7/2/2001
24	OXI	Antonios Zacharopoulos SA	ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	11/5/2000
25	OXI	Elite SA	Hellenic Biscuits Co SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	30/3/2000
26	OXI	Sithonia Beach Porto Carras	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	4/11/2002
27	OXI	EVALUE	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/6/2001
28	OXI	Posidonia	Mesochoritis Brothers SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/1/2002
29	OXI	Mycobar Mining Co SA(M-I LLC)	Silver & Baryte Ores Mining Co	ΜΕΤΡΗΤΑ	30/3/1999
30	OXI	Appleboxer	Sex Form	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/2/2003
31	OXI	Alpino SA	ΝΗΡΕΑΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/2/2000
32	OXI	Polaris SA	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	ΜΕΤΡΗΤΑ	2/12/1999
33	OXI	Athanasiadis Bros	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/12/2005
34	OXI	Sabrouk	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	26/9/2001
35	OXI	Arcat,Iteco,Star	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	31/1/2001
36	OXI	Bank of Central Greece	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/8/1998
37	OXI	ABN-AMRO Securities Greece SA	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΜΕΤΡΗΤΑ	17/10/2001
38	OXI	TEMKAT	ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/12/2000
39	OXI	Zeta AE(Estee Lauder)	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/6/2001
40	OXI	Intersonic SA	Despec Technology Holdings SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/4/2000
41	ΝΑΙ	VELIFEST	YALCO	ΜΕΤΟΧΕΣ	4/8/2000
42	ΝΑΙ	Scoplife(Scottish Provident)	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/8/2000
43	ΝΑΙ	3KP SA	ΜΕΤΚΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/4/2000
44	ΝΑΙ	Ionian Leasing	Alpha Leasing SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/3/2001
45	ΝΑΙ	OTE LEASING	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	7/3/2001
46	ΝΑΙ	Trylet SA	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/2/1998
47	ΝΑΙ	ΚΛΙΝΙΚΗ Π.ΦΑΛΗΡΟΥ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΜΕΤΟΧΕΣ	19/4/2001
48	ΝΑΙ	NEXUS	INTERINVEST	ΜΕΤΟΧΕΣ	29/7/2005
49	ΝΑΙ	ΤΡΑΠΕΖΑ	EFG Eurobank	ΜΕΤΟΧΕΣ	9/6/1999

		ΕΡΓΑΣΙΑΣ	SA		
50	ΝΑΙ	Intrasoft SA	INTRACOM SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	19/4/2001
51	ΝΑΙ	METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ	PHOENIX	ΜΕΤΟΧΕΣ	26/6/2001
52	ΝΑΙ	LANTEC	LANNET	ΜΕΤΟΧΕΣ	28/7/2003
53	ΝΑΙ	Strintzis Lines Shipping SA	Attica Enterprises SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	31/8/1999
54	ΝΑΙ	NATIONAL MORTGAGE BANK	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	23/9/1998
55	ΝΑΙ	ETBA LEASING	PIRAEUS LEASING	ΜΕΤΟΧΕΣ	1/4/2003
56	ΝΑΙ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	3/12/2001
57	ΝΑΙ	Petrola Hellas SA	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/5/2003
58	ΝΑΙ	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/6/2005
59	ΝΑΙ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	6/11/2002
60	ΝΑΙ	INTRAMET	INTRAKAT	ΜΕΤΟΧΕΣ	24/3/2005
61	ΝΑΙ	FITCO	ΧΑΛΚΟΡ	ΜΕΤΟΧΕΣ	31/1/2006
62	ΝΑΙ	UNISOFT	ALTEC	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/3/2001
63	ΝΑΙ	ΓΕΚΑΤ	ΕΜΠΕΔΟΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	29/1/2002
64	ΝΑΙ	FEEDUS	ΝΗΡΕΑΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/12/2004
65	ΝΑΙ	ΚΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/1/2002
66	ΝΑΙ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	Info-Quest SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	8/5/1999
67	ΝΑΙ	ALPHA TRUST ASSET MANAGER	ALPHA TRUST ANDROMEDA AEEC	ΜΕΤΟΧΕΣ	15/12/2003
68	ΝΑΙ	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ	ALPHA TRUST ANDROMEDA AEEC	ΜΕΤΟΧΕΣ	1/8/2002
69	ΝΑΙ	ΔΟΥΔΟΣ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	23/7/2001
70	ΝΑΙ	Delta Informatics(Alpha Cr Bk)	Singular SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	6/10/1999
71	ΝΑΙ	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	17/12/2001
72	ΝΑΙ	ΑΣΤΗΡ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	19/8/1997
73	ΝΑΙ	Delta Singular AE	Alpha Bank AE	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/6/2004
74	ΝΑΙ	Xiosbank,MACEDONIA-THRACE BANK	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	20/12/1999

75	ΝΑΙ	ΝΕΣΤΟΣ	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜ Η	ΜΕΤΟΧΕΣ	25/1/2002
76	ΝΑΙ	ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΤΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/5/1999
77	ΝΑΙ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ.ΕΠΕΝΔΥΣΕΩ Ν ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙ ΟΥ	ΜΕΤΟΧΕΣ	17/9/2002
78	ΝΑΙ	ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	Alpha Bank AE	ΜΕΤΟΧΕΣ	5/6/2003
79	ΝΑΙ	Telesis Investment Bank	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	16/3/2001
80	ΝΑΙ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	6/11/2002
81	ΝΑΙ	ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ	MIKROMEDIA BRITTANIA	ΜΕΤΟΧΕΣ	16/11/2001
82	ΝΑΙ	Macedonian Plastics	Aristovoulos G Petzetakis SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/12/1993
83	ΝΑΙ	Delta Project SA	Mytilineos Holdings SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/5/2006
84	ΝΑΙ	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	Mytilineos Holdings SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/12/2004
85	ΝΑΙ	Olympic Catering	Everest SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	4/9/2002
86	ΝΑΙ	GOODY'S	DELTA HOLDING SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/7/2001
87	ΝΑΙ	ΚΑΕ	Folli Follie SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	5/5/2006
88	ΝΑΙ	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Alpha Bank AE	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/3/1999
89	ΝΑΙ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΘΗΝΩΝ	EFG EUROBANK	ΜΕΤΡΗΤΑ	19/6/1998
90	ΝΑΙ	ΕΤΒΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	31/10/2001
91	ΝΑΙ	ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΕΕΧ	SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	1/2/2006
92	ΌΧΙ	SAOS FERRIES	NIKOS GALIS	ΜΕΤΟΧΕΣ	29/9/2006
93	ΌΧΙ	SNT Telecoms & Informatics	Hitech Consultants SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/9/2003
94	ΌΧΙ	THLEDANOS AEE	Hitech Consultants SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	31/12/2004
95	ΌΧΙ	Lamda Detergent & Cosmetics SA	Lamda Detergent SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	1/11/2006
96	ΌΧΙ	P & K Securities	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/7/2006
97	ΌΧΙ	Teto Farma SA	Creta Farm SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/10/2000
98	ΌΧΙ	Getronics(Getronics NV)	CPI SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	17/4/2001
99	ΌΧΙ	NESTLE	DELTA HOLDING	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/3/2006
100	ΝΑΙ	SYSWARE	ALTEC	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/3/2001

101	ΝΑΙ	UNIFON	ΠΑΝΑΦΟΝ	ΜΕΤΟΧΕΣ	26/10/2000
102	ΝΑΙ	ΝΕΧΤΝΕΤ	ΠΑΝΑΦΟΝ	ΜΕΤΟΧΕΣ	24/5/2001

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛ

ΠΙΝΑΚΑΣ Β..

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ

ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ

ΠΕΡΙΟΔΟ

Υπολογισμός συγκρίσιμων εταιριών
 (matching firms) με τη μέθοδο του
 Distance Metrics

A/A	Εταιρία-Στόχος Εισηγμένη στο ΧΑΑ	Εταιρία-στόχος	Εταιρία που την εξαγόρασε ή συγχωνεύθηκε μαζί της	Τρόπος Πληρωμής	Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Ημερομηνία Ολοκλήρωσης	1ο έτος	2ο έτος	3ο έτος
1	OXI	Multicom	OTE SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	18/9/2001	18/9/2001	COSMOTE	COSMOTE	COSMOTE
2	OXI	S Koskinidis SA	P Lykos SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/10/1999	13/10/1999	NBG REAL ESTATE DEV	NBG REAL ESTATE DEV	NBG REAL ESTATE DEV
3	OXI	Essential Business Management	Esha SA(ALFA ALFA ENERGY)	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/2/2002	19/4/2002	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙ Σ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ
4	OXI	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ	EFG EUROBANK	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/6/1998	8/10/1999	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ
5	OXI	Air Greece	Minoan Lines Shipping SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/1/1999	17/3/1999	BLUE STAR MARITIME	BLUE STAR MARITIME	BLUE STAR MARITIME
6	OXI	La Pasteria	Everest SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	1/10/2001	1/10/2001	LAMP SA HOTEL	GEKE	LAMP SA HOTEL
7	OXI	Thraplast-Megabag SA	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	4/11/2005	4/11/2005	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	-	-
8	OXI	Hellas On Line SA	INTRACOM SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/8/2005	31/1/2006	PLAISIO COMPUTERS	-	-
9	OXI	ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ	AUDIO VISUAL AE	ΜΕΤΡΗΤΑ	27/12/2005	27/12/2005	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-	-
10	OXI	Technical Consulting Bureau	METKA	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/3/2002	29/3/2002	KLEEMAN HELLAS	SPIDER	Frigoglass
11	OXI	TOT Hellas-Assets	Cyclon Hellas SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/1/2003	3/1/2003	ELTON	Daios Plastics	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙ Σ
12	OXI	Natura Fruit AE	Spyrou Agriculture SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	23/6/2000	23/6/2000	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙ Σ
13	OXI	ASPIS SECURITIES	ASPIS BANK	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/2/2002	9/1/2003	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ
14	OXI	ΤΣΑΚΙΡΗΣ	Coca-Cola Hellenic Bottling Co	ΜΕΤΡΗΤΑ	14/10/2003	30/12/2003	EBZ	Elais-Unilever	Elais-Unilever
15	OXI	HELLENIC SECURITIES SA	MARFIN CLASSIC AEEX	ΜΕΤΡΗΤΑ	11/10/2000	23/1/2001	ΕΞΕΛΙΞΗ	ΔΙΑΣ	ΔΙΑΣ
16	OXI	Athens Apollonio Clinic	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΜΕΤΡΗΤΑ	30/6/1997	30/6/1997	Axon Holdings	Axon Holdings	Axon Holdings
17	OXI	Maltezos SA,Interklima SA	Athenian Capital Holdings	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/8/1999	21/8/1999	ΚΑΤΣΕΛΗΣ	ELAIS-UNILEVER	ΚΑΡΔΑΣΙΑ ΑΡΗΣ
18	OXI	Microland	Altec SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/7/1998	3/7/1998	Intracom Holdings	Nexans Hellas	Intertech
19	OXI	ER-VE	ΚΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/12/2000	29/12/2000	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ
20	OXI	Athinea SA	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	17/12/1999	17/12/1999	Selected Textile	Selected Textile	ΧΑΤΖΗΩΑ ΝΝΟΥ
21	OXI	Dimitropoulos Polychronopoulos	Xylemportia Atene SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	1/8/2001	1/8/2001	ΙΚΤΙΝΟΣ HELLAS	ΜΑΘΙΟΣ	ΜΑΘΙΟΣ

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ 97
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

22	OXI	Domitor	ΑΕΓΕΚ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	11/2/2002	11/2/2002	ΑΛΤΕ ΑΤΕ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ
23	OXI	Papamarinos SA-Promilco	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	7/2/2001	8/3/2001	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΑΗ	ΜΠΑΛΑΦΑΣ	ΜΠΑΛΑΦΑΣ
24	OXI	Antonios Zacharapoulos SA	ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	11/5/2000	11/5/2000	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ
25	OXI	Elite SA	Hellenic Biscuits Co SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	30/3/2000	16/5/2000	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΑΗ	ΚΑΡΔΑΣΙΑ ΑΡΗΣ	ΚΑΡΔΑΣΙΑ ΑΡΗΣ
26	OXI	Sithonia Beach Porto Carras	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	4/11/2002	4/11/2002	FOLLI-FOLLIE	FOLLI-FOLLIE	FOLLI-FOLLIE
27	OXI	EVALUE	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/6/2001	8/6/2001	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΑΕ
28	OXI	Posidonia	Mesochoritis Brothers SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	25/1/2002	25/1/2002	ΓΕΝΕΡ	ΓΕΝΕΡ	ΓΕΝΕΡ
29	OXI	Mycobar Mining Co SA(M-I LLC)	Silver & Baryte Ores Mining Co	ΜΕΤΡΗΤΑ	30/3/1999	30/3/1999	ΧΑΛΚΟΡ	ΧΑΛΚΟΡ	ΧΑΛΚΟΡ
30	OXI	Appleboxer	Sex Form	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/2/2003	13/2/2003	Elmec Sport	Elmec Sport	Selected Textile
31	OXI	Alpino SA	ΝΗΡΕΑΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/2/2000	28/2/2000	ΑΛΛΑΤΙΝΗ	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΑΗ	ΜΠΑΛΑΦΑΣ
32	OXI	Polaris SA	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	ΜΕΤΡΗΤΑ	2/12/1999	2/12/1999	ΕΤΜΑ RAYON	Minerva Knitwear	Minerva Knitwear
33	OXI	Athanasiadis Bros	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/12/2005	1/1/2006	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-	-
34	OXI	Sabrouk	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	26/9/2001	26/9/2001	ΚΑΤΣΕΛΗΣ	ΚΑΤΣΕΛΗΣ	ΚΑΤΣΕΛΗΣ
35	OXI	Arcat,Iteco,Star	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	31/1/2001	31/1/2001	FHL Manufacturing Trading Company	FHL Manufacturing Trading Company	FHL Manufacturing Trading Company
36	OXI	Bank of Central Greece	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/8/1998	1/9/1998	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
37	OXI	ABN-AMRO Securities Greece SA	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΜΕΤΡΗΤΑ	17/10/2001	28/12/2001	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ
38	OXI	TEMKAT	ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/12/2000	29/12/2000	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	ΓΕΚ	ΓΕΚ
39	OXI	Zeta AE(Estee Lauder)	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/6/2001	21/6/2001	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ
40	OXI	Intersonic SA	Despec Technology Holdings SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	21/4/2000	21/4/2000	Intertech	Plaisio Computers	Plaisio Computers
41	NAI	VELIFEST	YALCO	ΜΕΤΟΧΕΣ	4/8/2000	12/11/2001	ZAMPIA	ZAMPIA	ΜΠΕΝΟΥ ΜΠΗ
42	NAI	Scoplife(Scottish Provident)	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/8/2000	17/8/2000	EUR RELIANCE GEN INS CR	EUR RELIANCE GEN INS CR	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ
43	NAI	3KP SA	ΜΕΤΚΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/4/2000	10/4/2000	KLEEMAN HELLAS	ΕΛΤΡΑΚ	KLEEMAN HELLAS
44	NAI	Ionian Leasing	Alpha Leasing SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/3/2001	1/8/2001	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	ΚΟΥΜΠΙΑΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ
45	NAI	OTE LEASING	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	7/3/2001	28/6/2001	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ
46	NAI	Trylet SA	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/2/1998	10/2/1998	Selected Textile	Selected Textile	Selected Textile
47	NAI	ΚΑΙΝΙΚΗ Π.ΦΑΛΗΡΟΥ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΜΕΤΟΧΕΣ	19/4/2001	2/1/2002	ΙΑΣΩ	AXON HOLDINGS	EUROMEDICA
48	NAI	NEXUS	INTERINVEST	ΜΕΤΟΧΕΣ	29/7/2005	3/7/2006	ΔΙΑΣ	-	-
49	NAI	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	EFG Eurobank SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	9/6/1999	4/8/1999	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
50	NAI	Intrasoft SA	INTRACOM SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	19/4/2001	31/12/2001	PLAISIO COMPUTERS	NEXANS HELLAS	NEXANS HELLAS
51	NAI	METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ	PHOENIX	ΜΕΤΟΧΕΣ	26/6/2001	19/6/2002	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ
52	NAI	LANTEC	LANNET	ΜΕΤΟΧΕΣ	28/7/2003	2/12/2003	COSMOTE	OTE	COSMOTE
53	NAI	Strintzis Lines Shipping SA	Attica Enterprises SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	31/8/1999	10/12/1999	Ionian Hotel	Ionian Hotel	Ionian Hotel

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ 98
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

54	ΝΑΙ	NATIONAL MORTGAGE BANK	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	23/9/1998	2/10/1998	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
55	ΝΑΙ	ETBA LEASING	PIRAEUS LEASING	ΜΕΤΟΧΕΣ	1/4/2003	22/12/2003	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	ΚΟΥΜΠΙΑΣ
56	ΝΑΙ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	3/12/2001	2/1/2003	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	EUR RELIANCE GEN INS CR
57	ΝΑΙ	Petrola Hellas SA	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/5/2003	1/10/2003	MOTOR OIL	MOTOR OIL	MOTOR OIL
58	ΝΑΙ	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/6/2005	28/11/2005	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-	-
59	ΝΑΙ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	6/11/2002	12/11/2003	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
60	ΝΑΙ	INTRAMET	INTRAKAT	ΜΕΤΟΧΕΣ	24/3/2005	2/1/2006	ΒΕΤΑΝΕΤ	-	-
61	ΝΑΙ	FITCO	ΧΑΛΚΟΡ	ΜΕΤΟΧΕΣ	31/1/2006	30/6/2006	ΣΙΔΕΝΟΡ	-	-
62	ΝΑΙ	UNISOFT, SYWARE	ALTEC	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/3/2001	24/9/2001	ΡΟΥΛΙΑΔΙΣ ASSOCS.	ΡΟΥΛΙΑΔΙΣ ASSOCS.	ΡΟΥΛΙΑΔΙΣ ASSOCS.
63	ΝΑΙ	ΓΕΚΑΤ	ΕΜΠΕΔΟΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	29/1/2002	26/8/2002	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	ΑΚΡΙΤΑΣ
64	ΝΑΙ	FEEDUS	ΝΗΡΕΑΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/12/2004	14/11/2005	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-	-
65	ΝΑΙ	ΚΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	30/1/2002	9/9/2002	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ
66	ΝΑΙ	ΠΑΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	Info-Quest SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	8/5/1999	8/5/1999	ΡΟΥΛΙΑΔΙΣ ASSOCS.	IDEAL GROUP	ΡΟΥΛΙΑΔΙΣ ASSOCS.
67	ΝΑΙ	ALPHA TRUST ASSET MANAGER	ALPHA TRUST ANDROMEDA AEE	ΜΕΤΟΧΕΣ	15/12/2003	16/7/2004	ΔΙΑΣ	ΕΞΕΛΙΞΗ	ΕΞΕΛΙΞΗ/ΔΙΑΣ
68	ΝΑΙ	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ	ALPHA TRUST ANDROMEDA AEE	ΜΕΤΟΧΕΣ	1/8/2002	9/12/2002	AEOLIAN INVESTMENT FUND	ΔΙΑΣ	ΔΙΑΣ
69	ΝΑΙ	ΔΟΥΔΟΣ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	23/7/2001	1/10/2001	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ
70	ΝΑΙ	Delta Informatics(Alpha Cr Bk)	Singular SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	6/10/1999	25/5/2001	DATAMEDIA	FORTHNET	FORTHNET
71	ΝΑΙ	ΑΣΠΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	ΑΣΠΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	17/12/2001	29/5/2002	EUR RELIANCE GEN INS CR	EUR RELIANCE GEN INS CR	EUR RELIANCE GEN INS CR
72	ΝΑΙ	ΑΣΤΗΡ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	19/8/1997	12/9/1997	PHOENIX METROLIFE	ΑΣΠΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	PHOENIX METROLIFE
73	ΝΑΙ	Delta Singular ΑΕ	Alpha Bank ΑΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	10/6/2004	8/4/2005	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	
74	ΝΑΙ	Χiosbank, MACEDONIA-THRACE BANK	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ	20/12/1999	16/6/2000	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
75	ΝΑΙ	ΝΕΣΤΟΣ	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	ΜΕΤΟΧΕΣ	25/1/2002	9/9/2002	ΑΛΤΕ ΑΤΕ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ
76	ΝΑΙ	ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΤΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	14/5/1999	16/12/1999	ΑΛΤΕ ΑΤΕ	ΑΛΤΕ ΑΤΕ	ΑΛΤΕ ΑΤΕ
77	ΝΑΙ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ.ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ Υ	ΜΕΤΟΧΕΣ	17/9/2002	2/10/2003	ΕΞΕΛΙΞΗ	ΔΙΑΣ	-
78	ΝΑΙ	ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	Alpha Bank ΑΕ	ΜΕΤΟΧΕΣ	5/6/2003	1/12/2003	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
79	ΝΑΙ	Telesis Investment Bank	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	16/3/2001	3/12/2001	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
80	ΝΑΙ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	EFG Eurobank Ergasias SA	ΜΕΤΟΧΕΣ	6/11/2002	31/3/2003	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
81	ΝΑΙ	ΚΛΑΟΥΔΑΤ	MIKROMEDIA	ΜΕΤΟΧΕΣ	16/11/2001	18/12/2002	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚ	ΣΦΑΚΙΑΝΑ	Microland

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ 99
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

		ΟΣ	BRITANNIA				ΗΣ	ΚΗΣ	
82	NAI	Macedonian Plastics	Aristovoulos G Petzetakis SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	13/12/1993	9/2/1994	Cyclon Hellas	Cyclon Hellas	Cyclon Hellas
83	NAI	Delta Project SA	Mytilineos Holdings SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	8/5/2006	13/6/2006	ΣΙΔΕΝΟΡ	-	-
84	NAI	ΑΛΟΥΜΙΝΙ Ο ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	Mytilineos Holdings SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/12/2004	15/3/2005	ΣΙΔΕΝΟΡ	ΣΙΔΕΝΟΡ	-
85	NAI	Olympic Catering	Everest SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	4/9/2002	11/9/2002	LAMPASA HOTEL	LAMPASA HOTEL	AUTOHELL AS
86	NAI	GOODY'S	DELTA HOLDING SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	3/7/2001	23/8/2001	EBZ	EBZ	EBZ
87	NAI	KAE	Folli Follie SA	ΜΕΤΡΗΤΑ	5/5/2006	5/5/2006	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	-	-
88	NAI	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Alpha Bank ΑΕ	ΜΕΤΡΗΤΑ	29/3/1999	19/4/1999	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
89	NAI	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΘΗΝΩΝ	EFG EUROBANK	ΜΕΤΡΗΤΑ	19/6/1998	19/6/1998	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
90	NAI	ΕΤΒΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	31/10/2001	20/3/2002	ΕΙΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.

**Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των
 Αγοραστριών εταιριών**

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,5449 ⁰ %	-2,0607 ^b	1	0,2186 ⁰ %	0,8266
-29	-0,4213 ⁰ %	-1,5933	2	-0,3577 ⁰ %	-1,3528
-28	0,0645 ⁰ %	0,2438	3	-0,1912 ⁰ %	-0,7230
-27	0,2404 ⁰ %	0,9093	4	0,0815 ⁰ %	0,3081
-26	0,3943 ⁰ %	1,4913	5	-0,0163 ⁰ %	-0,0618
-25	0,4164 ⁰ %	1,5749	6	-0,0169 ⁰ %	-0,0638
-24	-0,2549 ⁰ %	-0,9639	7	0,1338 ⁰ %	0,5061
-23	0,0421 ⁰ %	0,1594	8	0,2096 ⁰ %	0,7926
-22	-0,0438 ⁰ %	-0,1656	9	0,0816 ⁰ %	0,3087
-21	-0,1726 ⁰ %	-0,6528	10	-0,2640 ⁰ %	-0,9985
-20	0,4440 ⁰ %	1,6792 ^c	11	-0,4534 ⁰ %	-1,7148 ^c
-19	0,5072 ⁰ %	1,9184 ^c	12	-0,4534 ⁰ %	-1,7149
-18	0,1944 ⁰ %	0,7354	13	0,5612 ⁰ %	2,1225 ^b
-17	0,3285 ⁰ %	1,2422	14	-0,2273 ⁰ %	-0,8596
-16	-0,2112 ⁰ %	-0,7988	15	-0,2127 ⁰ %	-0,8043
-15	-0,0338 ⁰ %	-0,1277	16	0,0966 ⁰ %	0,3653
-14	0,1225 ⁰ %	0,4632	17	0,0737 ⁰ %	0,2787
-13	-0,3648 ⁰ %	-1,3796	18	0,2168 ⁰ %	0,8200
-12	-0,0959 ⁰ %	-0,3627	19	0,1266 ⁰ %	0,4789
-11	0,2701 ⁰ %	1,0215	20	-0,1106 ⁰ %	-0,4183
-10	0,2742 ⁰ %	1,0370	21	0,2798 ⁰ %	1,0584
-9	0,3610 ⁰ %	1,3654	22	-0,0091 ⁰ %	-0,0342
-8	0,2289 ⁰ %	0,8658	23	-0,3005 ⁰ %	-1,1364
-7	-0,0993 ⁰ %	-0,3754	24	-0,3646 ⁰ %	-1,3788
-6	0,0835 ⁰ %	0,3159	25	-0,1749 ⁰ %	-0,6613
-5	0,1036 ⁰ %	0,3920	26	-0,2633 ⁰ %	-0,9959
-4	0,8397 ⁰ %	3,1757 ^a	27	0,0153 ⁰ %	0,0579
-3	0,3503 ⁰ %	1,3246	28	0,1158 ⁰ %	0,4381
-2	1,1613 ⁰ %	4,3919 ^a	29	-0,0407 ⁰ %	-0,1539
-1	0,5035 ⁰ %	1,9043 ^c	30	0,0092 ⁰ %	0,0350
0	1,1142 ⁰ %	4,2138 ^a			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετρητά σε εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,0406%	-0,1112	1	0,3139%	0,8600
-29	-0,6879%	-1,8848 ^c	2	0,2393%	0,6555
-28	0,1308%	0,3584	3	-0,0398%	-0,1090
-27	0,4798%	1,3147	4	0,1627%	0,4457
-26	0,4028%	1,1036	5	0,3197%	0,8761
-25	0,8328%	2,2817 ^b	6	-0,2056%	-0,5634
-24	-0,0398%	-0,1091	7	0,4033%	1,1049
-23	0,2187%	0,5992	8	0,8018%	2,1968 ^b
-22	-0,3992%	-1,0938	9	0,4513%	1,2364
-21	-0,2890%	-0,7917	10	-0,2696%	-0,7388
-20	0,7155%	1,9603 ^b	11	-0,0747%	-0,2048
-19	0,0969%	0,2655	12	-0,7692%	-2,1075 ^b
-18	-0,2873%	-0,7871	13	0,9868%	2,7038 ^b
-17	0,1973%	0,5406	14	-0,3384%	-0,9271
-16	-0,2857%	-0,7828	15	0,1274%	0,3490
-15	0,1923%	0,5270	16	-0,2667%	-0,7308
-14	-0,3526%	-0,9661	17	0,1189%	0,3257
-13	-0,1971%	-0,5401	18	0,4654%	1,2751
-12	0,1241%	0,3400	19	0,3332%	0,9128
-11	0,5883%	1,6118	20	0,0619%	0,1696
-10	0,2113%	0,5789	21	0,0371%	0,1017
-9	0,5216 ^a	1,4292	22	-0,0144%	-0,0393
-8	0,5823%	1,5954	23	-0,6687%	-1,8323 ^c
-7	-0,2263%	-0,6201	24	-0,2803%	-0,7679
-6	0,3445%	0,9438	25	0,2011%	0,5511
-5	0,3384%	0,9273	26	-0,6752%	-1,8499 ^c
-4	0,7539%	2,0655 ^b	27	0,1523%	0,4172
-3	0,5595%	1,5331	28	0,1599%	0,4382
-2	1,3921%	3,8143 ^b	29	0,0331%	0,0907
-1	0,6071%	1,6634 ^c	30	0,1246%	0,3413
0	0,7821%	2,1428 ^b			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετοχές σε εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-1,1612%	-2,5881 ^a	1	0,1021%	0,2275
-29	-0,0954%	-0,2126	2	-1,0873%	-2,4234 ^b
-28	-0,0166%	-0,0370	3	-0,3762%	-0,8385
-27	-0,0522%	-0,1163	4	-0,0178%	-0,0396
-26	0,3839%	0,8557	5	-0,4271%	-0,9519
-25	-0,0924%	-0,2060	6	0,2139%	0,4767
-24	-0,5177%	-1,1539	7	-0,1955%	-0,4358
-23	-0,1736%	-0,3870	8	-0,5142%	-1,1461
-22	0,3907%	0,8707	9	-0,3702%	-0,8250
-21	-0,0304%	-0,0677	10	-0,2571%	-0,5731
-20	0,1122%	0,2500	11	-0,9163%	-2,0422 ^b
-19	1,0088%	2,2484 ^b	12	-0,0675%	-0,1504
-18	0,7832%	1,7456 ^c	13	0,0410%	0,0914
-17	0,4887%	1,0893	14	-0,0915%	-0,2040
-16	-0,1202%	-0,2679	15	-0,6283%	-1,4003
-15	-0,3101%	-0,6912	16	0,5407%	1,2051
-14	0,7031%	1,5671	17	0,0185%	0,0411
-13	-0,5697%	-1,2697	18	-0,0870%	-0,1938
-12	-0,3648%	-0,8130	19	-0,1258%	-0,2804
-11	-0,1188%	-0,2648	20	-0,3215%	-0,7165
-10	0,3510%	0,7824	21	0,5765%	1,2850
-9	0,1648%	0,3672	22	-0,0026%	-0,0057
-8	-0,2029%	-0,4523	23	0,1496%	0,3335
-7	0,0560%	0,1249	24	-0,4676%	-1,0422
-6	-0,2354%	-0,5247	25	-0,6344%	-1,4140
-5	-0,1833%	-0,4086	26	0,2400%	0,5350
-4	0,9446%	2,1053 ^b	27	-0,1521%	-0,3390
-3	0,0945%	0,2105	28	0,0620%	0,1381
-2	0,8791%	1,9593 ^c	29	-0,1309%	-0,2918
-1	0,3769%	0,8401	30	-0,1317%	-0,2935
0	1,5201%	3,3879 ^a			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετρητά ή μετοχές σε εισηγμένες εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ Η ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,6793%	-1,7276 ^b	1	0,7233%	1,8397 ^c
-29	-0,5115%	-1,3008	2	-0,8297%	-2,1102 ^b
-28	0,0384%	0,0977	3	-0,1289%	-0,3277
-27	-0,1730%	-0,4399	4	0,3603%	0,9162
-26	0,4888%	1,2432	5	-0,3864%	-0,9828
-25	-0,0539%	-0,1372	6	-0,0112%	-0,0284
-24	0,0368%	0,0935	7	0,3000%	0,7630
-23	-0,1001%	-0,2545	8	-0,3117%	-0,7927
-22	0,0806%	0,2051	9	0,2623%	0,6670
-21	0,2156%	0,5483	10	-0,3562%	-0,9060
-20	0,3217%	0,8181	11	-0,5389%	-1,3705
-19	1,0984%	2,7935 ^a	12	-0,2672%	-0,6795
-18	0,5875%	1,4942	13	-0,1291%	-0,3283
-17	0,3066%	0,7797	14	-0,1115%	-0,2837
-16	0,1611%	0,4098	15	-0,3799%	-0,9662
-15	-0,0448%	-0,1140	16	0,5879%	1,4951
-14	0,1855%	0,4718	17	-0,0308%	-0,0784
-13	-0,2399%	-0,6100	18	-0,0192%	-0,0488
-12	0,1499%	0,3812	19	-0,2646%	-0,6729
-11	0,3378%	0,8591	20	-0,1631%	-0,4148
-10	0,3852%	0,9796	21	0,2991%	0,7607
-9	0,3731%	0,9490	22	0,5707%	1,4515
-8	0,4264%	1,0844	23	0,0294%	0,0747
-7	0,1365%	0,3472	24	-0,2040%	-0,5188
-6	0,0086%	0,0218	25	-0,3077%	-0,7827
-5	-0,1844%	-0,4689	26	-0,2209%	-0,5619
-4	0,8486%	2,1582 ^b	27	-0,1402%	-0,3565
-3	0,2539%	0,6456	28	-0,1858%	-0,4727
-2	1,0995%	2,7964 ^a	29	-0,2506%	-0,6373
-1	0,7117%	1,8100 ^c	30	-0,1905%	-0,4846
0	1,5379%	3,9114 ^a			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετρητά σε εισηγμένες εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΕ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,2106%	-0,3885	1	1,7855%	3,2928 ^a
-29	-2,5128%	-4,6342 ^a	2	0,7363%	1,3579
-28	0,6658%	1,2279	3	0,4602%	0,8488
-27	0,0330%	0,0609	4	0,9111%	1,6803
-26	-0,4632%	-0,8542	5	0,6185%	1,1407
-25	-0,4140%	-0,7635	6	0,3370%	0,6214
-24	0,4179%	0,7706	7	0,8563%	1,5792
-23	0,8610%	1,5879	8	0,2930%	0,5403
-22	0,1874%	0,3456	9	2,0227%	3,7303 ^a
-21	-0,2675%	-0,4934	10	-0,6586%	-1,2146
-20	1,4290%	2,6354 ^b	11	0,9904%	1,8266
-19	1,0114%	1,8653 ^c	12	-1,7084%	-3,1507 ^b
-18	-0,5077%	-0,9363	13	0,7723%	1,4243
-17	0,0286%	0,0527	14	-0,3938%	-0,7262
-16	0,7418%	1,3681	15	0,2948%	0,5437
-15	0,8727%	1,6095	16	0,2386%	0,4401
-14	-0,3716%	-0,6853	17	-0,2223%	-0,4099
-13	-0,0860%	-0,1585	18	-0,2858%	-0,5271
-12	1,1510%	2,1227 ^c	19	-0,1934%	-0,3567
-11	1,1897%	2,1942 ^c	20	0,3667%	0,6763
-10	0,3750%	0,6916	21	0,3386%	0,6244
-9	0,6400%	1,1803	22	1,3805%	2,5460 ^b
-8	1,5101%	2,7850 ^b	23	-0,8240%	-1,5196
-7	-0,1856%	-0,3422	24	-0,4763%	-0,8784
-6	0,5888%	1,0859	25	0,7868%	1,4511
-5	0,3066%	0,5654	26	-1,4354%	-2,6471 ^b
-4	0,1621%	0,2990	27	-0,2406%	-0,4437
-3	-0,3487%	-0,6430	28	0,2940%	0,5422
-2	1,3719%	2,5301 ^b	29	-0,7707%	-1,4214
-1	0,8926%	1,6462	30	-0,9128%	-1,6835
0	1,9445%	3,5862 ^a			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετοχές σε εισηγμένες εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,8094%	-1,6706 ^c	1	0,4283%	0,8840
-29	0,0444%	0,0917	2	-1,2647%	-2,6103 ^a
-28	-0,1358%	-0,2804	3	-0,2925%	-0,6037
-27	-0,2302%	-0,4751	4	0,2072%	0,4277
-26	0,7533%	1,5547	5	-0,6656%	-1,3737
-25	0,0461%	0,0951	6	-0,1079%	-0,2226
-24	-0,0691%	-0,1426	7	0,1455%	0,3002
-23	-0,3670%	-0,7575	8	-0,4796%	-0,9899
-22	0,0510%	0,1052	9	-0,2267%	-0,4680
-21	0,3498%	0,7219	10	-0,2723%	-0,5619
-20	0,0141%	0,0291	11	-0,9637%	-1,9889 ^b
-19	1,1225%	2,3169 ^b	12	0,1332%	0,2749
-18	0,8917%	1,8405 ^c	13	-0,3795%	-0,7832
-17	0,3838%	0,7921	14	-0,0332%	-0,0684
-16	-0,0002%	-0,0004	15	-0,5673%	-1,1709
-15	-0,2997%	-0,6185	16	0,6849%	1,4135
-14	0,3403%	0,7023	17	0,0224%	0,0462
-13	-0,2826%	-0,5833	18	0,0549%	0,1132
-12	-0,1282%	-0,2646	19	-0,2843%	-0,5868
-11	0,1011%	0,2087	20	-0,3103%	-0,6404
-10	0,3880%	0,8008	21	0,2881%	0,5947
-9	0,2990%	0,6171	22	0,3458%	0,7137
-8	0,1253%	0,2586	23	0,2664%	0,5499
-7	0,2260%	0,4665	24	-0,1284%	-0,2649
-6	-0,1526%	-0,3150	25	-0,6118%	-1,2627
-5	-0,3207%	-0,6619	26	0,1164%	0,2403
-4	1,0393%	2,1450 ^b	27	-0,1123%	-0,2318
-3	0,4212%	0,8694	28	-0,3191%	-0,6587
-2	1,0238%	2,1131 ^b	29	-0,1061%	-0,2190
-1	0,6614%	1,3651	30	0,0101%	0,0208
0	1,4249%	2,9410 ^a			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετρητά ή μετοχές σε μη εισηγμένες εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ Η ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΕ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,4304%	-1,0977	1	-0,2114 ⁰ %	-0,5393
-29	-0,3444%	-0,8785	2	0,0444%	0,1132
-28	0,0866%	0,2210	3	-0,2442%	-0,6229
-27	0,5926%	1,5114	4	-0,1560%	-0,3979
-26	0,3138%	0,8004	5	0,2989%	0,7625
-25	0,8171%	2,0841 ^b	6	-0,0217%	-0,0554
-24	-0,5033%	-1,2838	7	-0,0078%	-0,0198
-23	0,1633%	0,4165	8	0,6536%	1,6671 ^c
-22	-0,1498%	-0,3820	9	-0,0723%	-0,1843
-21	-0,5033%	-1,2837	10	-0,1855%	-0,4730
-20	0,5482%	1,3982	11	-0,3806%	-0,9709
-19	0,0037%	0,0094	12	-0,6121%	-1,5612
-18	-0,1404%	-0,3581	13	1,1492%	2,9313 ^a
-17	0,3471%	0,8854	14	-0,3259%	-0,8312
-16	-0,5284%	-1,3477	15	-0,0702%	-0,1791
-15	-0,0243%	-0,0621	16	-0,3219%	-0,8210
-14	0,0688%	0,1754	17	0,1627%	0,4150
-13	-0,4712%	-1,2019	18	0,4179%	1,0658
-12	-0,3053%	-0,7786	19	0,4599%	1,1730
-11	0,2124%	0,5418	20	-0,0659%	-0,1680
-10	0,1796%	0,4582	21	0,2635%	0,6720
-9	0,3507%	0,8946	22	-0,5029%	-1,2828
-8	0,0608%	0,1550	23	-0,5814%	-1,4831
-7	-0,3001%	-0,7655	24	-0,5014%	-1,2788
-6	0,1474%	0,3759	25	-0,0617%	-0,1572
-5	0,3490%	0,8901	26	-0,2995%	-0,7638
-4	0,8321%	2,1224 ^b	27	0,1478%	0,3769
-3	0,4324%	1,1028	28	0,3728%	0,9510
-2	1,2139%	3,0961 ^a	29	0,1381%	0,3522
-1	0,3262%	0,8320	30	0,1794%	0,4577
0	0,7532%	1,9211 ^c			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετρητά σε μη εισηγμένες εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΕ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,0028%	-0,0063	1	-0,0131%	-0,0295
-29	-0,2824%	-0,6328	2	0,1288%	0,2886
-28	0,0119%	0,0267	3	-0,1509%	-0,3381
-27	0,5791%	1,2977	4	-0,0036%	-0,0082
-26	0,5952%	1,3338	5	0,2533%	0,5677
-25	1,1098%	2,4869 ^b	6	-0,3262%	-0,7310
-24	-0,1415%	-0,3171	7	0,3026%	0,6780
-23	0,0760%	0,1702	8	0,9148%	2,0500 ^b
-22	-0,5296%	-1,1867	9	0,1021%	0,2287
-21	-0,2937%	-0,6582	10	-0,1832%	-0,4105
-20	0,5569%	1,2479	11	-0,3114%	-0,6979
-19	-0,1063%	-0,2382	12	-0,5605%	-1,2560
-18	-0,2383%	-0,5340	13	1,0345%	2,3181 ^b
-17	0,2348%	0,5262	14	-0,3261%	-0,7306
-16	-0,5140%	-1,1519	15	0,0902%	0,2021
-15	0,0412%	0,0922	16	-0,3790%	-0,8494
-14	-0,3484%	-0,7806	17	0,1947%	0,4363
-13	-0,2219%	-0,4971	18	0,6323%	1,4169
-12	-0,1041%	-0,2333	19	0,4502%	1,0087
-11	0,4546%	1,0187	20	-0,0058%	-0,0130
-10	0,1749%	0,3920	21	-0,0299%	-0,0670
-9	0,4953%	1,1099	22	-0,3243%	-0,7268
-8	0,3761%	0,8428	23	-0,6342%	-1,4212
-7	-0,2354%	-0,5274	24	-0,2367%	-0,5304
-6	0,2902%	0,6503	25	0,0710%	0,1591
-5	0,3455%	0,7742	26	-0,5063%	-1,1344
-4	0,8854%	1,9839 ^b	27	0,2396%	0,5368
-3	0,7614%	1,7061 ^c	28	0,1302%	0,2917
-2	1,3966%	3,1296 ^a	29	0,2117%	0,4745
-1	0,5436%	1,2182	30	0,3551%	0,7957
0	0,5237%	1,1736			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραστριών εταιριών που προσφέρουν μετοχές σε μη εισηγμένες εταιρίες στόχους

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-2,5682%	-2,4846 ^b	1	-1,2029%	-1,1637
-29	-0,6547%	-0,6334	2	-0,3778%	-0,3655
-28	0,4604%	0,4454	3	-0,7109%	-0,6878
-27	0,6598%	0,6383	4	-0,9178%	-0,8879
-26	-1,0934%	-1,0578	5	0,5269%	0,5098
-25	-0,6465%	-0,6254	6	1,5009%	1,4520
-24	-2,3123%	-2,2370 ^c	7	-1,5595%	-1,5087
-23	0,5999%	0,5803	8	-0,6526%	-0,6314
-22	1,7495%	1,6925	9	-0,9439%	-0,9132
-21	-1,5511%	-1,5006	10	-0,1967%	-0,1903
-20	0,5045%	0,4881	11	-0,7267%	-0,7030
-19	0,5537%	0,5357	12	-0,8701%	-0,8418
-18	0,3491%	0,3377	13	1,7229%	1,6668
-17	0,9085%	0,8789	14	-0,3249%	-0,3144
-16	-0,6002%	-0,5806	15	-0,8722%	-0,8438
-15	-0,3518%	-0,3404	16	-0,0362%	-0,0350
-14	2,1544%	2,0843 ^c	17	0,0028%	0,0027
-13	-1,7180%	-1,6621	18	-0,6543%	-0,6330
-12	-1,3110%	-1,2683	19	0,5084%	0,4918
-11	-0,9985%	-0,9660	20	-0,3662%	-0,3543
-10	0,2033%	0,1967	21	1,7302%	1,6738
-9	-0,3722%	-0,3601	22	-1,3959%	-1,3505
-8	-1,5160%	-1,4666	23	-0,3175%	-0,3071
-7	-0,6238 ⁰	-0,6035	24	-1,8246%	-1,7652
-6	-0,5667%	-0,5483	25	-0,7249%	-0,7013
-5	0,3663%	0,3543	26	0,7345%	0,7106
-4	0,5658%	0,5474	27	-0,3113%	-0,3012
-3	-1,2126%	-1,1731	28	1,5863 ⁰	1,5346
-2	0,3000%	0,2903	29	-0,2303%	-0,2228
-1	-0,7612%	-0,7364	30	-0,6988%	-0,6761
0	1,9005%	1,8386			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραζομένων εταιριών που δέχονται προσφορά για εξαγορά

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΔΕΧΟΝΤΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΓΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,2336%	-0,6102	1	1,0479%	2,7377 ^a
-29	-0,4714%	-1,2315	2	-0,5672%	-1,4818
-28	0,5101%	1,3327	3	-0,5828%	-1,5225
-27	-0,1449%	-0,3786	4	0,4492%	1,1736
-26	0,0728%	0,1902	5	0,1206%	0,3151
-25	0,1276%	0,3334	6	0,7769%	2,0297 ^b
-24	-0,1660%	-0,4338	7	0,1930%	0,5041
-23	-0,6125%	-1,6002	8	-0,0983%	-0,2568
-22	0,8709%	2,2751 ^b	9	0,1373%	0,3587
-21	0,4972%	1,2988	10	-0,6036%	-1,5770
-20	0,6861%	1,7924 ^c	11	-0,1269%	-0,3316
-19	0,9573%	2,5010 ^b	12	-0,3903%	-1,0197
-18	1,0357%	2,7059 ^a	13	0,3526%	0,9212
-17	0,0490%	0,1279	14	-0,3996%	-1,0440
-16	0,1755%	0,4586	15	-0,6955%	-1,8170 ^c
-15	0,3776%	0,9866	16	-0,2607%	-0,6810
-14	-0,0672%	-0,1755	17	-0,1819%	-0,4752
-13	-0,4719%	-1,2328	18	-0,0471%	-0,1231
-12	-0,1335%	-0,3488	19	0,1789%	0,4675
-11	0,3038%	0,7936	20	-0,2023%	-0,5286
-10	0,2216%	0,5790	21	-0,0667%	-0,1742
-9	-0,0661%	-0,1728	22	0,4051%	1,0583
-8	1,3489%	3,5239 ^a	23	-0,5855%	-1,5297
-7	0,2431%	0,6351	24	0,6905%	1,8039 ^c
-6	-0,3667%	-0,9579	25	0,4209%	1,0997
-5	-0,0736%	-0,1923	26	-0,3604%	-0,9415
-4	0,6668%	1,7421 ^c	27	-0,2366%	-0,6180
-3	0,5662%	1,4792	28	0,4156%	1,0857
-2	0,1812%	0,4733	29	0,1553%	0,4056
-1	1,7962%	4,6926 ^a	30	0,1773%	0,4631
0	2,8304%	7,3945 ^a			

a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.

Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραζομένων εταιριών που δέχονται προσφορά σε μετρητά

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΔΕΧΟΝΤΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΜΕΤΡΗΤΑ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,4704%	-0,6261	1	0,8863%	1,1797
-29	-1,6635%	-2,2143 ^c	2	0,4460%	0,5937
-28	1,1589%	1,5427	3	-0,6088%	-0,8104
-27	-0,3327%	-0,4429	4	1,4768%	1,9658 ^c
-26	-0,1371%	-0,1825	5	0,1097%	0,1460
-25	0,6966%	0,9272	6	2,6970%	3,5900 ^a
-24	0,1527%	0,2032	7	-0,7874%	-1,0482
-23	0,1662%	0,2213	8	1,7323%	2,3059 ^b
-22	0,0161%	0,0215	9	2,9231%	3,8910 ^a
-21	-0,6516%	-0,8674	10	0,1604%	0,2135
-20	0,6911%	0,9200	11	1,3475%	1,7937
-19	0,2742%	0,3650	12	-1,2207%	-1,6250
-18	1,6779%	2,2335 ^c	13	1,2973%	1,7269
-17	0,3614%	0,4810	14	-0,1518%	-0,2021
-16	1,4081%	1,8744 ^c	15	-1,2374%	-1,6471
-15	0,7195%	0,9577	16	-1,5457%	-2,0576 ^c
-14	0,4040%	0,5378	17	-0,1787%	-0,2379
-13	0,7164%	0,9536 ^c	18	-1,4344%	-1,9094 ^c
-12	0,5618%	0,7479	19	0,9182%	1,2222
-11	1,1329%	1,5080	20	0,4065%	0,5410
-10	2,5198%	3,3541 ^a	21	-0,3792%	-0,5047
-9	0,0049%	0,0065	22	0,2228%	0,2966
-8	1,5311%	2,0381 ^c	23	0,0734%	0,0978
-7	-0,5126%	-0,6824	24	0,9174%	1,2212
-6	0,1085%	0,1444	25	1,5203%	2,0236
-5	0,9205%	1,2253	26	-0,6914%	-0,9204
-4	-0,5115%	-0,6809	27	-0,9281%	-1,2355
-3	1,4867%	1,9790	28	0,8947%	1,1910
-2	0,6871%	0,9146	29	-1,1788%	-1,5691
-1	2,5247%	3,3607 ^a	30	0,5257%	0,6998
0	3,7600%	5,0050 ^a			

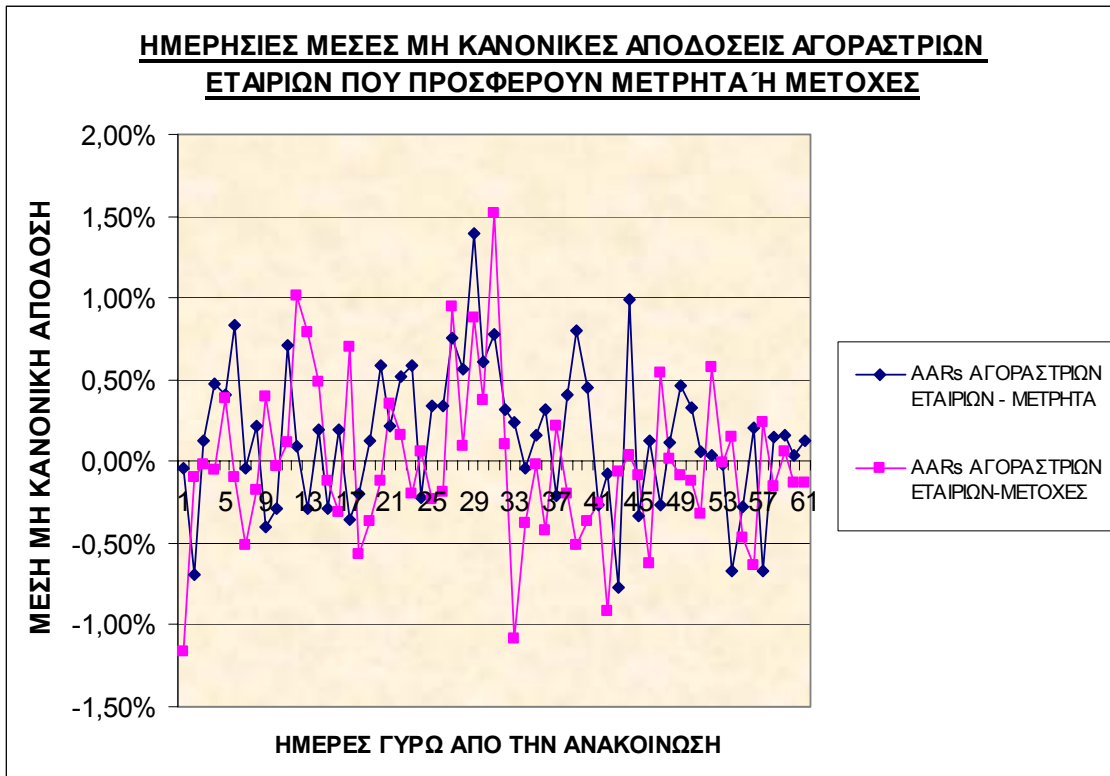
a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο

ΠΙΝΑΚΑΣ 12.

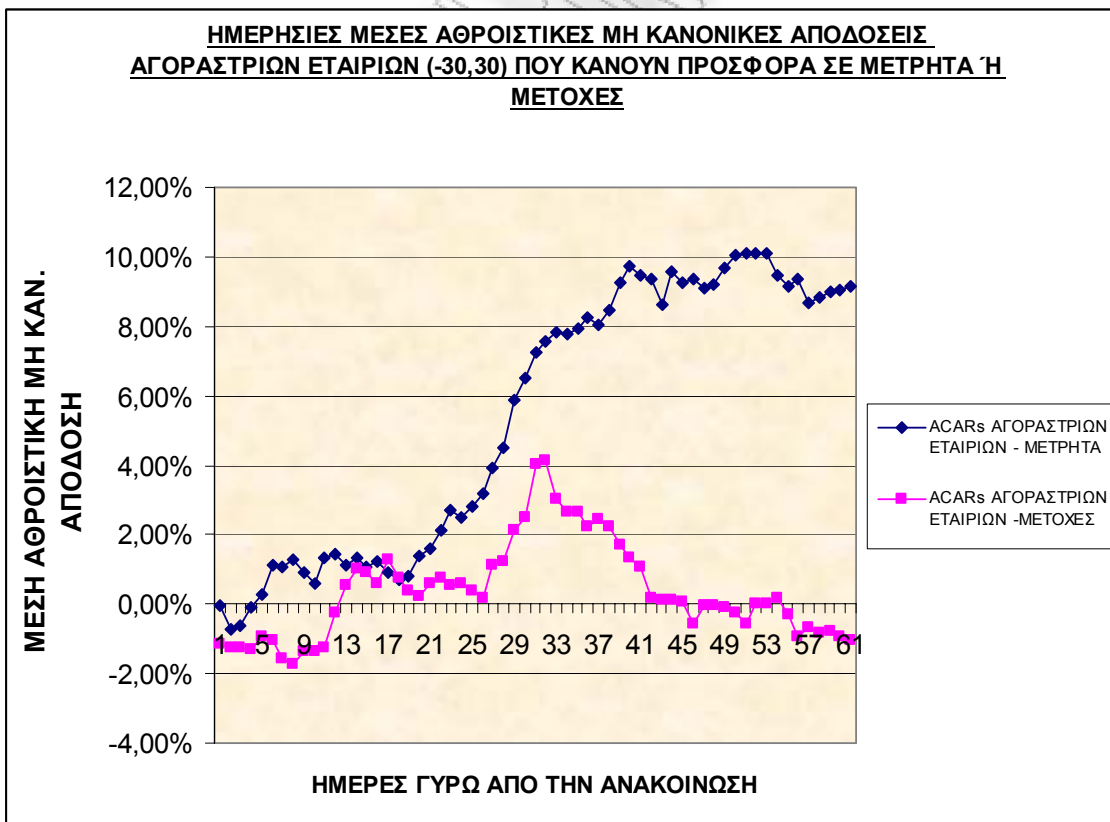
Παρουσίαση των Μέσων μη Κανονικών Αποδόσεων (AARs) των Αγοραζομένων εταιριών που δέχονται προσφορά σε μετοχές

ΜΕΣΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΔΕΧΟΝΤΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ					
EVENT DAY	AAR	T-STAT	EVENT DAY	AAR	T-STAT
-30	-0,1758%	-0,4021	1	1,0874%	2,4868 ^b
-29	-0,1806%	-0,4131	2	-0,8143%	-1,8623 ^c
-28	0,3519%	0,8047	3	-0,5764%	-1,3183
-27	-0,0991%	-0,2266	4	0,1986%	0,4542
-26	0,1240%	0,2836	5	0,1233%	0,2820
-25	-0,0112%	-0,0255	6	0,3086%	0,7058
-24	-0,2438%	-0,5575	7	0,4321%	0,9881
-23	-0,8024%	-1,8352 ^c	8	-0,5448%	-1,2459
-22	1,0794%	2,4685 ^b	9	-0,5421%	-1,2399
-21	0,7774%	1,7778 ^c	10	-0,7900%	-1,8067 ^c
-20	0,6849%	1,5663	11	-0,4866%	-1,1128
-19	1,1240%	2,5705 ^b	12	-0,1878%	-0,4295
-18	0,8791%	2,0105 ^b	13	0,1222%	0,2794
-17	-0,0272%	-0,0623	14	-0,4600%	-1,0521
-16	-0,1251%	-0,2861	15	-0,5633%	-1,2884
-15	0,2943%	0,6730	16	0,0527%	0,1206
-14	-0,1821%	-0,4164	17	-0,1827%	-0,4178
-13	-0,7617%	-1,7420 ^c	18	0,2912%	0,6660
-12	-0,3031%	-0,6933	19	-0,0014%	-0,0031
-11	0,1015%	0,2322	20	-0,3508%	-0,8023
-10	-0,3389%	-0,7750	21	0,0095%	0,0218
-9	-0,0835%	-0,1909	22	0,4495%	1,0281
-8	1,3044%	2,9832 ^a	23	-0,7463%	-1,7067 ^c
-7	0,4274%	0,9775	24	0,6352%	1,4526
-6	-0,4826%	-1,1036	25	0,1528%	0,3494
-5	-0,3161%	-0,7229	26	-0,2796%	-0,6396
-4	0,9542%	2,1823 ^b	27	-0,0679%	-0,1552
-3	0,3417%	0,7814	28	0,2987%	0,6832
-2	0,0578%	0,1321	29	0,4806%	1,0992
-1	1,6185%	3,7016 ^a	30	0,0923%	0,2111
0	2,6037%	5,9547 ^a			

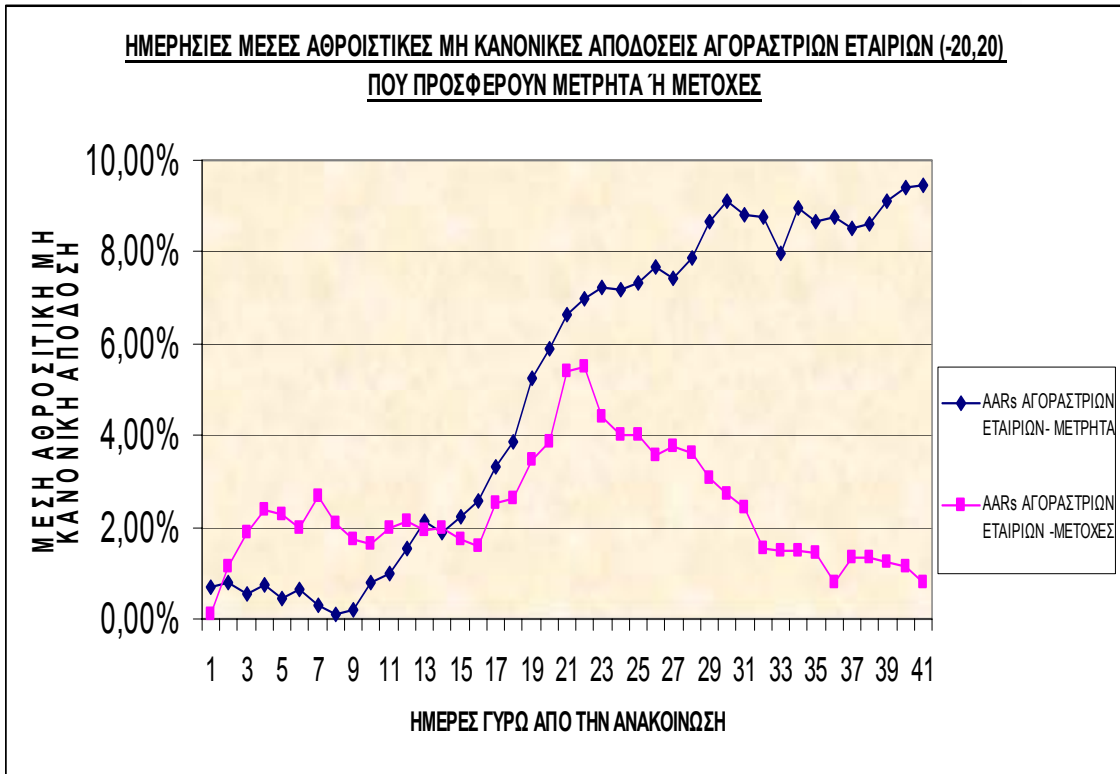
a,b,c δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%,5% και 10% για τον διπλευρο έλεγχο



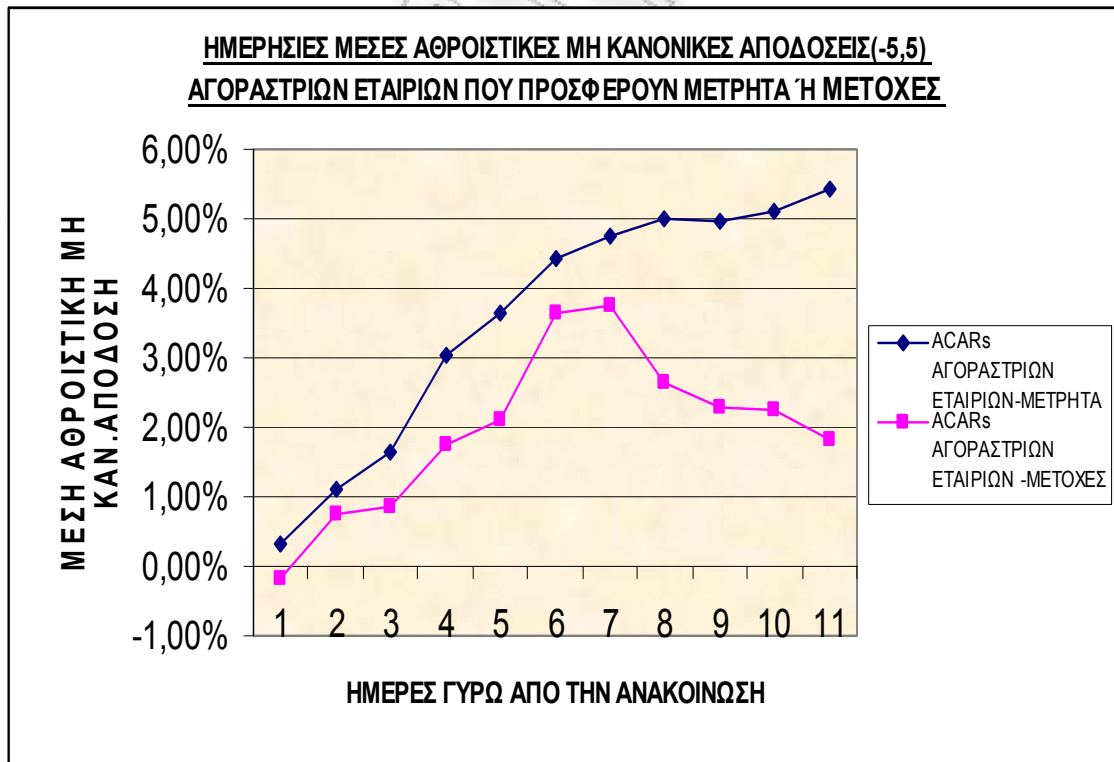
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.



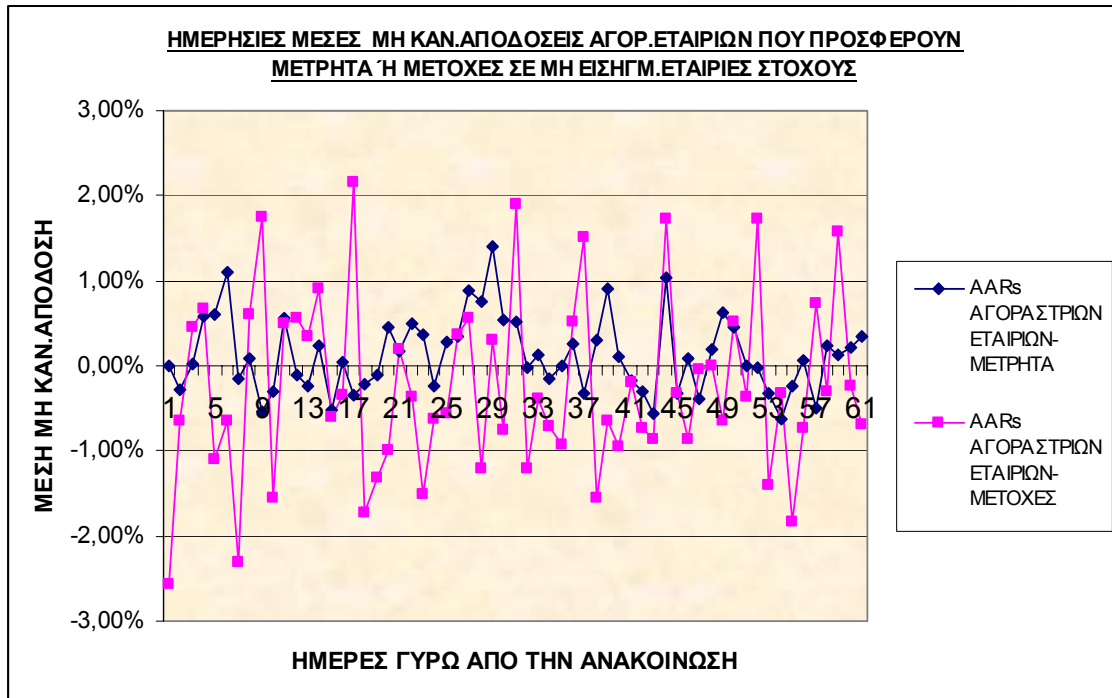
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.



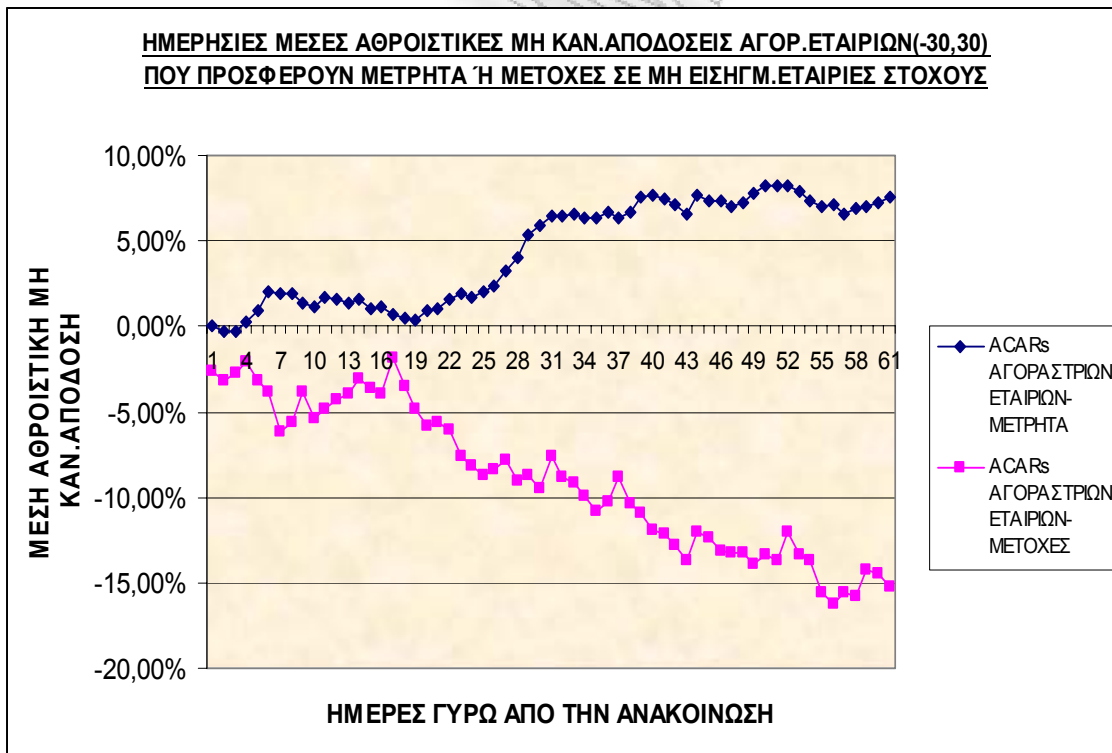
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.



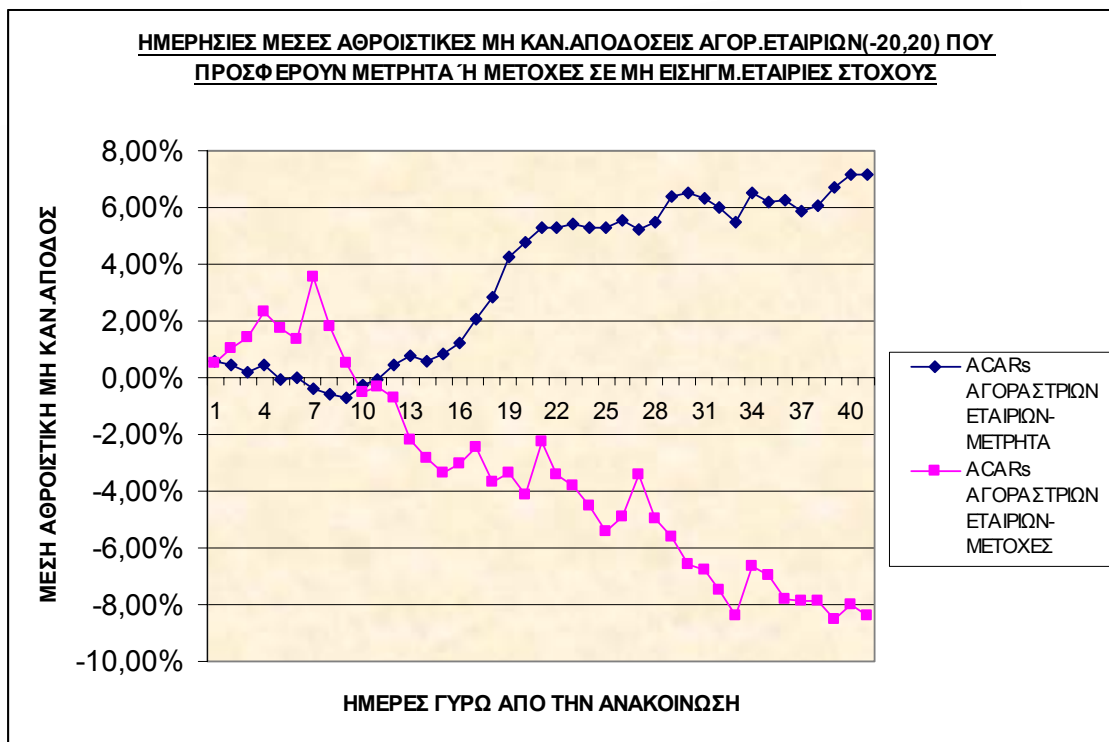
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.



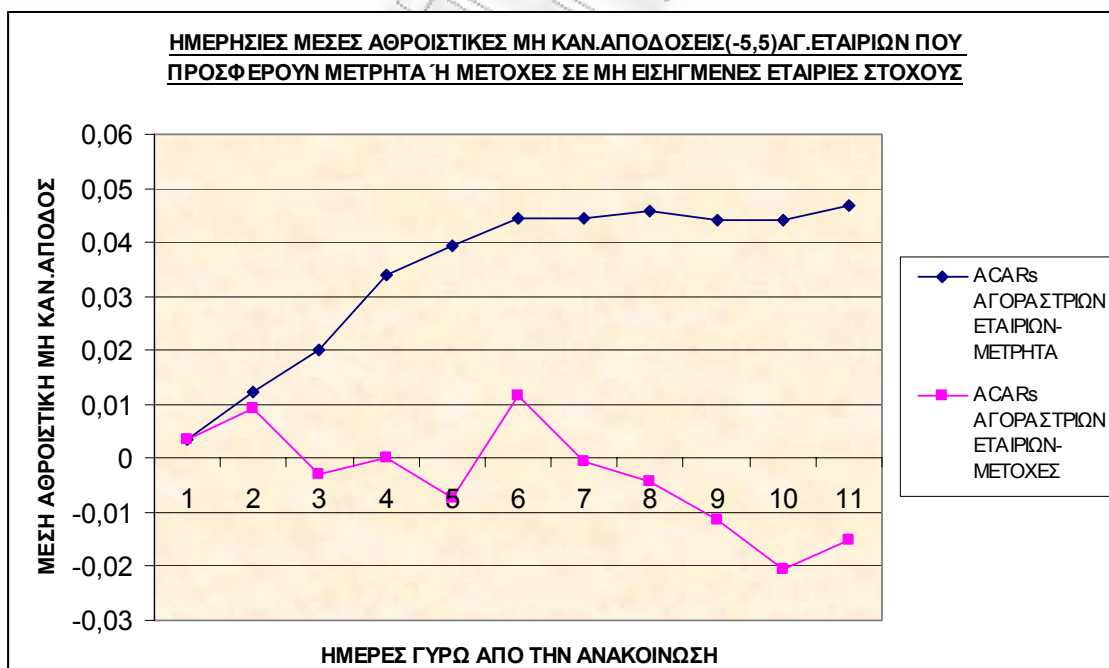
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.



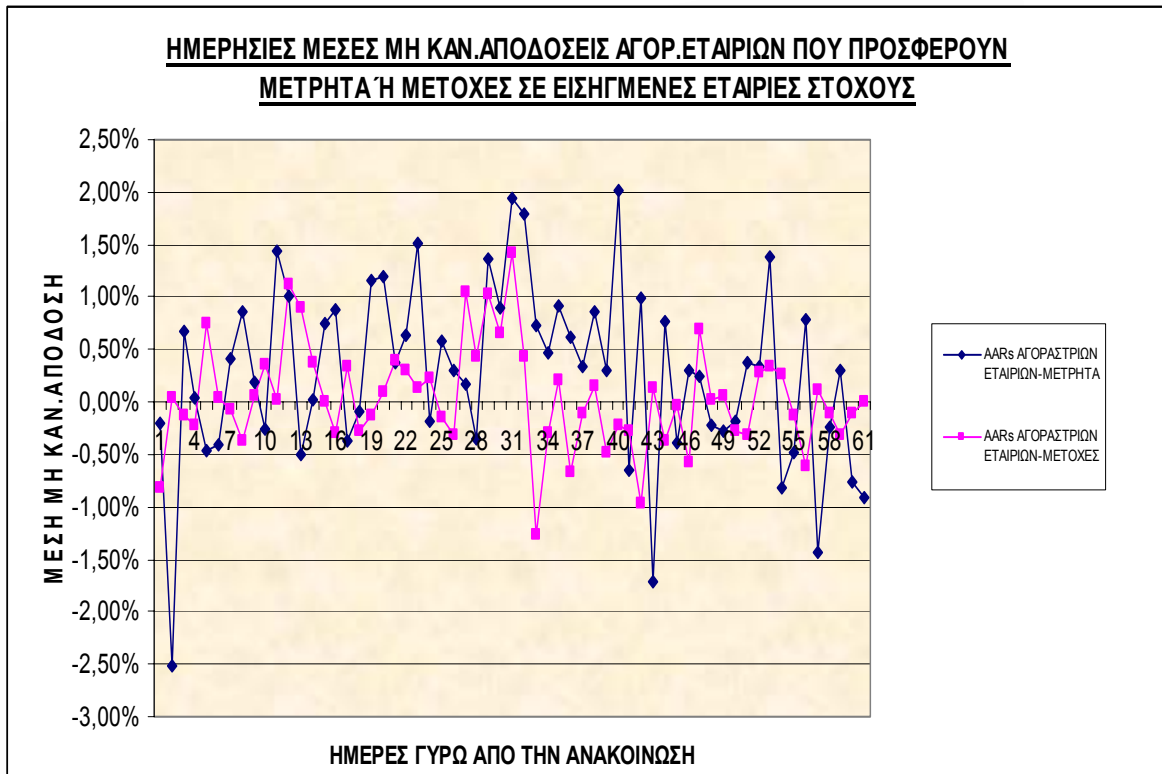
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.



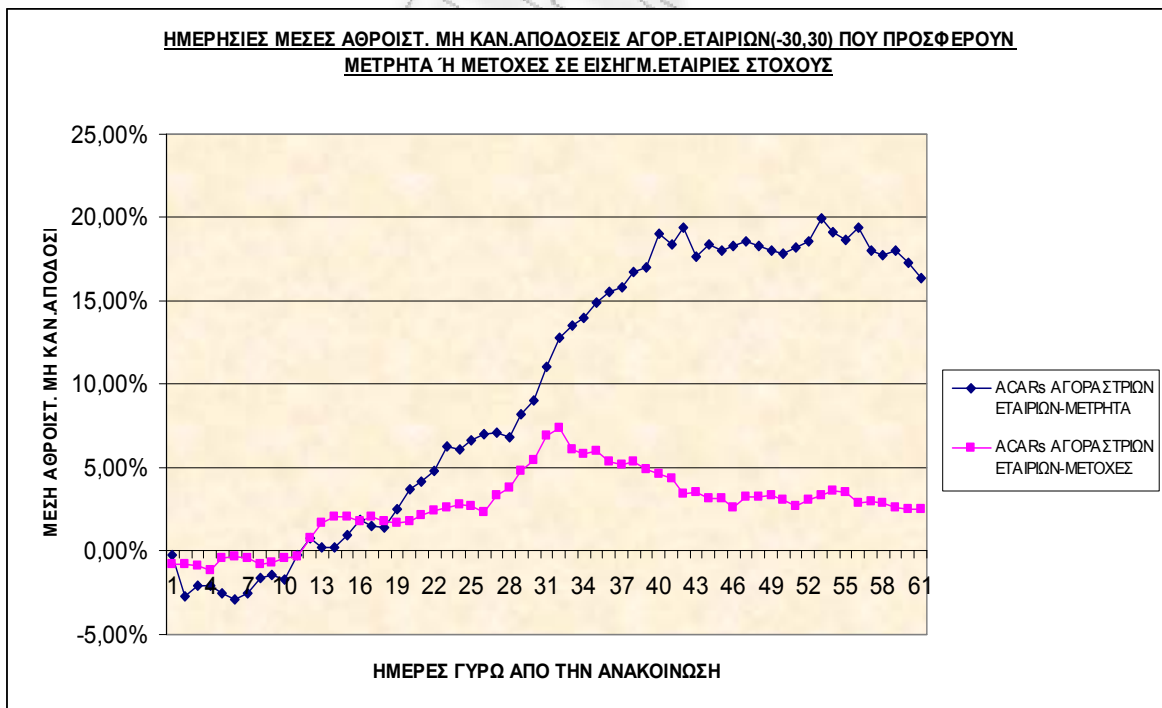
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.



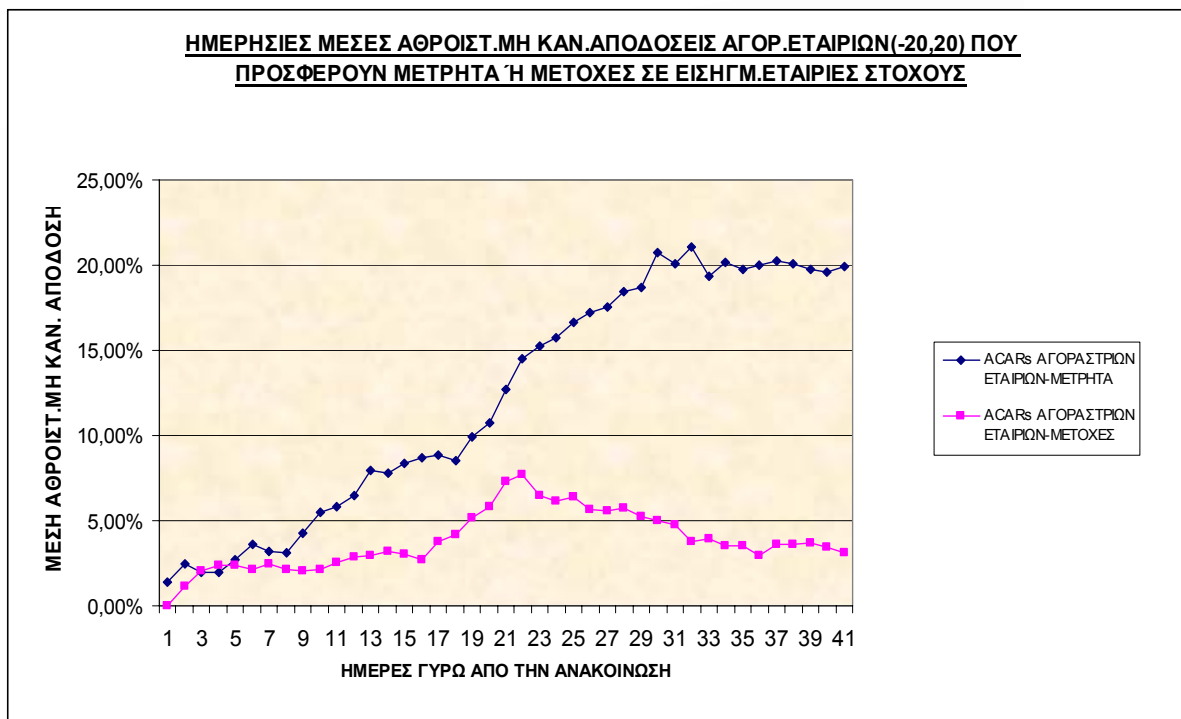
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.



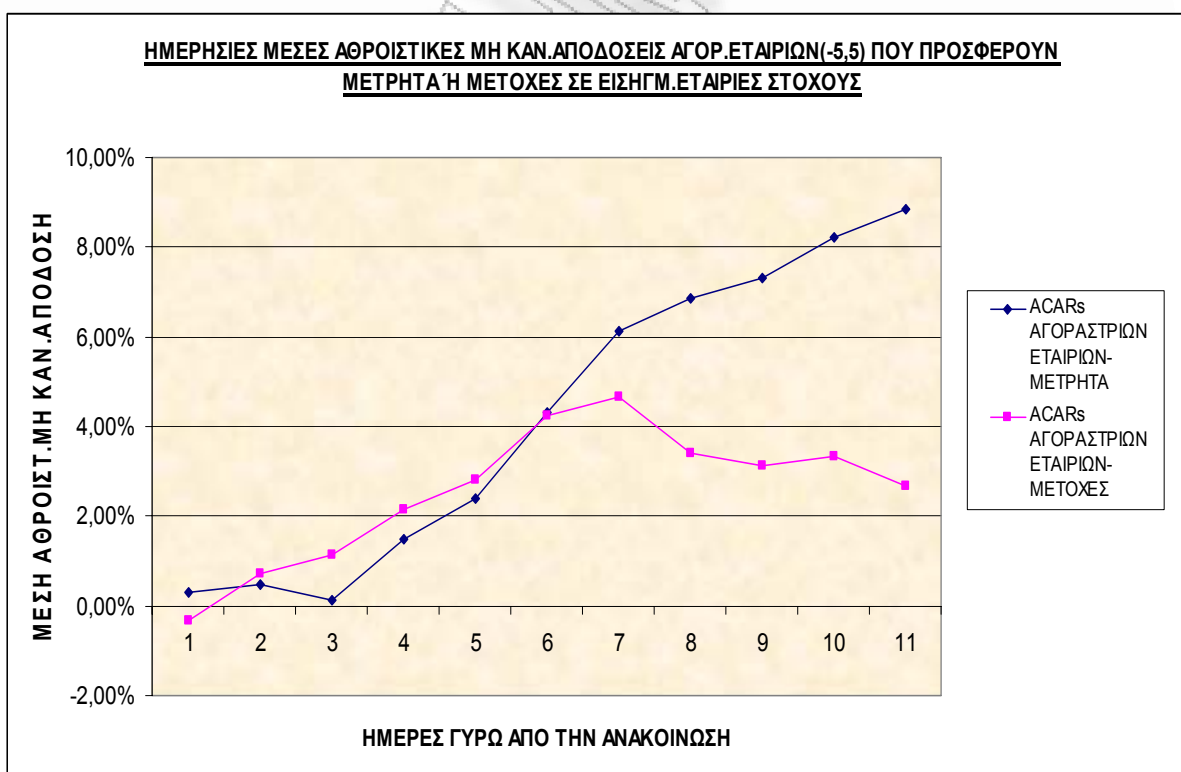
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9.



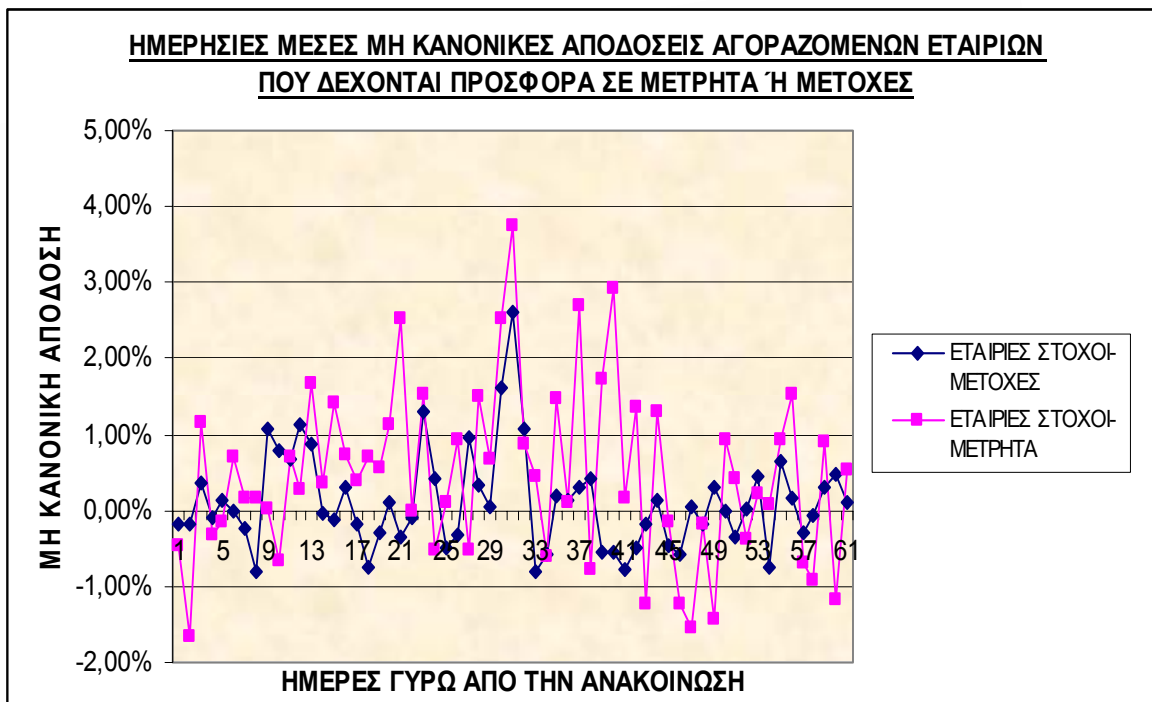
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10.



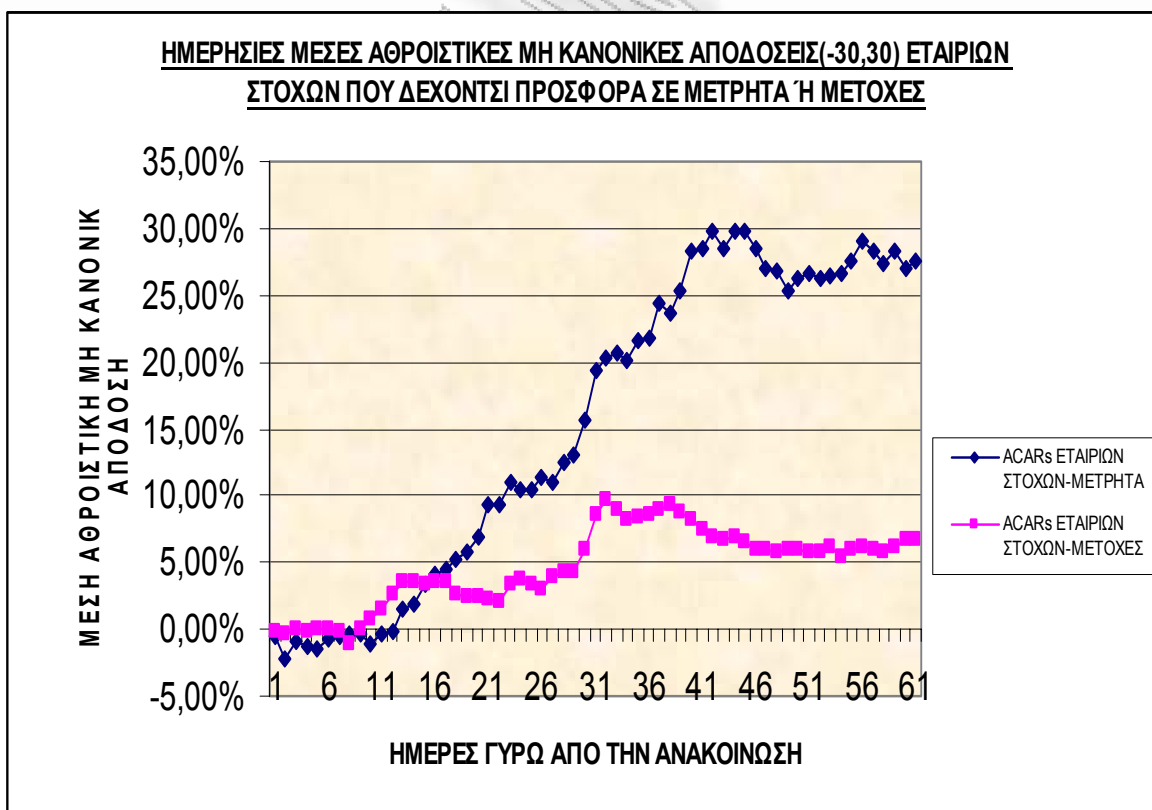
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11.



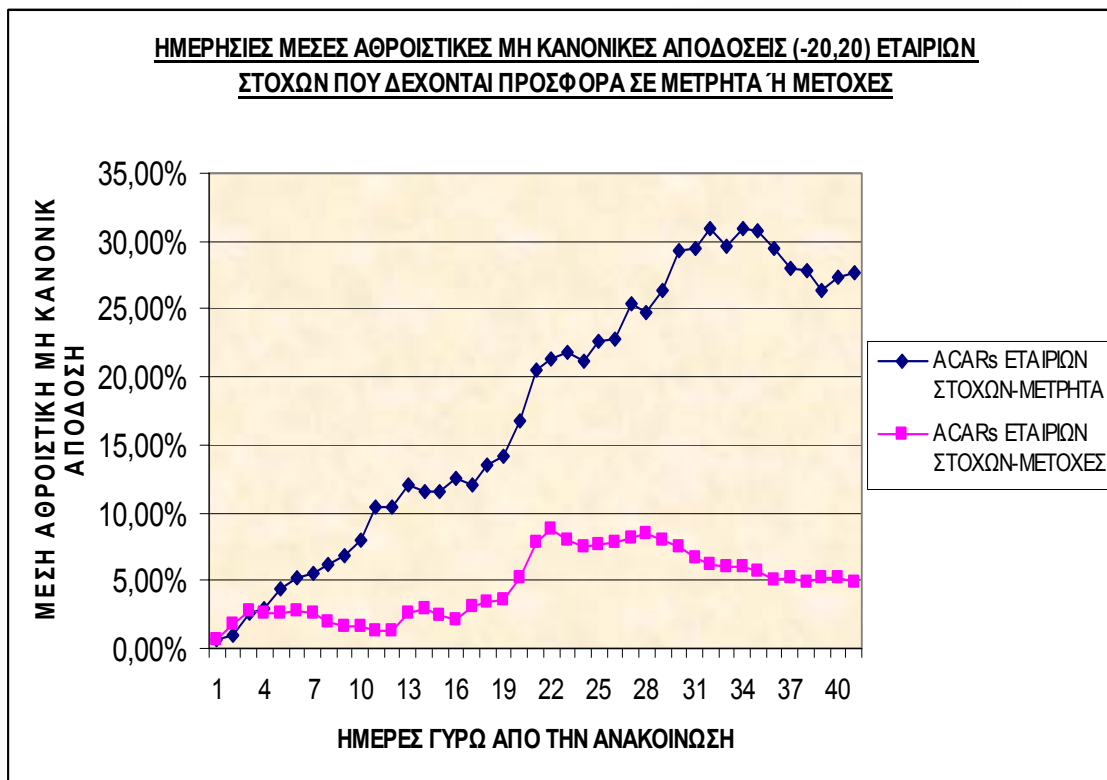
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12.



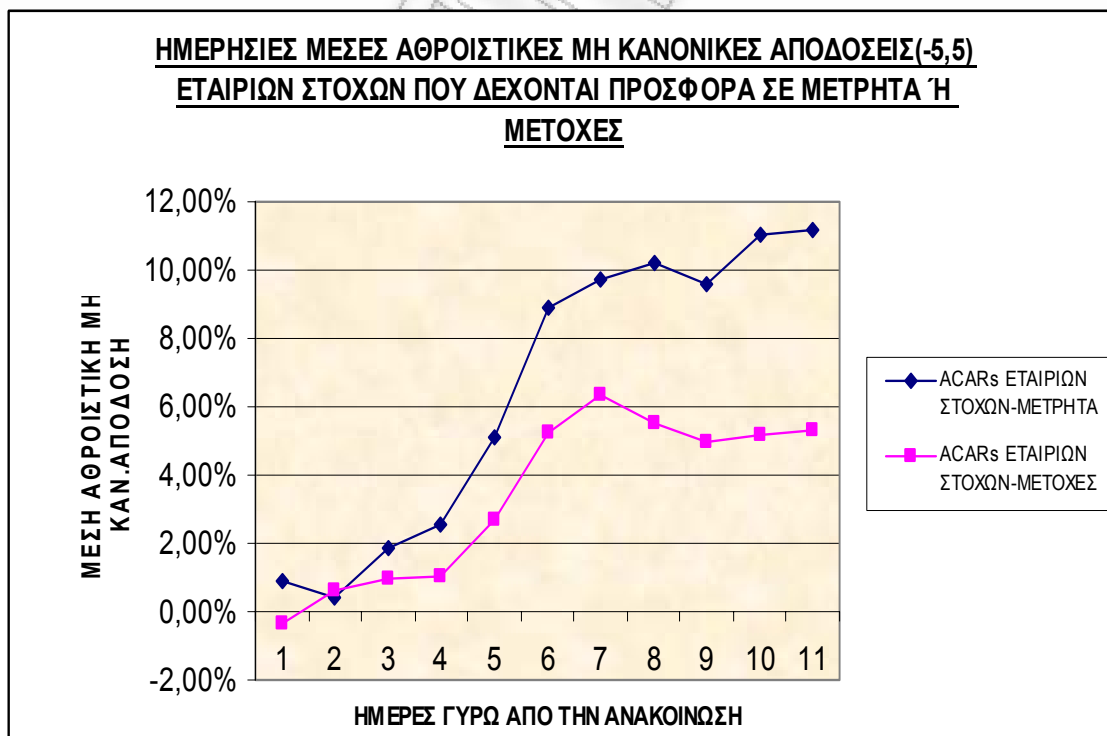
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛ