



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΜΣ ΣΤΗ "ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ"  
ΜΕ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΣΤΗ "ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ" ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

### ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η απόδοση των αγοραστών από τις αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ σε προσφορές Σ&Ε Κινεζικών εταιριών από την Κίνα και η αντίστοιχη απόδοση Κινεζικών εταιριών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρίες από τις αντίστοιχες Δυτικές αγορές

#### ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ

ΣΑΚΑΝΙ LUBJANA

A.M: ΜΧΑΝ 1601

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Επικ. Καθηγητής Δ. Κυριαζής

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Επικ. Καθηγητής Δ. Κυριαζής  
Καθηγητής Γ. Διακογιάννης  
Καθηγητής Εμ. Τσιριτάκης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ  
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2018

## **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου Επίκουρο Καθηγητή Δ. Κυριαζή για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με το συγκεκριμένο θέμα καθώς και για την πολύτιμη υποστήριξη και συνέπειά του. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κύριο Χ. Μπούρα για την πολύτιμη βοήθεια του στην εφαρμογή της μεθοδολογίας. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου που με παροτρύνει και υποστηρίζει το κάθε μου βήμα.

## Περίληψη

Στην παρούσα μελέτη εξετάζουμε τις αποδόσεις των αγοραστών από τις αναπτυγμένες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ σε προσφορές Σ&Ε Κινεζικών εταιριών από την Κίνα και τις αντίστοιχες αποδόσεις Κινεζικών εταιριών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρίες από τις αντίστοιχες Δυτικές αγορές. Υιοθετώντας την μεθοδολογία των επιχειρηματικών συμβάντων (event study analysis) και με τη χρήση του υποδείγματος του δείκτη αγοράς (market index model) υπολογίζουμε τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών σε δείγμα 62 διασυνοριακών προσφορών εξαγορών από τις δυτικές αγορές και 44 από την Κίνα, οι οποίες ανακοινώθηκαν το χρονικό διάστημα 01.01.2003 έως και 31.12.2016. Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν θετικές, στατιστικά μη σημαντικές, αποδόσεις για τους αγοραστές από την Κίνα, οι οποίες κυμαίνονται από 0.59% έως και 3.37% σε διάστημα παρατηρήσεως 41 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι αγοραστές από τις δυτικές αγορές σημειώνουν μικρές θετικές στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις με εξαίρεση τις αγοράστριες εταιρίες από τις ΗΠΑ, οι οποίες λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις από 1.24% έως και 3.07% σε διάστημα 11 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

## Περιεχόμενα

Ευχαριστίες .....	2
Περίληψη .....	3
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> .....	5
Εισαγωγή .....	5
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> .....	7
Η αποδοτικότητα των Σ&Ε .....	7
2.1 Δημιουργία αξίας σε Σ&Ε.....	7
2.2 Μέθοδοι μέτρησης της αξίας Σ&Ε .....	9
2.2.1 Η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal returns ή Event Studies Methodology).....	9
2.2.2 Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting evaluation).....	10
2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε.....	11
2.4 Έρευνα βιβλιογραφίας σχετικά με τις διασυννοριακές Σ&Ε.....	18
2.5 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των διασυννοριακών Σ&Ε στην Κίνα ....	37
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> .....	45
Δεδομένα και Μεθοδολογία .....	45
3.1 Δεδομένα .....	45
3.2 Μεθοδολογία.....	49
Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup> .....	53
Αποτελέσματα.....	53
4.1 Αποτελέσματα αποδόσεων αγοραστριών εταιριών .....	53
4.2 Αποτελέσματα αποδόσεων αγοραστριών εταιριών ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της συμφωνίας .....	60
Κεφάλαιο 5 <sup>ο</sup> .....	65
Συμπεράσματα .....	65
5.1 Γενικά Συμπεράσματα .....	65
5.2 Τι καινούργιο μάθαμε και γιατί είναι ενδιαφέρον .....	66
5.3 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα .....	66
Βιβλιογραφία .....	67
Παράρτημα .....	75

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>

### Εισαγωγή

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η μελέτη των αποδόσεων των αγοραστών από τις αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ σε προσφορές Σ&Ε Κινεζικών εταιριών από την Κίνα και η αντίστοιχη απόδοση Κινεζικών εταιριών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρίες από τις αντίστοιχες Δυτικές αγορές. Συγκεκριμένα καλούμαστε να απαντήσουμε στα παρακάτω ερωτήματα:

1. Ποιές είναι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστών από αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ σε προσφορές Σ&Ε Κινεζικών εταιριών από την Κίνα ;
2. Ποιες είναι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστών Κινεζικών εταιριών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρίες από αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ;
3. Η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου διαφοροποιούν αυτές τις αποδόσεις ;
4. Υπάρχουν διαφορές στην Κινεζική αγορά των Σ&Ε με αντίστοιχες μελέτες που έγιναν σε άλλες χώρες σχετικά με τα ανωτέρω ερωτήματα;

Για να απαντήσουμε στα παραπάνω ερωτήματα συλλέξαμε και μελετήσαμε ένα δείγμα 62 διασυνοριακών προσφορών εξαγορών εταιριών από τις δυτικές αναπτυσσόμενες αγορές για εταιρίες από την Κίνα και 44 προσφορών από εταιρίες από την Κίνα προς εταιρίες των ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και άλλων αναπτυσσόμενων χωρών της Ευρώπης. Το χρονικό διάστημα του εξεταζόμενου δείγματος, με βάση την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς, ορίστηκε από την 01.01.2003 έως και 31.12.2016. Το διάστημα αυτό επιλέχθηκε καθώς σηματοδοτεί την έναρξη του έκτου κύματος Σ&Ε και περιλαμβάνει και το 7ο κύμα Σ&Ε, το οποίο χαρακτηρίζει η αύξηση προσφορών εξαγορών σε αναδυόμενες αγορές όπως η Κίνα.

Μέσω της μεθοδολογίας των επιχειρηματικών συμβάντων (event study analysis) εξετάζουμε τις μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστών, την διαφορά της πραγματικής και αναμενόμενης απόδοσης, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μια αποτελεσματική αγορά λόγω της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα του δείκτη της αγοράς (market index model).

Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν θετικές, στατιστικά μη σημαντικές, αποδόσεις για τους αγοραστές από την Κίνα, οι οποίες κυμαίνονται από 0.59% έως και 3.37% σε διάστημα παρατηρήσεως 41 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι αγοραστές από τις

δυτικές αγορές σημειώνουν μικρές θετικές στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις με εξαίρεση τις αγοράστριες εταιρίες από τις ΗΠΑ, οι οποίες λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις από 1.24% έως και 3.07% σε διάστημα 11 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σε έλεγχο που πραγματοποιήσαμε για να ελέγξουμε την επίδραση της μεθόδου πληρωμής του τιμήματος και του καθεστώτος ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου στις αποδόσεις των αγοραστών δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική διαφορά είτε αν η συμφωνία γίνεται με μετρητά ή μετοχές, είτε αν η εταιρία-στόχος είναι ιδιωτική ή εισηγμένη.

Η μελέτη μας δομείται ως εξής: Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα μιας πληθώρας ερευνών που αφορούν την αποδοτικότητα των Σ&Ε σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο επίπεδο. Αναφέρουμε τις δύο κύριες μεθόδους αποτίμησης της αξίας των Σ&Ε καθώς και τους παράγοντες που επιδρούν σε αυτή. Επίσης, παραθέτουμε την επισκόπηση της βιβλιογραφίας που έχει αναπτυχθεί έως τώρα πάνω στο θέμα της αποδοτικότητας των διασυνωριακών Σ&Ε και αφορά τις χώρες που εξετάζουμε. Αναλύουμε κάθε άρθρο ως προς τον σκοπό του, το δείγμα και την μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε και τα συμπεράσματα τα οποία προέκυψαν. Στο τέλος της ενότητας ανακεφαλαιώνουμε όλες τις μελέτες σε πίνακα, όπου παρουσιάζουμε συνοπτικά τα ευρήματά τους. Επιπλέον, σε αυτή την ενότητα αναφέρουμε τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των αγοραστών σε προσφορές εξαγορών στην Κίνα. Ακολουθεί το τρίτο κεφάλαιο όπου παραθέτουμε τα κριτήρια επιλογής του εξεταζόμενου δείγματος και την μεθοδολογία, βάσει της οποίας εξάγαμε τα συμπεράσματα της έρευνάς μας. Το τέταρτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της μελέτης. Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα συμπεράσματα, τι καινούργιο ανέδειξε η μελέτη, γιατί είναι σημαντικό και κάνουμε προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

### Η αποδοτικότητα των Σ&Ε

Ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα που αφορούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) είναι εάν ωφελούν τους μετόχους των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Βασικό κίνητρο για την σύναψη τους αποτελεί η δημιουργία συνεργειών, οι οποίες επιτυγχάνονται όταν η αξία της ενιαίας εταιρίας που προκύπτει από την συγχώνευση είναι μεγαλύτερη από το σύνολο των δύο ξεχωριστών επιχειρήσεων. Το γεγονός αυτό συνήθως περιγράφεται ως '1+1=3'. Μελέτη της KPMG (1999) αναφέρει ότι μόνο το 17% των Σ&Ε δημιουργούν αξία, ενώ το 53% αποτυγχάνει να εκπληρώσει τους σκοπούς για τους οποίους πραγματοποιήθηκαν.

#### 2.1 Δημιουργία αξίας σε Σ&Ε

Τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών, βασισμένες κυρίως στις αγορές των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και χωρών της Ε.Ε, καταδεικνύουν ότι η συνδυασμένη οντότητα (combined firm) σημειώνει γενικά θετική μη κανονική απόδοση γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (Bradley et al., 1988; Mulherin and Boone, 2000; Andrade et al., 2001).

Οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων (targets) λαμβάνουν σημαντικά θετικές μη κανονικές αποδόσεις, της τάξης του 20-40% κατά μέσο όρο, κατά τις ανακοινώσεις εξαγορών (Schwert, 1996; Goergen and Renneboog, 2004; Bhagat et al., 2005; Martynova and Renneboog, 2009).

Από την άλλη μεριά, η εικόνα για τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών (acquirers or bidders) δεν είναι τόσο ξεκάθαρη. Για Σ&Ε με αγοραστές από τις ΗΠΑ οι Loderer and Martin (1990), Morck et al. (1990), Moeller et al. (2004) βρίσκουν μηδενικές ή μικρές θετικές αποδόσεις ενώ οι Dodd (1980), Healy et al. (1992), Andrade et al. (2001) αρνητικές γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγουν για το Ηνωμένο Βασίλειο ο Firth (1980) που καταγράφει αρνητικές αποδόσεις των bidders της τάξης του -6% ενώ οι Franks et al. (1977) και οι Higson and Elliot (1998) αναφέρουν θετικές αποδόσεις.

Οι Jensen and Ruback (1983), σε μια από τις σημαντικότερες επισκοπήσεις βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα των Σ&Ε, συγκρίνοντας και διασταυρώνοντας αποτελέσματα τουλάχιστον σαράντα εμπειρικών μελετών, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών σημειώνουν κατά μέσο όρο μηδενικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα που αφορούν τις ΗΠΑ, θετικές αποδόσεις έχουν καταγραφεί σε προσφορές εξαγορών άλλων ανεπτυγμένων χωρών όπως τον Καναδά (Eckbo and Thorburn, 2009) αλλά και πολλών ευρωπαϊκών (Faccio et al., 2006).

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα των Alexandridis et al. (2010), οι οποίοι αποδεικνύουν ότι οι δημόσιες προτάσεις εξαγορών (public tender offers) παράγουν κέρδη, αλλά η διανομή των κερδών μεταξύ της αγοράστριας και εταιρίας-στόχου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον ανταγωνισμό της αγοράς. Η μελέτη τους βασίζεται σε ένα παγκόσμιο δείγμα 4.577 Σ&Ε από 39 χώρες για το διάστημα 1990-2007. Σε αντίθεση με προηγούμενες έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις +1,56%, στις λιγότερο ανταγωνιστικές χώρες. Οι αποδόσεις αυτές συνεχίζουν να είναι θετικές +1,63% και στις προσφορές με ανταλλαγή μετοχών. Από την άλλη μεριά οι μέτοχοι των bidders στις πλέον ανταγωνιστικές αγορές (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδά) σημειώνουν αρνητικές μέσες αποδόσεις -1,38%. Στις χώρες με τον υψηλότερο ανταγωνισμό παρατηρείται μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των bidders στους μετόχους των targets εξαιτίας των μεγαλύτερων υπερτιμημάτων εξαγοράς (takeover premia) που καταβάλλονται στους τελευταίους.

Επίσης, πιο πρόσφατες μελέτες όπως αυτή των Alexandridis et al. (2017) καταγράφουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για συναλλαγές Σ&Ε για την χρονική περίοδο 2010-2015. Το δείγμα το οποίο εξέτασαν οι συγγραφείς αποτελούνταν από συναλλαγές υψηλής αξίας, άνω των \$500εκατ., τα λεγόμενα mega deals που σημειώθηκαν στις ΗΠΑ κατά το έβδομο «κύμα» Σ&Ε, δηλαδή συμφωνίες μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Τα αποτελέσματα της προαναφερόμενης ακαδημαϊκής έρευνας συγκλίνουν με μελέτη της KPMG (2011) σύμφωνα με την οποία το 31% των συμφωνιών των Σ&Ε που σημειώθηκαν κατά το έκτο «κύμα», κυρίως 2007-2009, δημιουργεί αξία. Η μελέτη βασίστηκε στην συμπλήρωση ερωτηματολογίων από γενικούς διευθυντές των αγοραστριών εταιριών ενώ τα βελτιωμένα αποτελέσματα αποδίδονται στην αύξηση της ρευστότητας, η οποία κατέστησε πιο εύκολη την χρήση μετρητών στις Σ&Ε κατά την περίοδο αυτή, και κατά συνέπεια οδήγησε σε πιο ορθολογικές αποφάσεις εξαγορών.

Επιπρόσθετα, συνεργάτες της McKinsey, Annema (2013) και Rehm and West (2015) αναφέρουν ότι η προστιθέμενη αξία DVA κυρίως για τις αγοράστριες εταιρίες, αλλά και για τις εταιρίες-στόχους και την ενιαία οντότητα, ανέρχεται σε υψηλότερα επίπεδα κατά την περίοδο του έκτου και έβδομου κύματος συγκριτικά με την περίοδο του πέμπτου κύματος. Το έκτο κύμα Σ&Ε τοποθετείται το χρονικό διάστημα 2003-7 (χαρακτηρίζεται από την εκτεταμένη χρήση μετρητών), το έβδομο την περίοδο 2012-15 ενώ το πέμπτο (το οποίο χαρακτηρίζεται από προσφορές εξαγορών με ανταλλαγή μετοχών) την περίοδο 1993-2000.



Όσον αφορά στις μελέτες μακροπρόθεσμων επιδόσεων, οι Malatesta (1983) και Asquith (1983) αναφέρουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις κατά το έτος που ακολουθεί της ημερομηνίας ανακοίνωσης. Περαιτέρω, οι Agrawal et al. (1992) παρατηρούν ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών υφίστανται στατιστικά σημαντική απώλεια περίπου 10% κατά την πενταετία που ακολουθεί τη συγχώνευση. Σε αντίθεση με τα παραπάνω ευρήματα, οι Franks et al. (1991) δεν βρίσκουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις τρία χρόνια μετά την εξαγορά. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα προηγούμενα αποτελέσματα της χαμηλής απόδοσης μετά τις εξαγορές πιθανόν να οφείλονται σε λανθασμένη χρήση των υποδειγμάτων υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων .

Τέλος, οι Loughran and Vijh (1997) δείχνουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών που πληρώνουν με μετρητά ξεπερνούν αυτές που πραγματοποιούνται με ανταλλαγή μετοχών για περίοδο 5 χρόνων μετά τη συμφωνία. Οι Rau and Vermaelen (1998) αναφέρουν ότι η αρνητική απόδοση 3 έτη μετά την ανακοίνωση επικεντρώνεται κυρίως σε υπερτιμημένες επιχειρήσεις, αποκαλούμενες εταιρίες "glamour". Τέλος, οι Bouwman et al. (2009) δείχνουν ότι οι 2ετείς αποδόσεις μετά την εξαγορά για συμφωνίες που ξεκίνησαν κατά τη διάρκεια υπερτιμημένων χρηματιστηριακών αγορών υπολείπονται εκείνων που ξεκινούν κατά τη διάρκεια της περιόδου αποτίμησης χαμηλής χρηματιστηριακής αξίας.

## 2.2 Μέθοδοι μέτρησης της αξίας Σ&Ε

Η απάντηση στην ερώτηση αν οι Σ&Ε δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία δίνεται κυρίως με τον υπολογισμό των αποδόσεων, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, μέσω δύο μεθόδων. Η μέθοδος που αναπτύχθηκε πρώτη είναι αυτή των λογιστικών μεγεθών ενώ τα τελευταία χρόνια στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες γίνεται χρήση της μεθόδου των επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology).

### 2.2.1 Η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal returns ή Event Studies Methodology)

Οι περισσότερες έρευνες που μελετούν την αποδοτικότητα των Σ&Ε χρησιμοποιούν την μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study analysis ή abnormal returns methodology). Η μέθοδος αυτή έγινε γνωστή μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Fama 1970,1976) και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969). Οι Brown and Warner (1980,1985) προχώρησαν σε περαιτέρω τυποποίηση της μεθόδου συμπεριλαμβάνοντας

στατικούς ελέγχους ενώ εκτενής αναφορά της μεθοδολογίας γίνεται και στο άρθρο του MacKinlay (1997).

Με την μέθοδο αυτή εξετάζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns), οι οποίες ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά, λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς αποτελεί βασική υπόθεση του υποδείγματος. Συνεπάγεται ότι οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν πλήρως και άμεσα τις προσδοκίες των επενδυτών με βάση όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση και ως εκ τούτου η ανακοίνωση ενός γεγονότος θα προκαλέσει ταχύτατη προσαρμογή της τιμής της μετοχής. Οι μη κανονικές αποδόσεις δίνονται 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 ή μήνες)

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

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

Για να μετρηθεί το  $R_{jt}$  χρειάζεται ο υπολογισμός των μεταβολών των τιμών των μετοχών και των πληρωτέων μερισμάτων κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Το  $E(R_{jt})$  εκτιμάται με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το υπόδειγμα αγοράς (Market Model), το υπόδειγμα μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων (Mean Adjusted Return Model), το υπόδειγμα δείκτη αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model), το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM) και το τριγοπαραγοντικό υπόδειγμα (3-Factor model- Fama and French). Εάν η διαφορά που προκύπτει από την παραπάνω σχέση είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (που αντιστοιχεί σε αρνητική NPV), ενώ εάν είναι μηδενική η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη.

### 2.2.2 Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting evaluation)

Εάν οι εξαγορές δημιουργούν πραγματικές βελτιώσεις οικονομικής απόδοσης, θα πρέπει να καταγράφεται στις οικονομικές καταστάσεις της ενιαίας εταιρίας. Έτσι, μια εναλλακτική προσέγγιση για την εκτίμηση των κερδών των συγχωνεύσεων χρησιμοποιεί τις μεταβολές σε διάφορα λογιστικά στοιχεία της απορροφούσας εταιρίας όπως είναι τα καθαρά κέρδη, οι πωλήσεις, οι ταμειακές ροές και χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) και ο δείκτης απόδοσης στοιχείων ενεργητικού (ROA). Τα αποτελέσματα μελετών που εξετάζουν τις λειτουργικές επιδόσεις των επιχειρήσεων είναι μικτά.

Οι Healy et al. (1992), εξετάζοντας δείγμα των 50 μεγαλύτερων συγχωνεύσεων για τις ΗΠΑ, παρατηρούν αυξήσεις των λειτουργικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων 3-5 έτη μετά την συγχώνευση. Αντίθετα, ο Ghosh (2001), μελετώντας ένα δείγμα 315 Σ&Ε για το διάστημα 1981-1995, δεν βρήκε σημαντικές βελτιώσεις στις λειτουργικές επιδόσεις για τους αγοραστές των ΗΠΑ.

### 2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε

Πλήθος παραγόντων έχει εξεταστεί και αποδειχθεί ότι ασκεί επίδραση στις αποδόσεις των μετόχων κατά την σύναψη Σ&Ε. Αυτοί οι παράγοντες σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών (τρόπος πληρωμής, το σχετικό μέγεθος διαπραγμάτευσης και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου) αλλά και χαρακτηριστικά του εξαγοραστή. Παρακάτω γίνεται αναφορά στους σημαντικότερους.

#### 1. Το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου (Target firm listing status)

Η οργανωτική μορφή της εταιρίας-στόχου (δημόσια, ιδιωτική ή θυγατρική) αποτελεί καθοριστικό παράγοντα των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών. Ο παράγοντας αυτός εξετάζεται στις περισσότερες μελέτες συνδυαστικά με τον τρόπο πληρωμής. Οι Chang (1998), Fuller et al. (2002) για τις ΗΠΑ, οι Faccio et al. (2006) για 17 ευρωπαϊκές δυτικές χώρες και οι Draper and Paudyal (2006) για το Ηνωμένο Βασίλειο δείχνουν ότι οι μέτοχοι των εταιριών που εξαγοράζουν εισηγμένες (δημόσια) εταιρίες σημειώνουν μηδενικές ή αρνητικές αποδόσεις, ενώ η απόκτηση μη εισηγμένων (ιδιωτικών ή θυγατρικών) επιχειρήσεων οδηγεί σε θετικές αποδόσεις.

Συγκεκριμένα, οι Fuller et al. (2002) απέδειξαν ότι οι αγοραστές λαμβάνουν θετικές αποδόσεις κατά την εξαγορά ιδιωτικών και θυγατρικών εταιριών 1,62% και 2,56% αντίστοιχα όταν η μέθοδος πληρωμής είναι τα μετρητά. Οι αποδόσεις αυτές είναι ακόμα μεγαλύτερες σε συμφωνίες που πραγματοποιούνται με ανταλλαγή μετοχών ή συνδυασμό των δύο μεθόδων από πληρωμής. Οι υψηλότερες αποδόσεις αποδίδονται κυρίως στην μειωμένη ασυμμετρία πληροφόρησης, η οποία χαρακτηρίζει τις συναλλαγές αυτές οι οποίες είναι πιο φιλικές, διευκολύνοντας την αμοιβαία ροή αξιόπιστων πληροφοριών και οδηγώντας στην σωστή αποτίμηση των τιμών των μετοχών. Επίσης, καθοριστικό ρόλο παίζει και η μείωση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης (agency problem) που επιτυγχάνεται χάρη στη συγκεντρωμένη σε λίγους μετοχική ιδιοκτησία στις ιδιωτικές εταιρίες-στόχους. Αντίθετα, όταν η εταιρεία target είναι δημόσια επιχείρηση οι αγοραστές σημειώνουν στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις σε εξαγορές με μετρητά ή συνδυασμό των δύο

μεθόδων και σημαντικά αρνητικές αποδόσεις -1,86% σε αυτές με ανταλλαγή μετοχών.

Οι Faccio et al. (2006) εξέτασαν 4.429 προσφορές εξαγορών, τις οποίες πραγματοποίησαν εταιρίες από 17 ευρωπαϊκές χώρες τα έτη 1996-2001. Το μεγαλύτερο ποσοστό (41,43%) των στόχων ήταν εταιρίες που δραστηριοποιούνταν στο Ηνωμένο Βασίλειο και ακολουθούν εταιρίες από τις ΗΠΑ με ποσοστό 18,58%. Όσον αφορά στο καθεστώς ιδιοκτησίας των targets οι 735 ήταν εισηγμένες, οι 1.956 ιδιωτικές (μη εισηγμένες) και οι 1.738 μη εισηγμένες θυγατρικές εταιρίες. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν ότι οι αγοράστριες εταιρίες λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις σε εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών-στόχων 1,48% ενώ για εισηγμένες εταιρίες αρνητικές -0,38% (στατιστικά μη σημαντικές). Τα αποτελέσματα αυτά είναι διαχρονικά και συνεπή με αποτελέσματα μελετών για διαφορετικές χώρες όπως οι ΗΠΑ. Ο διαχωρισμός των εταιριών στόχων σε μη εισηγμένες θυγατρικές και μη δεν καταδεικνύει μεγάλες αποκλίσεις στις αποδόσεις των bidders, οι οποίες είναι 1,44% και 1,51% αντίστοιχα.

## **2. Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος (Method of Payment )**

Εκτενείς μελέτες έχουν καταδείξει ότι οι χρηματοδοτούμενες με μετρητά Σ&Ε αποφέρουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ αυτές που χρηματοδοτούνται από μετοχές αρνητικές (Brown & Ryngaert, 1991, Faccio and Masulis, 2005; Martynova and Renneboog, 2009). Η ασυμμετρία πληροφόρησης σχετικά με την πραγματική αξία της μετοχής της αγοράζουσας εταιρίας και ο πειθαρχικός ρόλος του χρέους που προκύπτει για τη χρηματοδότηση με μετρητά είναι ευρέως αποδεκτοί ως οι λόγοι που προκαλούν αυτή τη διαφορά (Yook, 2003). Οι Myers and Majluf (1984) υποστηρίζουν ότι η διοίκηση μιας εταιρίας που έχει περισσότερες πληροφορίες από τους επενδυτές, ξέρει περισσότερα για την αξία της επιχείρησης, θα προχωρήσει σε προσφορά με ανταλλαγή μετοχών όταν πιστεύει ότι αυτές είναι υπερτιμημένες. Το γεγονός αυτό θα οδηγήσει σε αρνητικό σήμα στην αγορά, πτώση της τιμής της μετοχής και μικρότερες αποδόσεις.

Ο Travlos (1987) πρώτος έδειξε ότι οι αγοραστές που προσφέρουν τις δικές τους μετοχές ως μέσο αποπληρωμής σε δημόσιες προσφορές εξαγορών αποκομίζουν μικρότερες (αρνητικές) αποδόσεις από αυτές που προσφέρουν μετρητά. Οι επιχειρήσεις-στόχοι κερδίζουν επίσης λιγότερα όταν το αντάλλαγμα της προσφοράς είναι οι μετοχές εξαιτίας των μικρότερων ασφαλίσεων που λαμβάνουν (Huang and Walking, 1987). Το υψηλότερο premium των targets σε εξαγορές με μετρητά μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι προσφορές μετρητών είναι συνήθως φορολογητέες συναλλαγές

και ο φόρος επί των κεφαλαιουχικών κερδών καταβάλλεται άμεσα. Αντίθετα, στις προσφορές με μετοχές η καταβολή πραγματοποιείται κατά την μελλοντική πώληση των μετοχών (Brown και Rynngaert, 1991).

Οι Michell et al. (2004) ανέδειξαν έναν επιπλέον παράγοντα που ερμηνεύει τις ανώτερες αποδόσεις των μετόχων σε προσφορές που γίνονται με μετρητά. Συγκεκριμένα, απέδωσαν το 50% των αρνητικών αποδόσεων των μετόχων των acquirers, που σημειώνουν κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης με ανταλλαγή μετοχών, στη δραστηριότητα του merger arbitrage. Οι ανοικτές πωλήσεις (short-selling) που κάνουν τα merger arbitrage funds πάνω στις τιμές των αγοραστριών εταιριών με ταυτόχρονη αγορά των μετοχών της εταιρίας-στόχου, προκειμένου να εξαλείψουν τον κίνδυνο αγοράς κατά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής, σπρώχνει προς τα κάτω τις τιμές των μετοχών της αγοράστριας εταιρίας και οδηγεί σε αρνητικές αποδόσεις.

Περαιτέρω, όπως προαναφέρθηκε, οι επιπτώσεις του τρόπου πληρωμής και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου είναι αλληλένδετες. Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν μετοχές για την απόκτηση μη εισηγμένων επιχειρήσεων, ιδιωτικών και θυγατρικών, λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις από εκείνους που πληρώνουν με μετρητά (Chang, 1998; Fuller et al., 2002). Τέλος, σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες, οι Alexandridis et al. (2010) δείχνουν ότι οι αγοραστές σημειώνουν θετικές αποδόσεις 1,63% στις προσφορές με ανταλλαγή μετοχών σε εξαγορές που πραγματοποιούνται σε σχετικά λιγότερο ανταγωνιστικές χώρες (εκτός των ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και Καναδά). Οι συγγραφείς αποδίδουν αυτό το εύρημα στο γεγονός ότι η αρνητική σηματοδότηση της χρηματοδότησης με μετοχές υποχωρεί από το χαμηλότερο ασφάλιστρο που προσφέρεται στις εταιρίες-στόχους σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές. Στις χώρες με τον υψηλότερο ανταγωνισμό παρατηρείται μια μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των bidders στους μετόχους των targets εξαιτίας των μεγαλύτερων ασφαλίσεων που καταβάλλονται στους τελευταίους.

### **3. Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων (Industry relatedness)**

Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των εταιριών που συγχωνεύονται επιδρά επίσης στις αποδόσεις των μετόχων. Τα αποτελέσματα των περισσότερων μελετών συνηγορούν στο ότι οι συσχετισμένες εξαγορές, οι οποίες μπορεί να είναι οριζόντιες ή κάθετες, αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τις ασυσχέτιστες (Moeller and Schlingemann, 2005; Akbulut and Matsusaka, 2010).

Οι Morck et al. (1990), εξετάζοντας ένα ευρύ δείγμα συμφωνιών, αποδεικνύουν ότι οι εξαγορές μεταξύ εταιριών, οι οποίες δεν έχουν τον ίδιο 4-digit SIC κωδικό, σημειώνουν χαμηλότερες αποδόσεις από τις εστιασμένες προσφορές. Σε άλλες μελέτες (Fama-French) γίνεται χρήση 2-digit και 3-digit

SIC code για να ελεγχθεί αν οι εταιρίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο ή όχι. Περαιτέρω, οι Fan and Goyal (2006) θεωρούν ότι οι συγχωνεύσεις που επιτυγχάνουν την κάθετη ολοκλήρωση δημιουργούν υψηλότερες αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών από ότι η διαφοροποίηση των συναλλαγών. Οι Hoberg and Phillips (2010) αναφέρουν ότι οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που παράγουν συμπληρωματικά προϊόντα δημιουργούν υψηλότερα κέρδη από αυτές στις οποίες δεν υπάρχει κανένας βαθμός συσχέτισης.

Ωστόσο, κάποιοι ερευνητές (Grant et al., 1988; Ashlinger and Copeland, 1996) αποδεικνύουν ότι δημιουργείται αξία στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (conglomerate mergers) και αποδίδουν το γεγονός αυτό στις διοικητικές και χρηματοοικονομικές συνέργειες που δημιουργούνται.

#### **4.Μέγεθος επιχείρησης (Firm size)**

Το μέγεθος των εταιριών, τόσο της αγοράστριας όσο και της εταιρίας-στόχου, επηρεάζει τις αποδόσεις που λαμβάνουν στις Σ&Ε. Το μέγεθος αυτό ορίζεται ως η χρηματιστηριακή αξία των εταιριών κάποια στιγμή πριν από την ανακοίνωση εξαγοράς, συνήθως τέσσερις εβδομάδες (Fuller et al., 2002). Οι Moeller et al. (2004) παρέχουν στοιχεία ότι οι αποδόσεις των αγοραστών στις ανακοινώσεις εξαγορών σχετίζονται αρνητικά με το μέγεθος τους. Το φαινόμενο αυτό επιβεβαιώνει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, όπως ορίστηκε από τον Jensen (2005), αυξάνει τα κόστη αντιπροσώπευσης και κατά συνέπεια οδηγεί σε μικρότερες αποδόσεις.

Οι διοικήσεις των μικρότερων εταιριών θα πρέπει επίσης να υπόκεινται σε στενή παρακολούθηση λόγω της συγκέντρωσης της μετοχικής ιδιοκτησίας σε λίγους μετόχους Demsetz and Lehn (1985). Ο Schwert (2000) δείχνει ότι οι μέτοχοι των μεγαλύτερων μεγέθους targets σημειώνουν επίσης χαμηλότερες αποδόσεις, δεδομένου ότι οι μεγαλύτεροι στόχοι λαμβάνουν χαμηλότερα ποσοστά πριμοδότησης.

#### **5.Το επίπεδο των αποδόσεων του αγοραστή πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης (Pre-announcement stock price run-up)**

Το επίπεδο των αποδόσεων του αγοραστή πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης έχει αποδειχθεί ότι μπορεί να επηρεάσει τις μετέπειτα αποδόσεις τόσο των αγοραστών όσο και των στόχων. Η περίοδος των αποδόσεων (run-up period) υπολογίζεται συνήθως μέσω του υποδείγματος Δείκτη Αγοράς και buy-and-hold returns (BHRs) κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου διαπραγμάτευσης πριν από την ανακοίνωση, όπως 200 ημέρες διαπραγμάτευσης πριν και 6 ημέρες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης (Moeller et al., 2007). Σε αντίθεση με τον Schwert (1996), ο οποίος δεν βρίσκει σύνδεση μεταξύ των αποδόσεων στόχων και των αποδόσεων των

αγοραστών πριν την ανακοίνωση εξαγορών, ο Rosen (2006) αναφέρει ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των bidders γύρω από την ανακοίνωση και των προηγούμενων αποδόσεων τους.

### **6. Ασυμμετρία πληροφόρησης (Information Asymmetry)**

Η ασυμμετρία πληροφόρησης ασκεί επίδραση στην δημιουργία αξίας στις προσφορές εξαγορών. Σαν μέτρο είναι αρκετά δύσκολο να μετρηθεί με ακρίβεια. Ο Dierkens (1991) χρησιμοποίησε την μεταβλητή της ιδιοσυγκρασιακής μεταβλητότητας των αποδόσεων των μετοχών. Η μεταβλητή αυτή υπολογίζεται ως η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, συνήθως για 200 ημέρες διαπραγμάτευσης και 6 ημέρες πριν από την ανακοίνωση της συμφωνίας. Οι Moeller et al. (2007) αποδεικνύουν ότι η υψηλή ασυμμετρία πληροφόρησης, μεγάλη τυπική απόκλιση, παράγει χαμηλότερες αποδόσεις γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης για τους αγοραστές σε προσφορές με ανταλλαγή μετοχών.

### **7. Σχετικό μέγεθος της συμφωνίας (Relative size of the deal)**

Το σχετικό μέγεθος της συμφωνίας επηρεάζει επίσης τα κέρδη από συγχωνεύσεις. Το σχετικό μέγεθος ορίζεται συνήθως ως η αξία της συμφωνίας που διαιρείται με την αγοραία αξία της αγοράστριας εταιρίας τέσσερις εβδομάδες πριν την ανακοίνωση εξαγοράς. Οι Fuller et al. (2002) παρέχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών σε εξαγορές ιδιωτικών επιχειρήσεων είναι υψηλότερες στις συμφωνίες μεγαλύτερου σχετικού μεγέθους. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται από το χαμηλότερο premium εξαγοράς και τον αυξημένο ελεγκτικό ρόλο των μεγάλων μετόχων της εταιρίας-στόχου (monitoring hypothesis of blockholders), ο οποίος θα αυξάνεται στην ενιαία εταιρία μετά την συγχώνευση όσο μεγαλώνει και το μέγεθός της, και κατά συνέπεια στην ελαχιστοποίηση του προβλήματος αντιπροσώπευσης.

### **8. Επίπεδο ανταγωνισμού μεταξύ των αγοραστών (Takeover Competition)**

Ο ανταγωνισμός μεταξύ των αγοραστών για την απόκτηση μιας εταιρίας όπως είναι φυσικό και έχει αναφερθεί σε πολλές μελέτες (Bradley et al., 1988; Holl and Kyriazis, 1997) αυξάνει τις αποδόσεις των εταιριών-στόχων και μειώνει αυτές των αγοραστών. Οι James and Wier (1987) δείχνουν ότι στις συγχωνεύσεις τραπεζών, όπου η ταυτοποίηση των πιθανών ανταγωνιστών είναι σχετικά εύκολη λόγω των ρυθμιστικών διατάξεων, οι αποδόσεις των αγοραστριών τραπεζών επηρεάζονται αρνητικά από τον αναμενόμενο ανταγωνισμό, ενώ σχετίζονται θετικά με τη διαθεσιμότητα εναλλακτικών τράπεζες στόχων. Οι Alexandridis et al. (2010) έδειξαν ότι στις λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές Σ&Ε οι αποδόσεις των αγοραστών είναι μεγαλύτερες

κατά 2,94% από τις πλέον ανταγωνιστικές αγορές (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδάς).

### **9. Διάθεση προσφοράς εξαγοράς (Deal attitude)**

Η διάθεση της προσφοράς, αν δηλαδή η εξαγορά είναι φιλική ή εχθρική, επηρεάζει την αξία που θα δημιουργηθεί. Σύμφωνα με τον Servaes (1991) οι εχθρικές εξαγορές σχετίζονται με σχετικά χαμηλότερες αποδόσεις των αγοραστών. Ο Schwert (2000) αναφέρει ότι δεν υπάρχει σημαντική επίπτωση στον υποψήφιο αγοραστή, αλλά μια θετική επίδραση για τους μετόχους των εταιριών-στόχων. Το επιπλέον τίμημα εξαγοράς (takeover premium) που προσφέρεται σε εχθρικές εξαγορές στους targets είναι υψηλότερο από ότι στις φιλικές και ως εκ τούτου οι αποδόσεις που λαμβάνουν μεγαλύτερες. Οι Goergen and Renneboog (2004) συμπέραναν ότι οι δημόσιες προσφορές εξαγορών είχαν μεγάλες επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων, ενώ οι εχθρικές εξαγορές προκάλεσαν μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών σε σχέση με τις φιλικές Σ&Ε. Τα υψηλότερα premiums που προσφέρθηκαν στις εταιρίες-στόχους αποδίδονται στον υψηλό δείκτη Τρέχουσα αξία μετοχών / Λογιστική αξία μετοχών, ενώ παράλληλα ο δείκτης αυτός προκάλεσε την αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών των απορροφουσών εταιρειών.

### **10. Φήμη του οικονομικού συμβούλου (Financial advisor reputation)**

Δεδομένου ότι οι περισσότερες εξαγορές πραγματοποιούνται με την βοήθεια οικονομικών συμβούλων, διάφορες μελέτες εξετάζουν την επίδραση της φήμης του χρηματοπιστωτικού συμβούλου στις αποδόσεις των αγοραστών. Ο Rau (2000) θεωρεί ότι οι ανώτεροι σύμβουλοι δεν παρέχουν καλύτερες αποδόσεις εκτός από τις δημόσιες προσφορές (tender offers), και ότι οι αποδόσεις είναι αρνητικές όταν υπάρχει εμπλοκή μεγάλου αριθμού συμβούλων για την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Οι Golubov et al. (2012) αναφέρουν πως η συμμετοχή κορυφαίων συμβούλων συσχετίζεται με υψηλότερες αποδόσεις αλλά μόνο σε δημόσια εισηγμένες επιχειρήσεις.

### **11. Γεωγραφική διαφοροποίηση (Cross-border acquisitions/ domestic)**

Οι αποδόσεις των μετόχων φαίνεται να επηρεάζονται επίσης και από την γεωγραφική απόσταση των εταιριών. Μια διασυνοριακή συγχώνευση θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως ένδειξη σημαντικής αλλαγής στην εταιρική στρατηγική μιας επιχείρησης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με τις εγχώριες και διασυνοριακές Σ&Ε είναι ανάμεικτα. Οι Servaes and Zenner (1994) αποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις ξένων εξαγορών στις ΗΠΑ ποικίλλουν ανάλογα με τα φορολογικά καθεστώτα και τις μεταρρυθμίσεις της δεκαετίας



του 1980, υποδηλώνοντας ότι οι φορολογικές εκτιμήσεις είναι σημαντικές για τις διασυννοριακές προσφορές.

Οι μελέτες που έγιναν από τους Asquith (1983), Morck et al. (1990), Schwert (2000), Faccio et al. (2006) και Masulis et al. (2007) αναφέρουν θετικές αποδόσεις για τους μετόχους αγοραστριών εταιριών από τις ΗΠΑ σε διασυννοριακές Σ&Ε. Ο Bruner (2002) βρήκε ότι οι μη κανονικές αποδόσεις για αγοραστής από τις ΗΠΑ είναι μηδενικές. Θετικές αποδόσεις έχουν αναφερθεί και για άλλες αναπτυσσόμενες αγορές, όπως την Ιαπωνία (Pettway and Yamada, 1986), τον Καναδά (Eckbo and Thorburn, 2009) και διάφορες ευρωπαϊκές χώρες (Goergen and Renneboog, 2004; Martynova and Renneboog, 2008). Οι Ben-Amar and Andre (2006) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα καναδικών Σ&Ε παρείχαν αποδείξεις ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών επιχειρήσεων κέρδισαν θετικές αποδόσεις μεταξύ της περιόδου 1998-2000. Αντίθετα, οι Sudarsanam and Mahate (2003), εξετάζοντας ένα δείγμα 519 εξαγορών για το Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1983-1995, βρήκαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις κατά το μήνα της ανακοίνωσης.

Οι Bris and Cabolis (2008) αναφέρουν ότι οι αποδόσεις των targets εξαρτώνται από τις διαφορές στα λογιστικά πρότυπα μεταξύ των χωρών και καταγράφουν θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων των εταιριών-στόχων και του καθεστώτος προστασίας των επενδυτών στις χώρες των αγοραστριών εταιριών. Τους ίδιους παράγοντες εξετάζουν και οι John et al. (2010), οι οποίοι αναφέρουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστρών συνδέονται θετικά με την ποιότητα των λογιστικών προτύπων της εταιρίας-στόχου και είναι θετικές κατά την σύναψη διασυννοριακών Σ&Ε εισηγμένων εταιριών-στόχων που δραστηριοποιούνται σε χώρες με χαμηλό καθεστώς προστασίας των μετόχων.

Οι Bhagat et al. (2011), με βάση ένα δείγμα 678 εταιριών από 8 αναπτυσσόμενες χώρες για το διάστημα 1991-2008, αναφέρουν θετικές αποδόσεις για τους αγοραστής. Ωστόσο, οι Aybar and Fici (2009), εξετάζοντας 433 διασυννοριακές Σ&Ε που σχετίζονται με 58 αναδυόμενες αγορές μεταξύ των ετών 1991-2004, δείχνουν ότι οι μέτοχοι των αγοραστρών πολυεθνικών εταιριών σημειώνουν αρνητικές αποδόσεις.

## 2.4 Έρευνα βιβλιογραφίας σχετικά με τις διασυνοριακές Σ&Ε

Οι διασυνοριακές Σ&Ε εταιριών από τις λεγόμενες αναδυόμενες χώρες αυξήθηκαν από \$37δισ. το 2004 σε \$182δισ. το 2008 (UNCTAD, 2009), ήτοι αύξηση 392%. Ο αριθμός ολοκληρωμένων διασυνοριακών εξαγορών που είχαν συνάψει κινεζικές επιχειρήσεις το 2000 ανερχόταν μόλις σε 33 και η συνολική αξία των συμφωνιών αυτών σε \$838,86 εκατομμύρια, ενώ το 2012 εκτινάχθηκε στις 146 με συνολική αξία \$22,32δισ. (Thomson One Banker, 2013), ήτοι αύξηση 2561%. Η ραγδαία αύξηση της εμπλοκής της Κίνας σε εξαγορές πέραν των συνόρων της ήταν απόρροια της εισόδου της στο Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου το 2001 και κυρίως της εφαρμογής, το 1999, της πολιτικής του κινεζικού κράτους 'Go Global'. Η βιβλιογραφία σχετικά με τις Σ&Ε εστιάζει σε εξαγορές εταιριών από τις ανεπτυγμένες χώρες και μόλις πρόσφατα έχει αρχίσει να αναπτύσσεται ερευνητική μελέτη και πάνω στο θέμα των διασυνοριακών Σ&Ε από κινεζικές εταιρίες. Κάποιες από αυτές τις μελέτες (Boateng et al., 2008; Bhagat et al., 2011; Zhou et al. 2015) αποδεικνύουν ότι η αγορά αντιδρά θετικά στις ανακοινώσεις διασυνοριακών Σ&Ε από κινεζικές εταιρίες ενώ άλλες (Aybar and Ficici, 2009; Chen and Young, 2010) καταδεικνύουν αρνητικές αποδόσεις των κινεζικών αγοραστριών εταιριών. Παρακάτω παρατίθενται εμπειρικές μελέτες σχετικά με τα μέχρι στιγμής ευρήματα πάνω στο θέμα των διασυνοριακών Σ&Ε με εταιρίες από την Κίνα είτε σε θέση αγοραστή είτε εξαγοραζόμενου.

Οι **Chari et al. (2004)** στο άρθρο τους **“Cross Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: The Stock Market Valuation of Corporate Control”** εξετάζουν την αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις Σ&Ε εταιριών ανεπτυγμένων χωρών προς εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενες αγορές. Συγκεκριμένα, ερευνούν υπό ποιές προϋποθέσεις μια διασυνοριακή συγχώνευση ή εξαγορά σε μια αναδυόμενη αγορά οδηγεί σε δημιουργία αξίας και ποιοι είναι οι παράγοντες που την επηρεάζουν.

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων οι ερευνητές συλλέγουν το δείγμα τους από την βάση δεδομένων SDC Thompson's International Mergers and Acquisitions database. Το δείγμα περιλαμβάνει αγοράστριες εταιρίες από τις ΗΠΑ, τον Καναδά και ανεπτυγμένες χώρες της Ευρώπης και εταιρίες-στόχους από χώρες της Ανατολικής Ασίας και της Λατινικής Αμερικής. Το χρονικό διάστημα των δεδομένων καλύπτει την περίοδο 1988-2002. Η βάση δεδομένων περιέχει πληροφορίες σχετικά με 5.450 διασυνοριακές συναλλαγές εκ των οποίων περίπου 2.000 αφορούν δημόσιες εισηγμένες εταιρίες-στόχους και αγοραστές. Οι θυγατρικές εταιρείες πολυεθνικών εταιριών δεν συμπεριλαμβάνονται στην εκτιμήσεις επειδή ενώ εντοπίζονται ως εταιρείες που διαπραγματεύονται στο κοινό στην SDC δεν είναι απαραίτητα εισηγμένες στο χρηματιστήριο της χώρας της target. Για κάθε συναλλαγή, η βάση δεδομένων SDC παρέχει πληροφορίες σχετικά με την

ημερομηνία ανακοίνωσης, την ημερομηνία ολοκλήρωσης και ορισμένα χαρακτηριστικά του στόχου και του αγοραστή όπως το όνομα, το έθνος και τον κλάδο της βιομηχανίας. Το δείγμα συμπληρώνεται με τις τιμές των μετοχών από την Datastream και το Bloomberg.

Η μεθοδολογία που εφαρμόζεται στο άρθρο είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων, *event study analysis*. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων είναι αυτό της αγοράς όπου χρησιμοποιείται ο αντίστοιχος δείκτης ανάλογα με την εκάστοτε εξεταζόμενη χώρα. Κατόπιν, υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις ως η διαφορά πραγματικής απόδοσης και αυτής που εκτιμήθηκε από το υπόδειγμα της αγοράς (*market model*) τόσο για της αγοράστριες όσο και για τις στόχους και την ενιαία εταιρία. Η συχνότητα των τιμών των μετοχών είναι εβδομαδιαία. Τέλος, υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) για δύο διαφορετικά *event window*, τριών εβδομάδων (μία εβδομάδα πριν από την ανακοίνωση, την εβδομάδα της ανακοίνωσης και την επόμενη εβδομάδα) και πέντε εβδομάδων και πραγματοποιούνται έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας.

Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών για το σύνολο του δείγματος είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές και κυμαίνονται από 1,65% έως και 3,05%. Οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών σε προσφορές εξαγορών εταιριών από την ανατολική Ασία είναι και αυτές θετικές και στατιστικά σημαντικές, 2,70% για περίοδο παρατηρήσεως 2 εβδομάδων. Οι θετικές αυτές αποδόσεις ερμηνεύονται από από την απόκτηση της πλειοψηφίας του ελέγχου της εταιρίας-στόχου, παράγοντας που φαίνεται να επηρεάζει τις αποδόσεις των αγοραστών. Οι μέτοχοι των αντίστοιχων εταιριών-στόχων λαμβάνουν περίπου διπλάσιες αποδόσεις για το ίδιο διάστημα *event window* (-1,+1) 5,17% οι οποίες είναι και στατιστικά σημαντικές. Θετικές εβδομαδιαίες αποδόσεις 6,7% προκύπτουν και για τους εξαγοραστές από τις ΗΠΑ σε προσφορές αναδυόμενων χωρών. Συνολικά, τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι η αύξηση του αριθμού των διασυννοριακών Σ&Ε με εταιρίες-στόχους από τις αναδυόμενες αγορές από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 οδήγησε σε σημαντικά οφέλη τόσο για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών όσο και τους *targets* αλλά και την ενιαία οντότητα.

Οι **Boateng et al. (2008)** στο άρθρο τους “**Cross-border M&As by Chinese firms: an analysis of strategic motives and performance**” εξετάζουν ποια είναι τα κίνητρα που ωθούν επιχειρήσεις από την Κίνα να προβούν σε διασυννοριακές Σ&Ε καθώς και την απόδοση που σημειώνουν. Για την εύρεση των αποδόσεων των κινέζικων αγοραστριών εταιριών υπολογίζονται οι μη

κανονικές αποδόσεις (CARs) για διαφορετικά event windows (-1,+1,-20,+20) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν αποτελείται από 27 προσφορές εξαγορών που πραγματοποίησαν εταιρίες εισηγμένες στα χρηματιστήρια, Shanghai και Shenzhen, το διάστημα 2000-2004. Οι περισσότερες αγοράστριες εταιρίες του δείγματος συγκαταλέγονται στο κλάδο των τηλεπικοινωνιών και εξαγοράζουν ως επί το πλείστον εταιρίες που δραστηριοποιούνται στις ΗΠΑ, την Γερμανία και την Κορέα. Κυρίαρχος τρόπος αποπληρωμής είναι τα μετρητά σε ποσοστό 96,3% ενώ όσον αφορά τον βαθμό συσχέτισης των δραστηριοτήτων οι 16 συγχωνεύσεις είναι συσχετισμένες, οριζόντιες δηλαδή αφορούν τον ίδιο κλάδο ή κάθετες, και οι 11 ασυσχέτιστες.

Τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι βασικά κίνητρα για την είσοδο σε ξένες αγορές των κινέζικων εταιριών αποτελούν η διεθνής επέκταση και διαφοροποίηση σε ποσοστό 39,0% του εξεταζόμενου δείγματος, η επέκταση του μεριδίου αγοράς/ δύναμης καθώς και η απόκτηση στρατηγικών assets όπως τεχνολογία, έρευνα, management know-how με ποσοστά 27,0% και τέλος, η υπερπήδηση εμποδίων στις συναλλαγές εμπορίου. Όσον αφορά τις αποδόσεις των αγοραστών αποδεικνύεται ότι είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές τόσο βραχυχρόνια (event window (1,+1),  $p < 0,05$ ) όσο και μακροχρόνια (event window (-20,+20) και ε.σ. 5%) κατά μέσο όρο 1,32% για διάστημα 2 ημερών (0,+1). Τα ευρήματα υποστηρίζουν την άποψη που επιτρέπει στις επιχειρήσεις μέσω των διασυννοριακών Σ&E να εκμεταλλεύονται τις ατέλειες στις αγορές προϊόντων και κεφαλαίων και να δημιουργούν έτσι περισσότερα κέρδη για τους μετόχους τους. Τα αποτελέσματα είναι συμβατά με μελέτες όπως αυτές του Doukas (1995) και των Markides and Oyon (1998) οι οποίοι αναφέρουν θετικές αποδόσεις για τους μετόχους των bidders, που κυμαίνονται από 0,29% έως 1,96%, από τις ΗΠΑ που πραγματοποιούν διασυννοριακές Σ&E.

Οι Francis et al. (2008) στο άρθρο τους “**Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions**” μελετούν τις αποδόσεις των μετόχων αγοραστριών εταιριών από τις ΗΠΑ σε προσφορές διασυννοριακών Σ&E για το διάστημα 1990-2003. Ανάμεσα στο δείγμα των εταιριών-στόχων συμπεριλαμβάνονται και επιχειρήσεις από την Κίνα.

Οι συγγραφείς υποθέτουν ότι ένας από τους κύριους λόγους για την αύξηση των διασυννοριακών εξαγορών από αμερικανικές επιχειρήσεις, ειδικά από τις επιχειρήσεις από τις τμηματοποιημένες αγορές (segmented markets), είναι να παρέχει χρηματοδότηση οικονομικά περιορισμένων επιχειρήσεων μέσω της πρόσβασης σε εξωτερικές κεφαλαιαγορές. Με την υπέρβαση αυτών των οικονομικών περιορισμών αυτές οι επιχειρήσεις είναι στη συνέχεια σε θέση να αναλάβουν σχέδια θετικής καθαρής παρούσας αξίας (NPV) από την οποία

διαφορετικά θα έπρεπε να παραιτηθούν. Στο βαθμό που οι χρηματιστηριακές αγορές είναι αποτελεσματικές, αυτά τα οφέλη πρέπει να αντανakλώνονται σε θετικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση Σ&Ε.

Για τον έλεγχο αυτών των υποθέσεων από αρχικό δείγμα 9109 ολοκληρωμένων διασυννοριακών Σ&Ε εφαρμόζοντας μια σειρά από κριτήρια μελετήθηκε τελικό δείγμα 1491. Τα κριτήρια αφορούσαν την αξία της συναλλαγής (η οποία έπρεπε να είναι μεγαλύτερη των \$10 εκ.), τον κλάδο των επιχειρήσεων (εξαιρέθηκαν αυτές του χρηματοοικονομικού τομέα) και το ποσοστό συμμετοχής το οποίο έπρεπε να είναι μεγαλύτερο του 50%. Επίσης, συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα των αγοραστών μόνο εταιρίες οι οποίες είχαν διαθέσιμες ημερήσιες τιμές κλεισίματος μετοχών για τουλάχιστον ένα έτος πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης των deals στη βάση δεδομένων Center for Research of Stock Prices (CRSP) και διαθέσιμη την πληροφορία για την μέθοδο πληρωμής. Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε είναι αυτή των επιχειρηματικών συμβάντων (event study analysis). Οι προβλεπόμενες αποδόσεις υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα της αγοράς για περίοδο υπολογισμού (estimation period) 265 έως 11 ημερών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης του deal.

Τα συμπεράσματα της έρευνας φανερώνουν ότι οι αγοραστές από τις ΗΠΑ λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για event window (-3,+3) 0,96%. Περαιτέρω ανάλυση των αποτελεσμάτων της μελέτης δείχνει ότι οι αποδόσεις αυτές είναι υψηλότερες όταν οι εταιρίες-στόχοι προέρχονται από τμηματοποιημένες αγορές (segmented markets), γεγονός το οποίο οφείλεται στο χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Το εύρημα αυτό επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι ένα από τα οφέλη των διασυννοριακών Σ&Ε, για το διάστημα 1990-2000, είναι ότι οι αγοραστές παρέχουν χρηματοδότηση στις εταιρίες-στόχους μέσω εξωτερικών αγορών κεφαλαίων, επιτρέποντάς τους έτσι να ξεπεράσουν τους οικονομικούς περιορισμούς. Τα αποτελέσματα του event study υποστηρίζονται και από ανάλυση πολυμεταβλητής παλινδρόμησης καθώς και από την βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης για το έτος που ακολουθεί την ημερομηνία ανακοίνωσης και ειδικά για τις αγοράστριες εταιρίες μεγάλου μεγέθους.

Οι **Aybar and Ficici (2009)** στο άρθρο τους “**Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals**” ερευνούν τις αποδόσεις των μετόχων πολυεθνικών εταιριών από αναπτυσσόμενες χώρες κατά την σύναψη διασυννοριακών Σ&Ε. Επιπλέον, εξετάζουν ένα σύνολο παραγόντων που επηρεάζουν την κατεύθυνση και το μέγεθος της αντίδρασης της αγοράς και διατυπώνουν τρεις υποθέσεις.

Η πρώτη υπόθεση που γίνεται είναι ότι η γεωγραφική απόσταση, η αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, το μέγεθος των επενδύσεων, το επίπεδο του ελέγχου, η εμπειρία και το καθεστώς ιδιοκτησίας

της εταιρίας-στόχου είναι σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία του αγοραστή σε διασυννοριακές επεκτάσεις με το χαμηλότερο επίπεδο ελέγχου και τις δημόσιες εταιρίες να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην δημιουργία αξίας. Δεύτερον, τα χαρακτηριστικά της βιομηχανίας των αναδυόμενων πολυεθνικών εταιριών (υψηλής τεχνολογίας ή μη υψηλής τεχνολογίας) και ο τύπος επέκτασης (μέσω της απόκτησης εταιρίας του ίδιου κλάδου ή μη) σχετίζονται με την απόδοση των αγοραστριών εταιριών. Τέλος, γίνεται η υπόθεση ότι οι γεωγραφικές και πολιτιστικές εξελίξεις και συγκεκριμένα το χαμηλό επίπεδο θεσμικού πλαισίου της χώρας της εταιρίας-στόχου συνδέεται αρνητικά με την δημιουργία αξίας του υποψηφίου αγοραστή.

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων των αγοραστρών και τον έλεγχο των ανωτέρω υποθέσεων οι ερευνητές συλλέγουν, από την βάση δεδομένων Thomson SDC Platinum, ένα δείγμα 433 Σ&Ε. Οι ημερομηνίες ανακοινώσεων των παρατηρήσεων αφορούν την περίοδο 1991-2004 και συνδέονται με 58 επιχειρήσεις. Το μεγαλύτερο ποσοστό (78,9%) αφορά αγοράστριες εταιρίες από ασιατικές χώρες ενώ οι εταιρίες στόχοι δραστηριοποιούνται κυρίως σε αναπτυσσόμενες χώρες σε ποσοστό 60,51% του δείγματος. Η μεθοδολογία που εφαρμόζεται είναι αυτή των επιχειρηματικών συμβάντων (event study). Οι προβλεπόμενες αποδόσεις υπολογίζονται από το υπόδειγμα της αγοράς για περίοδο 255 ημερών πριν της ανακοίνωση της εξαγοράς και εν συνεχεία αφαιρούνται από τις πραγματικές για να προκύψουν οι μη κανονικές αποδόσεις που συνδέονται με το συγκεκριμένο συμβάν (με βάση την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών). Σύμφωνα, με τους Coutts et al. (1995) υπολογίζονται οι τυποποιημένες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (SCARs), για να διορθωθεί τυχόν χρονική συσχέτιση, για διάφορα event windows. Επίσης, ελέγχονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις (SCARs) με ανάλυση παλινδρόμησης.

Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι οι αγορές αντιδρούν αρνητικά στις ανακοινώσεις διασυννοριακών Σ&Ε πολυεθνικών εταιριών από αναπτυσσόμενες χώρες. Ιδιαίτερα, την ημερομηνία ανακοίνωσης παρατηρείται αρνητική και στατιστικά σημαντική μέση απόδοση των αγοραστρών -1,38%. Όσον αφορά στους παράγοντες που επιδρούν στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι το μέγεθος του target, η εξαγορά ιδιωτικών και μη συσχετισμένων εταιριών συνδέονται θετικά με τις αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Από την άλλη μεριά οι προσφορές εξαγορών εταιριών υψηλής τεχνολογίας και η επιδίωξη στόχων σε συναφείς κλάδους επηρεάζουν αρνητικά την αξία του αγοραστή. Τέλος, τα εμπειρικά αποτελέσματα παρέχουν κάποια υποστήριξη για το θετικό αντίκτυπο του ποσοστού απόκτησης της εταιρίας-στόχου και πολιτιστική απόσταση, αλλά όχι για τη διεθνή εμπειρία και την ενισχυμένη εταιρική διακυβέρνηση.

Οι **Changqi and Ningling (2010)** στο άρθρο τους “**Determinants of cross-border merger & acquisition performance of Chinese enterprises**” αναλύουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των μετόχων κινέζικων εισηγμένων εταιριών που συνάπτουν διασυνοριακές Σ&Ε. Οι παράγοντες που εξετάζονται είναι διαχειριστική ικανότητα των αγοραστών, οι ελεύθερες ταμιακές ροές, το ποσοστό κρατικών μετοχών και η οργανωτική ηλικία που μετρά τυχόν προγενέστερη εμπειρία των επιχειρήσεων σε παρόμοιες δραστηριότητες. Με βάση προηγούμενες μελέτες και συμπεράσματα καθορίζονται τέσσερις υποθέσεις για τις αποδόσεις πριν και μετά τις εξαγορές. Πρώτον, η πριν την εξαγορά απόδοση, βάσει λογιστικών μεγεθών, των κινέζικων αγοραστριών εταιριών συνδέεται θετικά με την απόδοση τους σε διασυνοριακές Σ&Ε. Δεύτερον, οι πριν την εξαγορά ελεύθερες ταμιακές ροές έχουν αρνητική συσχέτιση την απόδοση που σημειώνεται. Τρίτον, το ποσοστό των κρατικών μετοχών και η απόδοση μετά την εξαγορά έχουν αρνητική σχέση. Τέταρτον, η οργανωτική ηλικία και η απόδοση των αγοραστών κατά τις διασυνοριακές Σ&Ε συνδέονται με θετική σχέση.

Για τον έλεγχο των άνω υποθέσεων συλλέγουν αρχικά ένα δείγμα 165 διασυνοριακών Σ&Ε για το διάστημα 2000-2006, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από 91 εταιρίες. Οι 61 επιχειρήσεις του δείγματος είναι εισηγμένες στα δύο χρηματιστήρια της Κίνας (Shanghai και Shenzhen). Εφαρμόζοντας περιορισμούς (εισηγμένη εταιρία, εισαγωγή στο δείγμα μόνο τελευταίου deal, επικυρωμένες οικονομικές καταστάσεις) για να εξασφαλισθεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων οι ερευνητές καταλήγουν σε δείγμα 32 περιπτώσεων.

Η απόδοση των αγοραστριών εταιριών από την Κίνα που συνάπτουν διασυνοριακές Σ&Ε μετράται με την αύξηση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού (ROA), η οποία υπολογίζεται ως η διαφορά του ROA ένα χρόνο πριν την εξαγορά από το ROA δύο χρόνια μετά την εξαγορά. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη σε παλινδρόμηση με ανεξάρτητες μεταβλητές την πριν την εξαγορά απόδοση, τις ελεύθερες ταμιακές ροές, το ποσοστό κρατικής ιδιοκτησίας και την οργανωτική ηλικία της επιχείρησης η οποία υπολογίζεται ως το διάστημα από το έτος ίδρυσης της ως την σύναψη της εξαγοράς.

Τα αποτελέσματα που εξάγονται από την ανάλυση είναι ότι η πριν την εξαγορά απόδοση και το ποσοστό της κρατικής ιδιοκτησίας συνδέονται θετικά με την απόδοση που λαμβάνουν οι μέτοχοι των κινεζικών αγοραστριών εταιριών. Οι ελεύθερες ταμιακές ροές και η εταιρική ηλικία δεν ασκούν στατιστική σημαντική επίδραση. Οι θετικές σχέσεις μπορούν να ερμηνευθούν από τις αποτελεσματικές πολιτικές για τις εξαγορές, την αποδοτική διαχείριση και τις ευνοϊκές κυβερνητικές πολιτικές για τις δημόσιες εταιρίες.

Οι **Chen et al. (2010)** στο άρθρο τους “**Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: a principal–principal perspective**” ελέγχουν δύο υποθέσεις. Πρώτον, ότι υπάρχει αρνητική αντίληψη των επενδυτών στις διασυνοριακές Σ&Ε οι οποίες πραγματοποιούνται από κινέζικες επιχειρήσεις με αυξημένη κρατική ιδιοκτησία και δεύτερον ότι η αρνητική αυτή σχέση μετριάζεται από τον βαθμό περιπλοκότητας του περιβάλλοντος, ο οποίος μετράται με το μέγεθος του ανταγωνισμού στον ίδιο κλάδο. Το δείγμα το οποίο εξετάζουν περιλαμβάνει 39 επίσημες ανακοινώσεις διασυνοριακών Σ&Ε, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από 32 εισηγμένες κρατικές κινέζικες επιχειρήσεις. Το διάστημα στο οποίο τοποθετούνται τα δεδομένα είναι Ιανουάριος 2000 έως Νοέμβριος 2008.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν είναι event study, όπου υπολογίζουν τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για διάστημα παρατηρήσεως 2 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Τα αποτελέσματα φανερώνουν αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις -0,28%. Ο έλεγχος των υποθέσεων διεξάγεται με παλινδρόμηση πολλών μεταβλητών η οποία περιλαμβάνει 4 βήματα. Με εξαρτημένη μεταβλητή τις CARs στο πρώτο βήμα εισάγονται οι ψευδομεταβλητές το είδος της μετοχής, το μέγεθος και ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση και η χρονιά στην οποία πραγματοποιήθηκε η ανακοίνωση της εκάστοτε εξαγοράς. Ακολουθεί στο δεύτερο βήμα το καθεστώς ιδιοκτησίας το οποίο μετράται ως το ποσοστό των μετοχών που κατέχει το κράτος ως προς το συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Στο τρίτο βήμα γίνεται εισαγωγή της μεταβλητής η οποία μετρά τον βαθμό συγκέντρωσης στον κλάδο. Τέλος, στο τέταρτο βήμα ελέγχεται πως αλληλεπιδρά ο βαθμός περιπλοκότητας του περιβάλλοντος με την κρατική ιδιοκτησία (λαμβάνεται υπόψη και αν υπάρχει πολυσυγραμμικότητα).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα επαληθεύεται η πρώτη υπόθεση η οποία αποδίδεται στην απόκλιση συμφερόντων της πλειοψηφίας των μετόχων, που είναι το κράτος, με την μειοψηφία των μετόχων. Η αρνητική αντίληψη των επενδυτών ερμηνεύεται από τον καιροσκοπισμό της διοίκησης, τα πολιτικά κίνητρα που μπορεί να οδηγούν τις κρατικές εταιρείες να συνάπτουν Σ&Ε και την πεποίθηση ότι δεν υπάρχουν οι συνθήκες αυτές του ανταγωνισμού που θα οδηγήσουν στην σύναψη επικερδών συμφωνιών. Τέλος, η δεύτερη υπόθεση δεν επαληθεύεται καταδεικνύοντας ότι δεν παίζει κανένα ρόλο αν ο βαθμός περιπλοκότητας στις αποδόσεις κινέζικων αγοραστριών εταιριών, όπου χαρακτηρίζονται από υψηλή κρατική ιδιοκτησία, είναι μεγάλος όπως στον βιομηχανικό τομέα ή μικρός όπως για παράδειγμα στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών.



Οι **Bhagat et al. (2011)** στο άρθρο τους “**Emerging country cross –border acquisitions: characteristics, acquirer returns and cross- sectional determinants**” εξέτασαν τα χαρακτηριστικά διασυνοριακών Σ&Ε που πραγματοποιούνται από αναπτυσσόμενες χώρες και τις αποδόσεις που τους αποφέρουν. Το τελικό δείγμα το οποίο ερεύνησαν περιελάμβανε 698 προσφορές εξαγορών οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από οκτώ αναπτυσσόμενες χώρες (Βραζιλία, Κίνα, Ινδία, Μαλαισία, Μεξικό, Φιλιππίνες, Ρωσία, Νότιος Αφρική) τα έτη 1991-2008. Κάνοντας χρήση της μεθοδολογίας event study υπολόγισαν τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών για περίοδο παρατηρήσεως τριών, πέντε και έντεκα ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Επίσης, εξέτασαν πως διάφοροι παράγοντες επιδρούν σε αυτές τις αποδόσεις σε δείγμα 377 Σ&Ε για τις οποίες είχαν διαθέσιμα στοιχεία. Οι παράγοντες που συμπεριέλαβαν στην μελέτη τους ήταν οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου, η γεωγραφική απόσταση, οι πολιτιστικές διαφορές, ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ της χώρας της εταιρίας target, η αξία της προσφοράς, το μέγεθος της εταιρίας bidder, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες κατά την χρονιά της εξαγοράς, το φορολογικό καθεστώς και η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος.

Τα συμπεράσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών για το συνολικό δείγμα πετυχαίνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις κατά μέσο όρο 1,09%. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με άλλες μελέτες όπως αυτές των Martynova and Renneboog’s (2008) και Khanna and Palepu’s (2004) οι οποίοι αποδίδουν τις θετικές αποδόσεις των bidders στην ανώτερη εταιρική διακυβέρνηση των ανεπτυγμένων χωρών των εταιριών target. Οι αγοραστές από την Κίνα, 68 στον αριθμό στο εξεταζόμενο δείγμα, σημειώνουν αποδόσεις της τάξεως 0,387% για event window (-1,+1). Επιπλέον, από τους παράγοντες που εξετάστηκαν στατιστικά σημαντικοί είναι μόνο η αξία της συναλλαγής προς την χρηματιστηριακή αξία της αγοράστριας εταιρίας, η οποία έχει θετική σχέση με την απόδοση CAR (-1,+1), και η αξία της συναλλαγής εκφρασμένη σε δολάρια η οποία συνδέεται αρνητικά με την βραχυπρόθεσμη απόδοση της εταιρίας bidder. Όσον αφορά τις τάσεις στις διασυνοριακές Σ&Ε παρατηρείται μια αύξηση του αριθμού των προσφορών εξαγορών το διάστημα 2005-2007 και ο μεγαλύτερος αριθμός των εταιριών-στόχων να είναι ιδιωτικές, θυγατρικές και μόνο 137 από τις 698 εισηγμένες.

Οι **Chi et al. (2011)** στο άρθρο τους “**Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets**” εξέτασαν την απόδοση των μετόχων των αγοραστριών εταιριών σε Σ&Ε στην κινέζικη αγορά καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν αυτές οι συμφωνίες. Στην έρευνα τους συμπεριέλαβαν 1148 ανακοινώσεις Σ&Ε για το διάστημα 1998-

2003. Στο δείγμα υπάρχουν 412 περιπτώσεις όπου εισηγμένες επιχειρήσεις εξαγοράζουν στοιχεία του ενεργητικού, αφού η πλειοψηφία των εταιρειών στόχων είναι μη εισηγμένες και 736 περιπτώσεις όπου εξαγοράζονται μετοχές.

Οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των bidders υπολογίστηκαν σύμφωνα με τις μη κανονικές αποδόσεις σε event window (-2,+2) ημερών μέσω του υποδείγματος της αγοράς. Οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις εκτιμήθηκαν μέσω του υποδείγματος της αγοράς, του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM) και της διαφοράς απόδοσης αρχής και τέλους (BHAR) για διάστημα 13 μηνών. Επιπλέον, γίνεται και διαστρωματική ανάλυση για να ελεγχθεί η επίδραση που ασκούν στις άνω αποδόσεις το καθεστώς ιδιοκτησίας της αγοράστριας εταιρίας, η γεωγραφική απόσταση, η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος και ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων.

Αναφορικά με τα χαρακτηριστικά που εμφανίζουν οι Σ&Ε που συνάπτονται από κινεζικές εταιρίες οι συγγραφείς καταλήγουν στα εξής συμπεράσματα: Οι προσφορές έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια και ως επί το πλείστον αφορούν μετόχους ιδιωτικών εταιρειών, η βασική μέθοδος πληρωμής είναι τα μετρητά και το 50% συμφωνιών στο δείγμα αφορούν επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Όσον αφορά τις αποδόσεις, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών σημειώνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις 6 μήνες πριν και κατά την ανακοίνωση της Σ&Ε, ενώ μη σημαντική απόδοση 6 μήνες μετά. Από την διαστρωματική ανάλυση εξάγονται τα εξής συμπεράσματα: Η κρατική ιδιοκτησία έχει θετική επίδραση στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών, οι Σ&Ε μεταξύ διαφορετικών επαρχιών προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις καθώς και αυτές που έχουν ως μέσο πληρωμής τα μετρητά. Τέλος, από την σύγκριση της απόδοσης των αγοραστριών εταιριών πριν και μετά την εξαγορά αποδεικνύεται ότι η μέση τριετής απόδοση μειώνεται. Το αποτέλεσμα αυτό διαφέρει μόνο για ένα υποσύνολο του δείγματος το οποίο περιλαμβάνει επιχειρήσεις με αρνητική κερδοφορία πριν την προσφορά Σ&Ε.

Οι **Ruiz and Requejo (2011)** στο άρθρο τους “**Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments**” εξετάζουν την επίδραση του νομικού και θεσμικού περιβάλλοντος στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των μετόχων ευρωπαϊκών αγοραστριών εταιριών σε διασυνοριακές Σ&Ε. Δεδομένου ότι στις χώρες οι οποίες χαρακτηρίζονται από ασθενές νομικό και θεσμικό περιβάλλον ο εταιρικός έλεγχος είναι λιγότερο ενεργός και η πιθανότητα εύρεσης υποτιμημένων εταιριών-στόχων αυξάνεται για τους υποψήφιους αγοραστές από χώρες με ισχυρότερο νομικό και θεσμικό περιβάλλον οι συγγραφείς διατυπώνουν την υπόθεση ότι οι αποδόσεις των μετόχων των τελευταίων θα είναι θετικές κατά την ανακοίνωση Σ&Ε.

Επιπλέον, εάν ο αγοραστής προέρχεται από χώρα με ισχυρό νομικό και θεσμικό περιβάλλον και αγοράζει το 100% του μεριδίου των μετοχών της εταιρίας-στόχου, σύμφωνα με το διεθνές εταιρικό δίκαιο, η επιχείρηση στόχος θα υιοθετήσει καλύτερες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και θα παρουσιάσει μεγαλύτερη διαφάνεια και προστασία των μετόχων. Αυτό θα οδηγήσει στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας των συστημάτων και της αξίας που δημιουργείται από την εξαγορά και για τις δύο επιχειρήσεις. Επίσης, οι εταιρίες target είναι πιο πιθανό να έχουν μια πιο συγκεντρωμένη δομή ιδιοκτησίας σε χώρες με ασθενές νομικό και θεσμικό περιβάλλον, έτσι ώστε να μπορεί να απαιτούν υψηλότερα ασφάλιστρα για να πουλήσουν τις μετοχές τους. Η υψηλότερη διαπραγματευτική δύναμη της εταιρίας-στόχου θα μειώσει τα αναμενόμενα οφέλη για την αγοράστρια επιχείρηση.

Το δείγμα, σύμφωνα με το οποίο ελέγχθηκαν οι ανωτέρω υποθέσεις, αποτελείται από δημόσιες προσφορές εισηγμένων ευρωπαϊκών εταιριών για το διάστημα 2002-2006, με τις εταιρίες-στόχους να είναι εισηγμένες ή μη. Το χρονικό διάστημα του εξεταζόμενου δείγματος συμπίπτει με το έκτο κύμα Σ&Ε, το οποίο ξεκίνησε το 2003, και περιλαμβάνει την αναδιάρθρωση του τομέα των τηλεπικοινωνιών η οποία οδήγησε στην αύξηση των κινήτρων για την είσοδο στις αναδυόμενες αγορές, όπως η Κίνα. Ξεκινώντας από 1058 συγχωνεύσεις και εξαγορές και εξαιρώντας τις συναλλαγές για τις οποίες οι τιμές των μετοχών δεν είναι διαθέσιμες στο Datastream, η απορροφώσα εταιρεία ανακοινώνει περισσότερες από μία συναλλαγές σε event window (-20, +20), η παράμετρος βήτα του μοντέλου της αγοράς δεν είναι σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% το τελικό δείγμα αποτελείται από 469 προσφορές Σ&Ε που αφορούν επιχειρήσεις στόχους από 40 χώρες, ανάμεσα τους και η Κίνα. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι αυτή των επιχειρηματικών συμβάντων, event study. Με την χρήση του υποδείγματος της αγοράς εκτιμώνται οι αποδόσεις για περίοδο (-200,-21) μέρες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και κατόπιν υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις για event window (-20,+20).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών σημειώνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις (CAAR) σε event window (-1,+1) 0,99% για το σύνολο του δείγματος, 1,38% στις διασυνοριακές εξαγορές και 0,64% στις εγχώριες. Η πολυπαραγοντική ανάλυση δείχνει ότι το νομικό και θεσμικό περιβάλλον είναι καθοριστικός παράγοντας της αξίας που δημιουργείται για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών. Ένα χαμηλότερο επίπεδο κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς της χώρας της εταιρίας στόχου έχει θετική επίδραση στις αποδόσεις των μετόχων των acquirers σύμφωνα με τη μεγαλύτερη πιθανότητα εύρεσης υποτιμημένων targets. Αντίθετα, ένα ισχυρότερο νομικό και θεσμικό περιβάλλον της χώρας της εταιρίας-στόχου αυξάνει το κόστος συναλλαγών για τις διασυνοριακές συμφωνίες. Η μεταφορά καλύτερων εταιρικών πρακτικών από τις εταιρίες-

στόχους στις επιχειρήσεις των αγοραστών δεν φαίνεται να προσδίδει οφέλη σε αυτές τις περιπτώσεις.

Οι **Bhabra and Huang (2013)** στο άρθρο τους **“An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies”** εξετάζουν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετόχων αγοραστριών κινεζικών εταιριών σε εγχώριες και διασυννοριακές Σ&Ε για το διάστημα 1997-2007. Επιπλέον, μελετούν την επίδραση της μεθόδου πληρωμής, του καθεστώτος ιδιοκτησίας τόσο των bidders όσο και των targets, το βαθμό συσχέτισης των κλάδων δραστηριοποίησης και την γεωγραφική διαφοροποίηση (εγχώρια ή διασυννοριακή εξαγορά) στις άνω αποδόσεις. Βασιζόμενοι στα εμπειρικά αποτελέσματα ερευνών από ανεπτυγμένες χώρες υποθέτουν θετικές αποδόσεις για εξαγορές που πραγματοποιούνται από δημόσιες εταιρίες (SOEs) με μετρητά και μη αρνητικές για αυτές με ανταλλαγή μετοχών.

Με βασικά κριτήρια η αγοράστρια εταιρία να είναι εισηγμένη, να δραστηριοποιείται στην ηπειρωτική Κίνα και μετά την συμφωνία να καταλήξει να έχει στην κατοχή της το 100% του ελέγχου της εταιρίας στόχου συγκεντρώνουν ένα δείγμα 136 ολοκληρωμένων Σ&Ε. Η συλλογή του δείγματος γίνεται από την βάση δεδομένων Thomson Financial SDC Platinum Merger and Acquisition Database. Οι συμφωνίες του δείγματος περιλαμβάνουν ως επί το πλείστον εγχώριες εξαγορές και σε μικρό αριθμό διασυννοριακές. Ο κυρίαρχος τρόπος πληρωμής είναι τα μετρητά ενώ 99 από τις 136 έχουν πραγματοποιηθεί από κρατικές εταιρίες.

Οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις υπολογίζονται σύμφωνα με τις μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για διαφορετικά event windows σύμφωνα με τον Schwert (1996), ενώ οι μακροπρόθεσμες από τις buy-and-hold αποδόσεις (BHARs) τρία έτη μετά την συγχώνευση ή εξαγορά. Οι μη κανονικές αποδόσεις εκτιμήθηκαν από το υπόδειγμα της αγοράς και ως χαρτοφυλάκιο αναφοράς (benchmark portfolio) χρησιμοποιήθηκε ο σταθμικός μέσος των αποδόσεων των μετοχών των χρηματιστηρίων Shanghai και Shenzhen. Επίσης, εκτιμάται και η λειτουργική απόδοση βάσει τεσσάρων χρηματοοικονομικών δεικτών. Συγκεκριμένα, υπολογίζονται ο δείκτης απόδοσης στοιχείων ενεργητικού (ROA), απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), περιθώριο κέρδους (Profit Margin) και ετήσιος ρυθμός των πωλήσεων (Sales Growth).

Οι ερευνητές κάνουν και διαστρωματική ανάλυση για να αναλύσουν την σχέση των μη κανονικών αποδόσεων με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε εταιρίας και της προσφοράς εξαγοράς. Χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση η οποία εκτιμάται με την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) εισάγουν ως εξαρτημένες μεταβλητές τις μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για περίοδο παρατήρησης δύο και τριών ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές εισάγονται οι άνω χρηματοοικονομικοί δείκτες και

ψευδομεταβλητές που παίρνουν την τιμή 1 ή 0 ανάλογα με το εάν οι εταιρίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο, αν η αγοράστρια είναι δημόσια ή όχι, αν η μέθοδος πληρωμής είναι τα μετρητά, αν η εξαγορά είναι εγχώρια ή διασυνοριακή και αν η εταιρία στόχος είναι ιδιωτική. Τέλος, ως ανεξάρτητη μεταβλητή χρησιμοποιείται και η αλλαγή στην χρηματοοικονομική μόχλευση αφού σύμφωνα με τον Lins (2003) η κεφαλαιακή διάθρωση φαίνεται να ασκεί σημαντική επίδραση στην οικονομική απόδοση εταιριών στις αναδυόμενες χώρες.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα μαρτυρούν θετικές και στατιστικά σημαντικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος 1,11% και 1,08% για event windows (-1,+1) και (-2,+2) αντίστοιχα. Οι αποδόσεις αυτές είναι μεγαλύτερες σε ένα υποσύνολο συναλλαγών οι οποίες πραγματοποιούνται με μετρητά και κυμαίνονται από 2,25% έως 2,37% ενώ οι ανταλλαγές μετοχών γεννούν αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις. Επίσης, οι κρατικές αγοράστριες εταιρίες σημειώνουν θετικές αποδόσεις 1,42% έως 2,05% σε όλα τα διαστήματα παρατηρήσεων ενώ οι ιδιωτικές στατιστικά σημαντικές μόνο για event window (-1,0). Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες οι αποδόσεις των μετόχων σε διασυνοριακές Σ&Ε είναι αρνητικές αλλά θετικές για τις εγχώριες. Η δημιουργία συνεργειών αποδίδει θετικές αποδόσεις στους acquirers σε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο 1,31% για περίοδο 3 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης και για μη συσχετισμένες θετικές αλλά στατιστικά σημαντικές μόνο για περίοδο 5 ημερών.

Τα αποτελέσματα επαληθεύονται και από την ανάλυση παλινδρόμησης πολλών μεταβλητών σύμφωνα με την οποία το καθεστώς ιδιοκτησίας, οι αλλαγές στην κεφαλαιακή διάθρωση, ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων και το status την εταιρίας στόχου (ιδιωτική ή θυγατρική) έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των bidders.

Οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις (BHARs) φανερώουν αύξηση του πλούτου των μετόχων των αγοραστριών εταιριών για τρία χρόνια μετά την εξαγορά. Ενδεικτικά, μετά από 24 και 36 μήνες σημειώνονται αποδόσεις 49,88% και 72,14%. Όταν η εξαγορά πραγματοποιείται με μετρητά παρατηρείται απόδοση 74,03% ενώ για τις εγχώριες Σ&Ε μέση απόδοση 46,43%. Τέλος, η λειτουργική απόδοση είναι θετική πριν και μετά την εξαγορά και η διαφορά τους δεν είναι στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα των δεικτών καταδεικνύουν μια ελαφριά πτώση στις αποδόσεις μετά την εξαγορά, για παράδειγμα η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) μεταβάλλεται από 5,68% σε 5,27% και ο δείκτης απόδοσης στοιχείων ενεργητικού από 3,99% σε 2,78%.

Οι **Nicholson and Salaber (2013)** στο άρθρο τους **“The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms”** μελετούν τους παράγοντες που ασκούν επίδραση στις αποδόσεις αγοραστριών εταιριών δύο αναπτυσσόμενων χωρών, Κίνας και Ινδίας, σε διασυνοριακές Σ&Ε. Παρατηρούνται διαφορετικά χαρακτηριστικά στις προσφορές εξαγορών μεταξύ των δύο χωρών και ελέγχονται τρεις υποθέσεις. Πρώτον, ότι οι μέτοχοι των κινεζικών αγοραστριών εταιριών σημειώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε εξαγορές στον βιομηχανικό τομέα ενώ των ινδικών στον τομέα των υπηρεσιών. Δεύτερον, ότι οι αποδόσεις για τους bidders και των δύο χωρών είναι μεγαλύτερες όταν εξαγοράζουν εταιρία από ανεπτυγμένη χώρα. Τέλος, ότι οι αποδόσεις των Ινδών αγοραστών είναι μεγαλύτερες από αυτές των Κινέζων σε εξαγορές εταιριών με μικρή απόκλιση στην κουλτούρα.

Ο έλεγχος των προαναφερθέντων υποθέσεων γίνεται σε δείγμα 266 εξαγορών, 63 από κινέζικες εταιρίες και 203 από ινδικές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από τον Ιανουάριο του 2000 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2010. Όλα τα deals που εμπεριέχονται στο εξεταζόμενο δείγμα αφορούν εισηγμένες εταιρίες στα χρηματιστήρια Shanghai, Shenzhen και Βομβάης, είναι ολοκληρωμένα και οι αγοράστριες εταιρίες μετά την εξαγορά κατέχουν ποσοστό τουλάχιστον 50% της εταιρίας-στόχου. Περαιτέρω οι εταιρίες, αγοραστής και στόχοι, κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται ανάλογα με τον Standard Industrial Classification (SIC) κωδικό. Οι κινέζικες εταιρίες εξαγοράζουν εταιρίες από γειτονικές χώρες (Hong Kong, Αυστραλία, Σιγκαπούρη) ενώ οι ινδικές κυρίως από ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι event study, κατά την οποία υπολογίζονται οι ημερήσιες μη κανονικές αποδόσεις για event window 5 ημερών (-3,+1). Το μοντέλο στο οποίο βασίζεται η εκτίμηση των αποδόσεων είναι αυτό του Δείκτη Αγοράς (modified market model). Επιπλέον, εξετάζονται και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και οι διαφορές που επιφέρουν στις αποδόσεις των εξαγοραστών ανάμεσα στην Κίνα και την Ινδία με ανάλυση παλινδρόμησης. Οι μεταβλητές οι οποίες παλινδρομούνται με τις έκτακτες αποδόσεις (CARs) είναι τα μετρητά ως μέθοδος πληρωμής, το σχετικό μέγεθος (αξία συναλλαγής προς χρηματιστηριακή αξία αγοραστή πριν την εξαγορά), ποσοστό εξαγοράς, η συσχέτιση του κλάδου, το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου, η εμπειρία των αγοραστριών εταιριών σε προηγούμενες εξαγορές εταιρίας του ίδιου κλάδου και αν είναι κρατική ή όχι εταιρία.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης επαληθεύουν τις υποθέσεις. Οι μέτοχοι των κινέζικων επιχειρήσεων σημειώνουν θετικές αποδόσεις στις διασυνοριακές Σ&Ε και έχουν ένα πλεονέκτημα σε εξαγορές επιχειρήσεων

στον βιομηχανικό τομέα λαμβάνοντας ένα premium 3,8%. Το εύρημα αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που έχει η Κίνα μέσω του φτηνού εργατικού δυναμικού στον κλάδο της βιομηχανίας. Οι ινδικές εξαγοράστριες επωφελούνται στον τομέα των υπηρεσιών πετυχαίνοντας απόδοση 2,5%. Οι θετικές αποδόσεις της Ινδίας ερμηνεύονται από την εκμετάλλευση του συγκριτικού πλεονεκτήματος της, μέσω της εισόδου της σε αναπτυσσόμενες αγορές, σε αυτό τον τομέα. Επίσης, οι διασυνοριακές επιχειρηματικές κινήσεις δημιουργούν αξία για τους bidders και των δύο χωρών, 5,4% για τις κινέζικες εταιρίες και 2,2% για τις ινδικές, η οποία αποδίδεται στην πρόσβαση σε νέες αγορές με υψηλότερης ποιότητας πόρων. Τέλος, σε αντίθεση με τις κινέζικες εταιρίες οι ινδικές επωφελούνται από τις εξαγορές σε κοντινές πολιτιστικά αγορές, στις οποίες πετυχαίνουν την άμεση ενσωμάτωση τους.

Οι **Du and Boateng (2015)** στο άρθρο τους “**State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms**” διερευνούν την θεσμική επιρροή και τη συμμετοχή του κράτους, μέσω των δημοσίων επιχειρήσεων (SOEs), στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους κινέζικων εταιριών που συνάπτουν διασυνοριακές Σ&Ε. Ακολουθώντας τα αποτελέσματα προηγούμενων εμπειρικών μελετών οι ερευνητές κάνουν αρχικά κάποιες υποθέσεις που έχουν να κάνουν με την απόδοση που επιτυγχάνουν οι αγοραστές και τους παράγοντες που επιδρούν σε αυτή. Συγκεκριμένα, υποθέτουν ότι οι αγοράστριες κρατικές εταιρίες λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις από τις ιδιωτικές, θετικές όταν εξαγοράζουν εταιρίες σε χώρες με ανεπτυγμένο θεσμικό περιβάλλον και με τις οποίες δεν έχουν μεγάλες πολιτισμικές διαφορές.

Η υπόθεση για τις υψηλότερες αποδόσεις που σημειώνουν οι εταιρίες που βασικός τους μέτοχος είναι το κράτος ερμηνεύεται από τους μειωμένους φορολογικούς συντελεστές και τα χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού που λαμβάνουν αυτές οι εταιρίες προκειμένου να επεκταθούν μέσω των διασυνοριακών Σ&Ε. Η υπόθεση για την αρνητική σχέση των αποδόσεων των αγοραστών και πολιτισμικών διαφορών ερμηνεύεται από δύο παράγοντες. Πρώτον, από τα υψηλότερα πριμ που επιζητούν οι εταιρίες-στόχοι για να δεχτούν να συγχωνευθούν με εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις από την δική τους κουλτούρα τα οποία οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις για τους αγοραστές. Δεύτερον, από την δυσκολία αφομοίωσης και τη μη επίτευξη συνεργειών ανάμεσα σε εταιρίες χωρών με μεγάλες πολιτισμικές διαφορές.

Το αρχικό δείγμα τους αποτελείται από 1063 διασυνοριακές Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Κίνας για το χρονικό διάστημα Ιανουάριο 1998 έως τον Δεκέμβριο του 2011. Η κύρια πηγή άντλησης των δεδομένων ήταν η βάση δεδομένων Chinese Stock

Market Research αλλά πραγματοποιήθηκε και διασταύρωση με άλλες βάσεις όπως Thomson SDC Platinum M&A database, Datastream και China M&A Yearbook. Επιπλέον, εισάγοντας κάποιους περιορισμούς που καθιστούν το δείγμα πιο αξιόπιστο οι αριθμός των deals που τελικά εξετάστηκε ήταν 468. Οι περιορισμοί που εφαρμόστηκαν ήταν ο αποκλεισμός των εταιριών που ανήκαν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, που είχαν συνάψει παραπάνω από μια εξαγορές και που δεν είχαν διαθέσιμα στοιχεία για τις τιμές των μετοχών. Τέλος, θα έπρεπε το ποσοστό της εταιρίας-στόχου που εξαγοράστηκε να είναι μεγαλύτερο από 10%.

Η μεθοδολογία που ακολούθησαν ήταν event study σύμφωνα με την οποία υπολόγισαν τις μη κανονικές αποδόσεις για διαφορετικά event windows (-1,1;-1,3;-2,2;-5,5;-10,10). Οι αποδόσεις εκτιμήθηκαν με το υπόδειγμα της αγοράς για περίοδο  $t=-240$  έως  $t=-21$ , όπου  $t=0$  η ημέρα ανακοίνωσης. Κατόπιν, με ανάλυση παλινδρόμησης εξετάστηκε η επίδραση διάφορων παραγόντων στην αποδόσεις των αγοραστριών κινέζικων εταιριών. Οι παράγοντες που ελέγχθηκαν ήταν η θεσμική απόκλιση bidder και target, οι μεταρρυθμίσεις που αφορούσαν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, η προηγούμενη εμπειρία των αγοραστών σε διασυνοριακές Σ&Ε, τα ρευστά διαθέσιμα, το μέγεθος των αγοραστριών εταιριών και της συμφωνίας, ο συσχετισμός των δραστηριοτήτων, η γεωγραφική περιοχή δραστηριοποίησης, η μέθοδος πληρωμής, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, ο δείκτης απόδοσης στοιχείων ενεργητικού (ROA) των αγοραστών καθώς και τα Tobin's Q. Η μεταβλητή Tobin's Q ορίστηκε ως το άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας των ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας του χρέους πάνω στο άθροισμα της λογιστικής αξίας ιδίων και ξένων κεφαλαίων πριν την προσφορά εξαγοράς.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι μέτοχοι των κινέζικων εταιριών σημειώνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις σε διασυνοριακές Σ&Ε που κυμαίνονται από κατά μέσο όρο από 0,4771% μέχρι 1,5210% για περίοδο παρατηρήσεως δέκα ημερών. Η διαστρωματική ανάλυση μαρτυρά ότι η δημιουργία αξίας για τις αγοράστριες εταιρίες είναι απόρροια του ανεπτυγμένου θεσμικού περιβάλλοντος που διέπει τις χώρες των εταιριών που εξαγοράζουν, των μεταρρυθμίσεων στο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών και της κρατικής ιδιοκτησίας. Το εύρημα των θετικών αποδόσεων των κρατικών εταιριών ερμηνεύεται από την διαμόρφωση των διεθνών στρατηγικών επέκτασης και την ενθάρρυνση των επενδύσεων σε τομείς που θεωρούνται στρατηγικής σημασίας από το κυβέρνηση. Τέλος, από τους υπόλοιπους παράγοντες που εξετάστηκαν αυτοί που αποδείχθηκαν ότι ασκούν στατιστικά σημαντική επίδραση στην αξία της επιχείρησης είναι οι εξαγορές στον βιομηχανικό τομέα, το σχετικό μέγεθος της αγοράστριας εταιρίας, οι συμφωνίες με μετρητά, ο δείκτης ROA και οι εξαγορές εταιριών σε χώρες της βορείου Αμερικής.



Οι **Zhou et al. (2015)** στο άρθρο τους “**Does state ownership drive M&A performance? Evidence from China**” εξέτασαν τον ρόλο των πολιτικών διασυνδέσεων και της κρατικής παρέμβασης στις αποδόσεις κινεζικών αγοραστριών εταιρειών σε Σ&Ε για το διάστημα 1994-2008. Για τον σκοπό αυτό χώρισαν το δείγμα των εταιριών σε κρατικές (SOE, state-owned enterprise) και ιδιωτικές (POE, privately owned enterprise). Επιπλέον, το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα χωρίστηκε σε δύο υποπεριόδους hot και cold political periods. Η πρώτη περίοδος περιλαμβάνει πολιτικά γεγονότα όπως ανακοινώσεις κανονισμών σε Σ&Ε και δύο ετήσιες συναντήσεις κρατικών οργάνων και διευθυντικών στελεχών κορυφαίων κρατικών εταιριών. Σύμφωνα με τον **Guo (2010)** τα δύο αυτά πολιτικά γεγονότα ασκούν σημαντική επίδραση στις αγορές κεφαλαίου και γενικά στην οικονομία της χώρας αφού κατά την διάρκεια τους γίνονται ανακοινώσεις για την δημοσιονομική πολιτική της χώρας. Οι συγγραφείς εξετάζουν δυο βασικές υποθέσεις. Πρώτον, ότι οι αποδόσεις των κρατικών αγοραστριών εταιριών είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των ιδιωτικών και ότι η διαφορά τους αυξάνεται σε περιόδους πολιτικών γεγονότων όπως ορίστηκαν παραπάνω.

Το δείγμα το οποίο εξέτασαν περιελάμβανε 825 συγχωνεύσεις από κινέζικες εισηγμένες, στα χρηματιστήρια Shanghai και Shenzhen, εταιρίες από με την βάση δεδομένων Thomson One Banker (SDC). Οι 185 συγχωνεύσεις πραγματοποιήθηκαν από κρατικές επιχειρήσεις και 640 από ιδιωτικές. Όσον αφορά την μέθοδο πληρωμής του τιμήματος φαίνεται να κυριαρχεί η ανταλλαγή μετοχών σε 572 συμφωνίες έναντι των μετρητών και τον συνδυασμό των δύο μεθόδων. Για την εξαγωγή των συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκαν τόσο η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων όσο και λογιστικά μεγέθη. Συγκεκριμένα, υπολογίστηκαν οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις (CARs), σύμφωνα με την μεθοδολογία των Brown and Warner (1985), για περίοδο παρατηρήσεως 5 ημερών (-2,+2) και χρησιμοποιήθηκε το προσαρμοσμένο υπόδειγμα της αγοράς. Για την εκτίμηση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων χρησιμοποιούνται, σύμφωνα με Lyon et al.(1999), οι μη κανονικές αποδόσεις της διαφοράς των αποδόσεων αρχής και τέλους (BHAR) για περίοδο δύο ετών. Για να ελεγχθεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων γίνονται έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας των παραμέτρων παλινδρομήσεων που έχουν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις άνω αποδόσεις και ως ανεξάρτητες μεταβλητές το μέγεθος της αγοράστριας εταιρίας, αλλά και ψευδομεταβλητές για να εκτιμηθεί η επίδραση της ιδιοκτησίας, ο τρόπος πληρωμής και ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων. Επίσης, υπολογίζονται ο δείκτης λειτουργικής απόδοσης (OCFR), ο οποίος διαχωρίζεται σε περιθώριο κέρδους επί των πωλήσεων και κυκλοφοριακή ταχύτητα στοιχείων ενεργητικού, οι κεφαλαιακές επενδύσεις, ο δείκτης δανεισμού και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας.

Τα αποτελέσματα της μελέτης καταδεικνύουν ότι το καθεστώς ιδιοκτησίας και οι πολιτικές διασυνδέσεις φαίνεται να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις Σ&Ε στην Κίνα. Οι μέτοχοι των αγοραστριών ιδιωτικών εταιριών λαμβάνουν υψηλότερες και στατιστικά σημαντικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις 2,49% όταν στόχος τους αποτελεί κρατική παρά ιδιωτική επιχείρηση. Επιπλέον, σε περιόδους σημαντικών πολιτικών γεγονότων και έντονης πολιτικής παρέμβασης (*hot political periods*) οι προσφορές συγχωνεύσεων εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν σχετίζονται με κρατικές εταιρίες. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα οι Σ&Ε δημιουργούν αξία για τους μετόχους αγοραστριών εταιριών (23,36%) στην Κίνα σε αντίθεση με τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, η οποία αυξάνεται (44,75%) με την ένταση της πολιτικής παρέμβασης και φτάνει στο ποσοστό του 68,05% όταν και τα δύο μέρη της συγχώνευσης είναι κρατικές εταιρίες. Τέλος, οι υψηλότερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις των SOE αποδίδονται στην χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους, στα υψηλότερα περιθώρια παραγωγικότητας, χαμηλότερους δείκτες δανεισμού, υψηλότερους δείκτες άμεσης ρευστότητας και μεγαλύτερες κεφαλαιακές επενδύσεις συγκριτικά με το μέσο όρο του κλάδου.

Οι **Li and Wang (2016)** στο άρθρο τους “**Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms**” μελετούν σε ποιο βαθμό οι αγοράστριες εταιρίες από την Κίνα μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους σε διασυνοριακές Σ&Ε. Επιπλέον, εξετάζουν εάν η πολιτιστική διαφορά μεταξύ των χωρών προέλευσης του αγοραστή και του στόχου επηρεάζει οποιαδήποτε τέτοια δημιουργία αξίας και κατά πόσο η απορροφητική ικανότητα της εξαγοράζουσας εταιρίας μπορεί να επηρεάσει τη σχέση μεταξύ πολιτιστικής διαφοράς και της απόδοσης της.

Το αρχικό δείγμα, που συλλέγουν από την βάση δεδομένων SDC Platinum Database of Thomson Financial, αποτελείται από 607 περιπτώσεις διασυνοριακών Σ&Ε για το διάστημα 2000 έως 2011. Φιλτράροντας τις παρατηρήσεις με κριτήρια η αγοράστρια εταιρία να είναι εισηγμένη, η συμφωνία να έχει ολοκληρωθεί και εξαιρώντας αυτές για τις οποίες δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία το τελικό δείγμα που εξετάζεται είναι 367. Η μεθοδολογία που εφαρμόζεται είναι ο υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων. Οι προβλεπόμενες αποδόσεις υπολογίζονται σύμφωνα με το υπόδειγμα της αγοράς για περίοδο -252 έως -23 ημέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης.

Η ανάλυση των αποδόσεων των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης διασυνοριακών Σ&Ε που αφορούν εισηγμένες κινεζικές επιχειρήσεις ως αγοραστές δείχνουν ότι, κατά μέσο όρο, οι τιμές των μετοχών τους αυξάνονται κατά 2-4%. Οι πολιτιστικές διαφορές είναι σίγουρα ένα σημαντικό εμπόδιο το οποίο επιδρά αρνητικά σε αυτές τις αποδόσεις

αλλά η αρνητική αυτή επίδραση μπορεί να μετριαστεί από κάποιους παράγοντες. Συγκεκριμένα, αποδεικνύεται ότι το μέγεθος της επιχείρησης, ως πληρεξούσιο για περισσότερους πόρους και μεγαλύτερη απορροφητική ικανότητα, συσχετίστηκε με λιγότερες αρνητικές επιπτώσεις των πολιτισμικών διαφορών. Επίσης, οι αγοραστές που είχαν συνάψει κατά το παρελθόν κάποια διασυνοριακή εξαγορά και οι εξαγορές μεταξύ εταιριών του ίδιου κλάδου επηρεάστηκαν λιγότερο από την πολιτισμική απόσταση. Τέλος, εξετάστηκε και η συμμετοχή επαγγελματιών συμβούλων αλλά αποδείχθηκε ότι δεν οδηγεί σε σημαντική άμβλυνση της αρνητικής σχέσης μεταξύ των πολιτισμικών διαφορών και της δημιουργίας αξίας σε διασυνοριακές Σ&Ε σύμφωνα με το δείγμα που μελετήθηκε.

Οι **Tao et al. (2017)** στο άρθρο τους “**Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms**” εξετάζουν την αντίδραση των αγορών στις ανακοινώσεις διασυνοριακών Σ&Ε από κινέζικες εταιρίες και κατά πόσο οι αποδόσεις των αγοραστών επηρεάζονται από το χρηματιστήριο στο οποίο διαπραγματεύονται, το καθεστώς ιδιοκτησίας τους αλλά και το πολιτικό ρίσκο των χωρών των εταιριών στόχων. Υιοθετώντας την θεωρία της σηματοδότησης (Spence, 1973) οι συγγραφείς κάνουν τρεις υποθέσεις. Πρώτον, ότι η αγορά αντιδρά θετικά σε προσφορές εξαγορών κινέζικων εταιριών και ότι η αντίδραση αυτή είναι πιο ισχυρή για εταιρίες που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια της ηπειρωτικής χώρας, Shanghai και Shenzhen, παρά σε αυτό του Hong Kong. Η υπόθεση αυτή διατυπώνεται με βάση την φύση των επενδυτών που διαπραγματεύονται στα τρία χρηματιστήρια. Σε αντίθεση με το αναπτυσσόμενο χρηματιστήριο του Hong Kong οι επενδυτές οι οποίοι διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια της ηπειρωτικής χώρας είναι λιγότερο έμπειροι (noise traders) και τείνουν να αντιδρούν πιο θετικά σε ανακοινώσεις διασυνοριακών Σ&Ε. Δεύτερον, οι αποδόσεις των acquirers είναι μεγαλύτερες στις εξαγορές εταιριών οι οποίες δραστηριοποιούνται σε χώρες με πολιτική σταθερότητα και υψηλής ποιότητας διακυβέρνηση. Τρίτον, ότι οι μέτοχοι των ιδιωτικών εταιριών λαμβάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τους μετόχους κρατικών.

Για τον έλεγχο των προαναφερθέντων υποθέσεων συλλέγουν ένα δείγμα 165 ολοκληρωμένων διασυνοριακών Σ&Ε για το διάστημα 2000-2012. Η έναρξη συλλογής των δεδομένων του δείγματος είναι απόρροια της αύξησης του αριθμού των ανακοινώσεων Σ&Ε από το 2000, μετά την εφαρμογή της πολιτικής της Κίνας ‘Go Global’ το 1999 και την είσοδο της Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου το 2001. Το 49,09% των εταιριών στόχων του δείγματος δραστηριοποιείται σε ασιατικές χώρες ενώ ακολουθούν εταιρίες από την βόρειο Αμερική με ποσοστό 23,03% και την Ευρώπη με 20,61%. Περίπου οι μισές αγοράστριες εταιρίες (58,18%) είναι ιδιωτικές και η

πλειοψηφία τους κατατάσσεται στον κατασκευαστικό και χρηματοοικονομικό τομέα.

Για τον υπολογισμό των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων των bidders χρησιμοποιείται η μεθοδολογία event study κατά την οποία υπολογίζονται οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για event window (-1,+1), (-2,+2) και (-5,+5). Οι εκτιμώμενες αποδόσεις που αφαιρούνται από τις πραγματικές για να προκύψουν οι έκτακτες υπολογίζονται με βάση το υπόδειγμα της αγοράς. Για την μέτρηση του πολιτικού ρίσκου των χωρών των targets οι συγγραφείς χρησιμοποιούν τον δείκτη World Governance Indicators (WGI). Ο WGI αποτελείται από έξι συστατικά (φωνή και λογοδοσία, πολιτική σταθερότητα και έλλειψη βίας, αποτελεσματικότητα διακυβέρνησης, ποιότητα κανονισμών, κανόνες δικαίου, έλεγχος της διαφθοράς) 215 χωρών για τα έτη 1996-2012.

Τα αποτελέσματα της μελέτης επαληθεύουν και τις τρεις υποθέσεις. Συγκεκριμένα, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών σημειώνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 1,22% για περίοδο παρατήρησης 3 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Επίσης, οι αποδόσεις των εταιριών που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια της ηπειρωτικής Κίνας είναι μεγαλύτερες, κυμαίνονται από 0,79% έως 1,53%, από αυτές των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Hong Kong οι οποίες κυμαίνονται από -0,10% έως 1,16%. Το εύρημα αυτό καταδεικνύει ότι τα δύο χρηματιστήρια, Shanghai και Shenzhen, είναι λιγότερο αναπτυγμένα από αυτό του Hong Kong και τείνουν να υπεραντιδρούν στις ανακοινώσεις διασυννοριακών Σ&Ε. Επιπλέον, οι προσφορές εξαγορών αποδεικνύεται ότι δημιουργούν αξία για τους μετόχους των κινέζικων εταιριών που εξαγοράζουν εταιρίες σε χώρες με πολιτική σταθερότητα. Η αξία αυτή προκύπτει από το όφελος που αποκομίζουν οι bidders αναπτυσσόμενων χωρών, όπως η Κίνα, όταν εισέρχονται σε χώρες με σταθερό επενδυτικό περιβάλλον, τεχνολογική και γνώση της αγοράς. Τέλος, με βάση το δείγμα οι αποδόσεις των ιδιωτικών εταιριών είναι θετικές 1,31%, 1,28%, 1,88% για event window (-1,0), (0,+1) και (-1,+1) αντίστοιχα σε αντίθεση με αυτές των κρατικών (SOE) που είναι στατιστικά μη σημαντικές. Πιθανή αιτία των χαμηλότερων αποδόσεων των SOE αποτελεί η αντίληψη των επενδυτών ότι οι προσφορές που σχετίζονται με εταιρίες που βασικός μέτοχος είναι το κράτος υποκινούνται από πολιτικά κίνητρα.

## 2.5 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των διασυνοριακών Σ&Ε στην Κίνα

Σύμφωνα με τα άρθρα που αναφέρθηκαν στην ενότητα 2.4 φαίνεται πως η αγορά των Σ&Ε της Κίνας παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς προκύπτουν νέοι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες είναι το καθεστώς ιδιοκτησίας της αγοράστριας εταιρίας (δημόσια ή ιδιωτική) αλλά και οι διαφορές ανάμεσα στις κουλτούρες χωρών. Παρακάτω αναλύονται οι σημαντικότεροι παράγοντες που επιδρούν είτε αρνητικά είτε θετικά στις αποδόσεις των επιχειρήσεων σε προσφορές διασυνοριακών εξαγορών.

### 1. Το καθεστώς ιδιοκτησίας της αγοράστριας εταιρίας

Τα αποτελέσματα των ερευνών που μελετούν την επίδραση του καθεστώτος ιδιοκτησίας στις αποδόσεις των acquirers σε προσφορές διασυνοριακών Σ&Ε διαφέρουν, καθώς κάποιες μελέτες αποδεικνύουν ότι οι κρατικές εταιρίες σημειώνουν θετικές αποδόσεις ενώ άλλες αναφέρουν αρνητικές. Οι Du and Boateng (2015) αποδεικνύουν ότι οι μέτοχοι κινεζικών κρατικών αγοραστριών εταιριών λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις οι οποίες είναι υψηλότερες από αυτές των μετόχων ιδιωτικών εταιριών. Οι θετικές αποδόσεις των κρατικών εταιριών αποδίδονται στην διαμόρφωση διεθνών στρατηγικών επέκτασης και την ενθάρρυνση των επενδύσεων σε τομείς που θεωρούνται στρατηγικής σημασίας από το κυβέρνηση. Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγουν και οι Zhou et al. (2015) οι οποίοι αναφέρουν ότι το καθεστώς ιδιοκτησίας και οι πολιτικές διασυνδέσεις φαίνεται να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις Σ&Ε στην Κίνα. Οι υψηλότερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις των κρατικών εταιριών ερμηνεύονται από την χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους που λαμβάνουν οι κρατικές επιχειρήσεις συγκριτικά με τις ιδιωτικές. Αντίθετα, οι Chen et al. (2010) αναφέρουν αρνητικές αποδόσεις για τις κρατικές εταιρίες που αποδίδουν στην απόκλιση συμφερόντων της πλειοψηφίας των μετόχων, που είναι το κράτος, με την μειοψηφία των μετόχων. Η αρνητική αντίληψη των επενδυτών ερμηνεύεται από τον καιροσκοπισμό της διοίκησης, τα πολιτικά κίνητρα που μπορεί να οδηγούν τις κρατικές εταιρίες να συνάπτουν Σ&Ε και την πεποίθηση ότι δεν υπάρχουν οι συνθήκες αυτές του ανταγωνισμού που θα οδηγήσουν στην σύναψη επικερδών συμφωνιών. Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Tao et al. (2017) σύμφωνα με τους οποίους οι αγοράστριες εταιρίες που μεγαλύτερος τους μέτοχος είναι το κράτος δεν σημειώνουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις σε αντίθεση με τις ιδιωτικές εταιρίες που πετυχαίνουν αποδόσεις 1.31% έως και 1.88% για event window (-1,0) και (-1,+1) αντίστοιχα. Η διαφορά αυτή στις αποδόσεις μπορεί να ερμηνευθεί από

την αντίληψη των επενδυτών ότι οι προσφορές εξαγορών από κρατικές εταιρίες μπορεί να έχουν πολιτικά κίνητρα.

## **2. Πολιτική σταθερότητα χώρας εταιρίας-στόχου**

Οι Tao et al. (2017) αποδεικνύουν ότι οι μέτοχοι αγοραστριών εταιριών από την Κίνα λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις όταν εξαγοράζουν εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε χώρες με σταθερό πολιτικό περιβάλλον. Η θετική αυτή αντίδραση της αγοράς προκύπτει από το όφελος που αποκομίζουν οι bidders αναπτυσσόμενων χωρών, όπως η Κίνα, όταν εισέρχονται σε χώρες με σταθερό επενδυτικό περιβάλλον, τεχνολογική και γνώση της αγοράς. Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγουν και οι Nicholson and Salaber (2013) οι οποίοι μελετούν τους παράγοντες που ασκούν επίδραση στις αποδόσεις αγοραστριών εταιριών από την Κίνα σε διασυννοριακές Σ&Ε. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις για τους bidders είναι μεγαλύτερες όταν εξαγοράζουν εταιρία από ανεπτυγμένη χώρα με σταθερό πολιτικό περιβάλλον.

## **2. Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος**

Η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της συγχώνευσης ή εξαγοράς σε μια χώρα όπως η Κίνα στην οποία τα μετρητά αποτελούν τον κύριο τρόπο πληρωμής φαίνεται να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις αποδόσεις που αποκομίζουν οι acquirers. Οι Bhabra and Huang (2013) αναφέρουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών σε προσφορές εξαγορών που πραγματοποιούνται με μετρητά είναι θετικές και κυμαίνονται από 2,25% έως 2,37% ενώ οι ανταλλαγές μετοχών γεννούν αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις. Η διαφορά των αποδόσεων αποδίδεται στην πιθανή σηματοδότηση υπερτίμησης των μετοχών της αγοράστριας εταιρίας. Επίσης, οι Du and Boateng (2015) αναφέρουν πως υπάρχει θετική σχέση στις αποδόσεις (CAARs) των μετόχων και των χρηματοδοτούμενων με μετρητά Σ&Ε.

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους είναι σημαντικό να μελετήσουμε την αγορά των Σ&Ε στην Κίνα. Πρώτον, η Κίνα έχει αρχίσει να αναγνωρίζεται ως ένας αναδυόμενος γίγαντας με τις κινεζικές επιχειρήσεις να ασκούν σημαντική επίδραση στην παγκόσμια οικονομία. Δεύτερον, σε αντίθεση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες οι κρατικές επιχειρήσεις (SOEs) παραμένουν κυρίαρχοι μέτοχοι των εισηγμένων εταιριών της Κίνας. Η μοναδική αυτή δομή της ιδιοκτησίας συνέβαλε την αργή ανάπτυξη της αγοράς των Σ&Ε στη χώρα. Τα τελευταία χρόνια, ωστόσο, η κινεζική κυβέρνηση διευκόλυσε και ενθάρρυνε τόσο τις εγχώριες όσο και τις διασυννοριακές εξαγορές. Τρίτον, η χρηματιστηριακή αγορά της Κίνας έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Οι μετοχές οι

οποίες διαπραγματεύονται στα τρία χρηματιστήρια της χώρας ταξινομούνται σε τρεις κατηγορίες A-shares, B-shares και H-shares. Οι A-shares και B-shares εκδίδονται και διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια της Shanghai και του Shenzhen. Η διαπραγμάτευση των μετοχών A γίνεται σε κινεζικό νόμισμα και περιορίζεται στους εγχώριους επενδυτές, ενώ οι μετοχές B διαπραγματεύονται σε ξένα νομίσματα και διατίθενται μόνο σε αλλοδαπούς επενδυτές. Οι μετοχές H εκδίδονται και διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Hong Kong για όλους τους επενδυτές παγκοσμίως, εκτός από εκείνους που κατέχουν κινεζικό διαβατήριο. Τέλος, παρά την πρόσφατη αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών, η κινεζική αγορά Σ&Ε παραμένει σε μεγάλο βαθμό εγχώρια. Οι αγοραστές είναι κυρίως κρατικές επιχειρήσεις ενώ οι εταιρίες-στόχοι είναι ως επί το πλείστον ιδιωτικές επιχειρήσεις ή θυγατρικές. Το μερίδιο των ιδιωτικών εισηγμένων εταιριών είναι πολύ μικρό σε σύγκριση με αυτό των κρατικών επιχειρήσεων. Έτσι, ενώ η αγορά Σ&Ε αυξάνεται, η σύνθεσή της παραμένει μοναδικά διαφορετική από τις ανεπτυγμένες αγορές, στο βαθμό που το κράτος έχει συντριπτική παρουσία πλειοψηφία των αγοραστών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1:Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών διασυννοριακών Σ&Ε**

Ερευνητές	Περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Χώρα αγοραστριών εταιριών	Χώρα εταιριών-στόχων	Υπόδειγμα αναφοράς (benchmark model)	Αποτελέσματα
<b>Chari et al. (2004)</b>	1988-2002	2000Σ&Ε	ΗΠΑ, Καναδάς, χώρες Ευρώπης	Ασιατικές και χώρες της Λατινικής Αμερικής	Market Model	Οι αποδόσεις των αγοραστών για το σύνολο του δείγματος είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές και κυμαίνονται από 1,65% έως και 3,05%.
<b>Boateng et al. (2008)</b>	2000-2004	27 Σ&Ε	Κίνα	ΗΠΑ,Καναδάς,Γερμανία,Γαλλία,Ιταλία, Κορέα,Ιαπωνία,Αυστραλία, Χονγκ Κόνγκ	Market Model	Οι διασυννοριακές Σ&Ε αποφέρουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 1,32% για event window (0,+1) στους μετόχους κινεζικών αγοραστριών εταιριών. Βασικό κίνητρο για την πραγματοποίησή τους είναι η είσοδος σε ανεπτυγμένες αγορές.
<b>Francis et al. (2008)</b>	1990-2003	1491Σ&Ε	ΗΠΑ	Χώρες από όλο τον κόσμο ανάμεσα τους και η Κίνα.	Market Model	Οι αγοραστές από τις ΗΠΑ λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις σε προσφορές διασυννοριακών Σ&Ε 0,96% σε event window (-3,+3).
<b>Aybar and Ficici (2009)</b>	1991-2004	433 Σ&Ε	Ασιατικές χώρες	Χώρες Αμερικής, Ευρώπης, Αφρικής και Ασίας	Market Model	Οι αγορές αντιδρούν αρνητικά στις ανακοινώσεις διασυννοριακών Σ&Ε πολυεθνικών εταιριών από αναπτυσσόμενες χώρες (-1,38%). Το μέγεθος του target, η εξαγορά ιδιωτικών και μη συσχετισμένων εταιριών συνδέονται θετικά με τις αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.



Ερευνητές	Περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Χώρα αγοραστριών εταιριών	Χώρα εταιριών-στόχων	Υπόδειγμα αναφοράς (benchmark model)	Αποτελέσματα
<b>Changqi and Ningling (2010)</b>	2000-2006	165 Σ&Ε	Κίνα	----	----	Η πριν την εξαγορά απόδοση και το ποσοστό της κρατικής ιδιοκτησίας συνδέονται θετικά με την απόδοση που λαμβάνουν οι μέτοχοι των κινεζικών αγοραστριών εταιριών.
<b>Chen et al. (2010)</b>	2000-2008	39 Σ&Ε	Κίνα	----	Market Model	Οι μέτοχοι κινεζικών δημόσιων εταιριών σημειώνουν αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις -0,28% σε διασυννοριακές Σ&Ε, οι οποίες ερμηνεύονται σε μεγάλο βαθμό από την αυξημένη κρατική ιδιοκτησία.
<b>Bhagat et al. (2011)</b>	1991-2008	698 Σ&Ε	Βραζιλία, Κίνα, Ινδία, Μαλαισία, Μεξικό, Φιλιππίνες, Ρωσία, Νότιος Αφρική	----	Market Model	Οι μέτοχοι αγοραστριών εταιριών αναπτυσσόμενων χωρών πετυχαίνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις σε διασυννοριακές Σ&Ε, κατά μέσο όρο 1,09%. Οι θετικές αποδόσεις των bidders αποδίδονται στην ανώτερη εταιρική διακυβέρνηση των ανεπτυγμένων χωρών των εταιριών target.

Ερευνητές	Περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Χώρα αγοραστριών εταιριών	Χώρα εταιριών-στόχων	Υπόδειγμα αναφοράς (benchmark model)	Αποτελέσματα
Chi et al. (2011)	1998-2003	1148 Σ&Ε	Κίνα	----	Market Model CAPM	Οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών, στα 2 χρηματιστήρια της Κίνας, σημειώνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις 6 μήνες πριν και κατά την ανακοίνωση της Σ&Ε, ενώ μη σημαντική απόδοση 6 μήνες μετά.
Ruiz and Requejo (2011)	2002-2006	469Σ&Ε	Ευρωπαϊκές ανεπτυγμένες χώρες	Αναπτυσσόμενες χώρες, συμπεριλαμβάνεται η Κίνα	Market Model	Οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών σημειώνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις σε event window (-1,+1) 0,99% για το σύνολο του δείγματος, 1,38% στις διασυνοριακές εξαγορές και 0,64% στις εγχώριες.
Bhabra and Huang (2013)	1997-2007	136 Σ&Ε	Κίνα	----	Market Model	Θετικές αποδόσεις 1,08% σε event widow (-2,+2) δημοσίων κινέζικων αγοραστριών εταιριών σε εξαγορές μη εισηγμένων targets οι οποίες πραγματοποιούνται με μετρητά, είναι εγχώριες και συσχετισμένες.

Ερευνητές	Περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Χώρα αγοραστριών εταιριών	Χώρα εταιριών-στόχων	Υπόδειγμα αναφοράς (benchmark model)	Αποτελέσματα
<b>Nicholson and Salaber (2013)</b>	2000-2010	266 Σ&Ε	Κίνα & Ινδία	ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Ιαπωνία κ.α.	Modified market model	Οι διασυννοριακές Σ&Ε δημιουργούν αξία για τους bidders αναπτυσσόμενων χωρών, 5,4% για τις κινέζικες εταιρίες και 2,2% για τις Ινδικές.
<b>Du and Boateng (2015)</b>	1998-2011	468 Σ&Ε	Κίνα	---	Market model	Οι κινέζικες εταιρίες σημειώνουν θετικές αποδόσεις 1,48% σε διασυννοριακές Σ&Ε για event window (-10,+10) οι οποίες ερμηνεύονται κατά κύριο λόγο από την κρατική ιδιοκτησία και το θεσμικό περιβάλλον.
<b>Zhou et al. (2015)</b>	1994-2008	825 Σ&Ε	Κίνα	---	Modified market model	Οι μέτοχοι των αγοραστριών ιδιωτικών εταιριών λαμβάνουν υψηλότερες και στατιστικά σημαντικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις 2,49% όταν στόχος τους αποτελεί κρατική παρά ιδιωτική επιχείρηση. Οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετόχων κρατικών εταιριών είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες ιδιωτικών σε κινεζικές Σ&Ε. Τα οφέλη από την κρατική παρέμβαση ξεπερνούν την αναποτελεσματικότητα της κρατικής ιδιοκτησίας.

Ερευνητές	Περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Χώρα αγοραστριών εταιριών	Χώρα εταιριών-στόχων	Υπόδειγμα αναφοράς (benchmark model)	Αποτελέσματα
Li and Wang (2016)	2000-2011	367 Σ&E	Κίνα	---	Market model	Οι διασυνοριακές Σ&E δημιουργούν αξία για τους μετόχους των κινεζικών αγοραστριών εταιριών, 2%-4%, η οποία όμως σχετίζεται αρνητικά με τις πολιτιστικές διαφορές που έχουν με τις χώρες των εταιριών στόχων. Η αρνητική αυτή επίδραση μπορεί να μετριαστεί από το μεγάλο μέγεθος του αγοραστή, την προγενέστερη εμπειρία και την συσχέτιση του κλάδου.
Tao et al. (2017)	2000-2012	165 Σ&E	Κίνα	ΗΠΑ, ευρωπαϊκές και ασιατικές χώρες	Market model	Οι acquirers από την Κίνα σημειώνουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 1,22% για event window (-1,+1) σε διασυνοριακές Σ&E. Οι αποδόσεις των εταιριών που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια της ηπειρωτικής Κίνας είναι μεγαλύτερες, κυμαίνονται από 0,79% έως 1,53%, από αυτές των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Hong Kong οι οποίες κυμαίνονται από -0,10% έως 1,16%.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>

### Δεδομένα και Μεθοδολογία

#### 3.1 Δεδομένα

Η συλλογή του δείγματος πραγματοποιήθηκε από την βάση δεδομένων Thomson Reuters EIKON και Bloomberg. Το δείγμα χωρίζεται σε δύο κατηγορίες: Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει εταιρίες από την Κίνα που εξαγοράζουν εταιρίες από τις ΗΠΑ, Καναδά, Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία και Σουηδία ενώ η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει εταιρίες από τις προαναφερόμενες χώρες που εξαγοράζουν εταιρίες από την Κίνα. Το αρχικό δείγμα περιελάμβανε 223 προσφορές εξαγορών αγοραστών από την Κίνα και 525 από τις δυτικές αγορές. Θέτοντας μια σειρά από περιορισμούς και κριτήρια καταλήξαμε σε τελικό δείγμα 44 ανακοινώσεων προσφορών Σ&Ε κινεζικών αγοραστριών επιχειρήσεων και 62 ανακοινώσεων αγοραστριών εταιριών από τις άνω 7 χώρες. Τα κριτήρια, τα οποία είναι παρόμοια με αυτά των Alexandridis et al. (2010), ήταν τα παρακάτω:

1. Η χρονική περίοδος συλλογής του δείγματος, με βάσει τις ημερομηνίες ανακοίνωσης, ορίστηκε από την 01.01.2003 έως και 31.12.2016.
2. Οι αγοράστριες εταιρίες έπρεπε να είναι δημόσια εισηγμένες ενώ οι εταιρίες-στόχοι δημόσιες, ιδιωτικές ή θυγατρικές.
3. Το ποσοστό συμμετοχής της αγοράστριας εταιρίας στην εταιρία στόχο έπρεπε να είναι μικρότερο του 10% πριν την συγχώνευση ή εξαγορά και μεγαλύτερο του 50% μετά την συμφωνία.
4. Συμπεριλήφθηκαν μόνο ολοκληρωμένες (completed) Σ&Ε.
5. Εξαιρέθηκαν από το δείγμα, τόσο των αγοραστριών όσο και των εταιριών-στόχων, εταιρίες που ανήκουν στον χρηματοοικονομικό τομέα.
6. Για αγοράστριες εταιρίες που πραγματοποίησαν περισσότερες από μια προσφορές Σ&Ε σε διάστημα ενός έτους συμπεριλήφθηκε στο δείγμα μόνο η τελευταία ανακοίνωση.
7. Για όλες τις εταιρίες έπρεπε να υπάρχουν διαθέσιμες τιμές μετοχών στην Datastream τουλάχιστον για 260 ημέρες πριν την ανακοίνωση της προσφοράς και για 20 ημέρες μετά.
8. Εξαιρέθηκαν από το τελικό δείγμα spin-offs, recapitalizations, self-tenders, exchange offers, repurchases, MBOs (Management Buy-Outs), LBOs (Leveraged Buy-Outs).

Τα δεδομένα των τιμών των μετοχών των εταιριών καθώς και των δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν για την εύρεση των αποδόσεων των αγοραστών συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream. Η επιλογή των δεικτών έγινε με βάση το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες οι εταιρίες ανά χώρα. Για τις κινεζικές επιχειρήσεις επιλέχθηκαν οι δείκτες SHENZHEN SE A SHARE, SHANGHAI SE A SHARE και HANG SENG, για τις εταιρίες από τις ΗΠΑ ο S&P 500 COMPOSITE, για αυτές από τον Καναδά ο S&P/TSX COMPOSITE INDEX, για του Ηνωμένου Βασιλείου ο FTSE ALL SHARE, για της Γερμανίας ο DAX 30 PERFORMANCE, για της Γαλλίας ο FRANCE CAC 40, για της Ιταλίας FTSE MIB INDEX και για της Σουηδίας ο OMX STOCKHOLM 30 (OMXS30).

Στον πίνακα 2 και 3 παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά του εξεταζόμενου δείγματος. Όσον αφορά στη διάθεση της προσφοράς όλες οι συμφωνίες ήταν φιλικές και στις δύο υποκατηγορίες. Οι περισσότερες ανακοινώσεις κινεζικών αγοραστριών εταιριών αφορούν εταιρίες από τις ΗΠΑ (52,27%) και σε μεγάλο ποσοστό 88,64% η μέθοδος πληρωμής είναι τα μετρητά. Η πλειοψηφία των εταιριών οι οποίες εξαγοράζουν κινεζικές επιχειρήσεις προέρχεται από τις ΗΠΑ (56,45%), ενώ όσο αφορά το καθεστώς ιδιοκτησίας των εταιριών-στόχων είναι ως επί το πλείστον ιδιωτικές εταιρίες (95,16%).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2:** Χαρακτηριστικά δείγματος Σ&Ε κινεζικών αγοραστριών εταιριών

Target country	Number of deals	Percentage	Method of payment	Number of deals	Percentage
Canada	4	9,09%	Cash and Stock Combination	2	4,55%
France	1	2,27%	Cash Only	39	88,64%
Germany	7	15,91%	Stock Only	3	6,82%
Italy	2	4,55%	<b>Total</b>	<b>44</b>	<b>100,00%</b>
Sweden	1	2,27%			
United Kingdom	6	13,64%	Target's public status	Number of deals	Percentage
United States of America	23	52,27%	Priv.	39	88,64%
<b>Total</b>	<b>44</b>	<b>100,00%</b>	Public	5	11,36%
			<b>Total</b>	<b>44</b>	<b>100,00%</b>
Acquirer industry	Number of deals	Percentage	Target industry	Number of deals	Percentage
Consumer Products and Services	2	4,55%	Consumer Products and Services	5	11,36%
Consumer Staples	5	11,36%	Consumer Staples	5	11,36%
Energy and Power	2	4,55%	Energy and Power	1	2,27%
Healthcare	5	11,36%	Healthcare	3	6,82%
High Technology	7	15,91%	High Technology	10	22,73%
Industrials	14	31,82%	Industrials	9	20,45%
Materials	7	15,91%	Materials	5	11,36%
Real Estate	1	2,27%	Media and Entertainment	1	2,27%
Telecommunications	1	2,27%	Real Estate	1	2,27%
<b>Total</b>	<b>44</b>	<b>100,00%</b>	Retail	2	4,55%
			Telecommunications	2	4,55%
			<b>Total</b>	<b>44</b>	<b>100,00%</b>

Πηγή: Thomson Reuters EIKON

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3:** Χαρακτηριστικά Σ&Ε κινεζικών εταιριών στόχων του δείγματος

Acquiror country	Number of deals	Percentage	Method of payment	Number of deals	Percentage
Canada	6	9,68%	Cash and Stock Combination	7	11,29%
France	4	6,45%	Cash Only	52	83,87%
Germany	2	3,23%	Stock Only	3	4,84%
Italy	2	3,23%	<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100,00%</b>
Sweden	4	6,45%			
United Kingdom	9	14,52%	Target's public status	Number of deals	Percentage
United States of America	35	56,45%	Priv.	59	95,16%
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100,00%</b>	Public	3	4,84%
			<b>Grand Total</b>	<b>62</b>	<b>100,00%</b>
Acquirer industry	Number of deals	Percentage	Target industry	Number of deals	Percentage
Consumer Products and Services	2	3,23%	Consumer Products and Services	4	6,45%
Consumer Staples	2	3,23%	Consumer Staples	2	3,23%
Energy and Power	1	1,61%	Energy and Power	2	3,23%
Healthcare	10	16,13%	Healthcare	10	16,13%
High Technology	17	27,42%	High Technology	15	24,19%
Industrials	11	17,74%	Industrials	10	16,13%
Materials	14	22,58%	Materials	15	24,19%
Media and Entertainment	2	3,23%	Media and Entertainment	1	1,61%
Retail	2	3,23%	Retail	2	3,23%
Telecommunications	1	1,61%	Telecommunications	1	1,61%
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100,00%</b>	<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100,00%</b>

Πηγή: Thomson Reuters EIKON



### 3.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα ερευνητική εργασία είναι αυτή της ανάλυσης των επιχειρηματικών συμβάντων, event study analysis, η οποία χρησιμοποιείται στις περισσότερες έρευνες που μελετούν την αποδοτικότητα των Σ&Ε. Με την μέθοδο αυτή εξετάζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns), οι οποίες ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά, λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οι μη κανονικές αποδόσεις δίνονται από τον τύπο :

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt}) \quad (2)$$

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

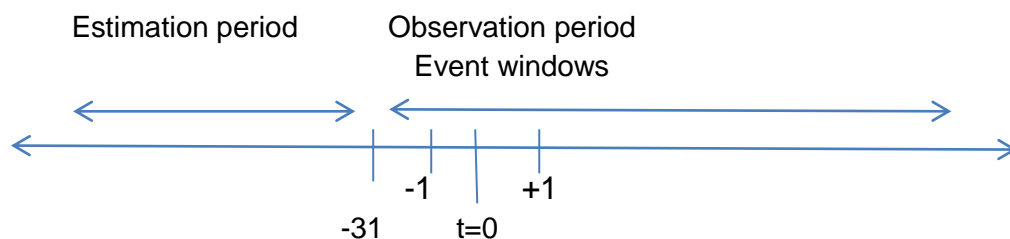
$t= 1,2,3,\dots,T$  (ημέρες ή μήνες)

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

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

Ο υπολογισμός των μη-κανονικών αποδόσεων προϋποθέτει να καθορίσουμε δύο περιόδους όπως φαίνεται στο παρακάτω σχήμα. Συγκεκριμένα, καθορίζεται η περίοδος υπολογισμού (estimation period) η οποία συνήθως αρχίζει ένα μήνα πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης (η οποία ορίζεται στο  $t=0$ ). Ορίζοντας το estimation period ένα μήνα πριν το  $t=0$  εξασφαλίζουμε την αντιμετώπιση του φαινομένου της προεξόφλησης του συμβάντος από την αγορά που μπορεί να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Επίσης, καθορίζεται η περίοδος παρατηρήσεως (observation period), η οποία διασπάται σε μικρότερες υποπεριόδους, τα event windows.

#### Event Study Timeline



Οι προβλεπόμενες ή κανονικές αποδόσεις  $E(R_{jt})$  μπορούν να υπολογιστούν με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το υπόδειγμα αγοράς (Market Model), το υπόδειγμα μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων (Mean Adjusted Return Model), το υπόδειγμα δείκτη αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model), το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM) και το τριγοπαραγοντικό υπόδειγμα (3-Factor model- Fama and French).

Παρακάτω αναλύουμε μερικά από τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται πιο συχνά στην βιβλιογραφία.

### **1. Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model)**

Το μοντέλο αυτό συσχετίζει την απόδοση των μετοχών του δείγματος που εξετάζουμε με την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς (benchmark portfolio) και συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της Αγοράς.

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt} \quad (3)$$

όπου:  $a_j$  = σταθερός όρος

$b_j$  = το beta της αγοράς ( systematic risk )

$R_{mt}$  = η απόδοση του benchmark δείκτη

$e_{jt}$  = όρος σφάλματος

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

$t = 1, 2, 3, \dots, T$  (ημέρες ή μήνες)

Οι όροι  $a$  και  $\beta$  υπολογίζονται στο estimation period με ανάλυση παλινδρόμησης σύμφωνα με την σχέση (3) και χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης κατά το observation period.

### **2. Υπόδειγμα μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης (Mean Adjusted Return Model)**

$$R_{jt} = \bar{R}_{jt} \quad (4)$$

όπου:  $\bar{R}_{jt}$  = η μέση απόδοση της μετοχής  $j$

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

$t = 1, 2, 3, \dots, T$  (ημέρες ή μήνες)

Στο υπόδειγμα αυτό η προβλεπόμενη απόδοση ισούται με τον αριθμητικό μέσο όρο της απόδοσης της μετοχής κατά το estimation period.

### **3. Υπόδειγμα Δείκτη Αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model)**

$$R_{jt} = R_{mt} \quad (5)$$

όπου:  $a = 0$ ,  $b = 1$

$R_{mt}$  = η απόδοση του δείκτη της αγοράς

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

$t = 1, 2, 3, \dots, T$  (ημέρες ή μήνες)

Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα η προβλεπόμενη απόδοση κάθε μετοχής είναι ίση με την απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά το observation period.

Το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε στην έρευνα μας για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων  $E(R_{jt})$  είναι το **υπόδειγμα Δείκτη Αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model)**. Το υπόδειγμα αυτό έχει επικρατήσει στην βιβλιογραφία που εφαρμόζει την μεθοδολογία των event studies και έχει χρησιμοποιηθεί μεταξύ άλλων από τους Fuller et al. (2002) και Faccio et al. (2006).

Οι δείκτες αγοράς επιλέχθηκαν ανάλογα με το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες οι εταιρίες του δείγματος μας ενώ ο υπολογισμός των αποδόσεων έγινε με την χρήση ημερήσιων τιμών. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήσαμε τους εξής δείκτες:

- Για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στα τρία χρηματιστήρια της Κίνας επιλέχθηκαν οι δείκτες SHENZHEN SE A SHARE, SHANGHAI SE A SHARE και HANG SENG.
- Για τις εταιρίες από τις ΗΠΑ ο S&P 500 COMPOSITE.
- Για τις εταιρίες από τον Καναδά ο S&P/TSX COMPOSITE INDEX.
- Για τις εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου ο FTSE ALL SHARE.
- Για τις εταιρίες της Γερμανίας ο DAX 30 PERFORMANCE.
- Για τις εταιρίες της Γαλλίας ο FRANCE CAC 40.
- Για τις εταιρίες της Ιταλίας FTSE MIB INDEX.
- Για τις εταιρίες της Σουηδίας ο OMX STOCKHOLM 30 (OMXS30).

Εν συνεχεία, υπολογίσαμε για κάθε εταιρία τις μη-κανονικές αποδόσεις ARs για 20 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης και 20 ημέρες μετά. Κατόπιν, για την εξαγωγή των κατάλληλων συμπερασμάτων υπολογίσαμε τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (Average Abnormal Return), για όλες τις εταιρίες ξεχωριστά για κάθε χώρα και τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Return) για event windows **(-20,+20)**, **(-5,+5)**, **(-2,+2)** και **(0)**. Ο υπολογισμός των προαναφερθέντων αποδόσεων έγινε σύμφωνα με τους παρακάτω τύπους:

- Μέση μη-κανονική απόδοση (Average Abnormal Return)

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N} \quad (6)$$

- Αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return)

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_t \quad (7)$$

Όπου  $j=1,2,\dots,N$  ο αριθμός επιχειρήσεων του δείγματος

$$t = -20, -19, \dots, 0, +1, \dots, +20$$

Τέλος, εξετάσαμε την στατιστική σημαντικότητα των μέσων και αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων (AARs και CAARs) ελέγχοντας τις παρακάτω υποθέσεις βάσει των αντίστοιχων t-statistics.

#### Στατιστικοί έλεγχοι

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

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

#### Στατιστικές ελέγχου t-statistics

$$tAAR = \frac{AARt}{S(AARt)} \quad (8)$$

όπου  $S(AARt)$  η τυπική απόκλιση (standard deviation) των μη-κανονικών αποδόσεων

$$S(AARt) = \sqrt{\sum_{t=-260}^{-31} \frac{[(AARt - \overline{AARt})]^2}{(t-1)}} \quad (9)$$

$$tCAAR = \frac{CAARt}{\sqrt{T} * S(AARt)} \quad (10)$$

όπου  $T$ = συνολικός αριθμός χρονικών σημείων περιόδου παρατηρήσεως

Εφαρμόζοντας δίπλευρο έλεγχο εξετάζουμε αν τα t-statistics που υπολογίσαμε είναι μεγαλύτερα από τις κριτικές τιμές σύμφωνα με το αντίστοιχο επίπεδο εμπιστοσύνης οπότε και απορρίπτουμε την  $H_0$ , γεγονός που υποδεικνύει στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>

### Αποτελέσματα

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας μας τα οποία προέκυψαν σύμφωνα με το δείγμα και την μεθοδολογία που αναφέρθηκε στο τρίτο κεφάλαιο. Συγκεκριμένα, παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) αγοραστριών εταιριών από την Κίνα που προέβησαν σε προσφορές διασυννοριακών Σ&Ε εταιριών αναπτυσσόμενων δυτικών αγορών των ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και ΕΕ και το αντίστροφο για το χρονικό διάστημα 01.01.2003 έως 31.12.2016. Εφαρμόζοντας την μεθοδολογία των επιχειρηματικών συμβάντων (event study analysis) και με τη χρήση του υποδείγματος του δείκτη αγοράς (market index model) υπολογίζουμε και παραθέτουμε τα αποτελέσματα μας για τέσσερα διαφορετικά event windows (-20,+20), (-5,+5), (-2,+2) και t=0, που αντιπροσωπεύει την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Στην ενότητα 4.1 αναφέρουμε τα αποτελέσματα για τα δυο διαφορετικά δείγματά μας (αγοραστών από την Κίνα και αγοραστών από τις δυτικές αγορές) συνολικά σε κάθε περίπτωση αλλά και ξεχωριστά ανά χώρα. Στην ενότητα 4.2 προχωράμε σε περαιτέρω ανάλυση και παρουσιάζουμε τις αποδόσεις των αγοραστών ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής του τιμήματος της συμφωνίας (μετρητά, μετοχές, συνδυασμό μετρητών και μετοχών) και ανάλογα με το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου (ιδιωτική ή εισηγμένη). Για να μπορέσουμε να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα μας, δεδομένου του μικρού και άνισου αριθμού των παρατηρήσεων σε κάποια από τα εξεταζόμενα υποσύνολα του δείγματος, διενεργούμε και έλεγχο διαφοράς μέσω των τιμών με άνισες διακυμάνσεις.

#### 4.1 Αποτελέσματα αποδόσεων αγοραστριών εταιριών

Οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις που σημειώνουν οι μέτοχοι αγοραστριών κινεζικών εταιριών σε τέσσερα διαφορετικά event windows παρουσιάζονται στον πίνακα 1. Παρατηρούμε πως οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) είναι θετικές σε όλα τα διάστημα παρατηρήσεως (-20,+20), (-5,+5), (-2,+2) και 0 αλλά στατιστικά μη σημαντικές. Έχουμε λοιπόν μια ένδειξη, σύμφωνα με το εξεταζόμενο δείγμα, ότι οι διασυννοριακές Σ&Ε δημιουργούν αξία για τους αγοραστές από την Κίνα αλλά δεν μπορούμε να εξάγουμε με ασφάλεια αυτό το συμπέρασμα καθώς τα αποτελέσματα μας δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Οι αποδόσεις που λαμβάνουν οι acquirers από την Κίνα κυμαίνονται από 0,59% κατά την ημέρα ανακοίνωσης έως και 3,37% σε event window (-20,+20).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1:** Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών από την Κίνα  
**Συνολικό δείγμα (N=44)**

<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>
(-20,+20)	3,37%	1,1386
(-5,+5)	2,25%	1,4687
(-2,+2)	1,38%	1,3318
(0)	0,59%	1,2703

Στον πίνακα 2 παρουσιάζουμε τις αποδόσεις (CAARs) που λαμβάνουν οι μέτοχοι των κινεζικών αγοραστριών ανάλογα με την χώρα στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρία-στόχος. Συγκεκριμένα, παραθέτουμε τις αποδόσεις των αγοραστών από την Κίνα σε προσφορές εξαγορών με εταιρίες στόχους από τις ΗΠΑ, τον Καναδά, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Γερμανία, την Ιταλία, την Γαλλία και την Σουηδία.

Παρατηρούμε ότι οι ανακοινώσεις Σ&Ε για εταιρίες στόχους από τις ΗΠΑ αποφέρουν μικρές θετικές αποδόσεις στους Κινέζους αγοραστές 0.86%, 0.25% και 1.96%, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές, για event window 0, (-5,+5) και (-20,+20) αντίστοιχα. Για διάστημα παρατηρήσεως πέντε ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, event window (-2,+2), οι αποδόσεις είναι αρνητικές -0.94% και στατιστικά μη σημαντικές. Η σύναψη Σ&Ε εταιριών από την Κίνα και τις ΗΠΑ δεν φαίνεται να δημιουργεί αλλά ούτε να καταστρέφει αξία στην κινεζική αγορά.

Αντίθετα, όταν η εταιρία-στόχος προέρχεται από τον Καναδά οι μέτοχοι των κινεζικών αγοραστριών εταιριών πετυχαίνουν υψηλές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 17.59% και 32.56% σε event windows (-5,+5) και (-20,+20) αντίστοιχα. Θετικές αποδόσεις 1,23% σημειώνουν και κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης και σε event window (-2,+2) αλλά στατιστικά μη σημαντικές. Οι υψηλές αυτές αποδόσεις μπορούν να ληφθούν ως ένδειξη δημιουργίας αξίας σε διασυνοριακές Σ&Ε εταιριών από την Κίνα με εταιρίες στόχους από τον Καναδά αλλά η ισχύς τους περιορίζεται από τον μικρό αριθμό του δείγματος παρατηρήσεων.

Όσον αφορά στις αποδόσεις των αγοραστών από την Κίνα σε προσφορές Σ&Ε προς εταιρίες αναπτυγμένων ευρωπαϊκών χωρών βρίσκουμε θετικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις για τα περισσότερα διαστήματα παρατηρήσεως όταν οι εταιρίες-στόχοι προέρχονται από το Ηνωμένο Βασίλειο, την Γαλλία και την Σουηδία και αρνητικές για την Ιταλία. Όταν όμως η εταιρία-στόχος προέρχεται από την Γερμανία βρίσκουμε θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις οι οποίες κυμαίνονται από 1.92% την ημέρα της ανακοίνωσης έως και 6.77% σε event window (-5,+5).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2:** Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών από την Κίνα ανάλογα με την χώρα της εταιρίας-στόχου

<b>1. Εταιρία -στόχος από τις ΗΠΑ (N=23)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	1,96%	0,4685
(-5,+5)	0,25%	0,1148
(-2,+2)	-0,94%	-0,6449
(0)	0,86%	1,3196
<b>2. Εταιρία -στόχος από τον Καναδά (N=4)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	32,56%	3,9376**
(-5,+5)	17,59%	4,1062**
(-2,+2)	3,52%	1,2195
(0)	1,23%	0,9491
<b>3. Εταιρία -στόχος από το ΗΒ (N=6)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	5,25%	0,6721
(-5,+5)	3,59%	0,8880
(-2,+2)	4,02%	1,4739
(0)	-0,27%	-0,2199
<b>4. Εταιρία -στόχος από την Γερμανία (N=7)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	6,52%	1,0497
(-5,+5)	6,77%	2,1028**
(-2,+2)	5,50%	2,5363**
(0)	1,92%	1,9835**
<b>5. Εταιρία -στόχος από την Ιταλία (N=2)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	-11,70%	-0,8163
(-5,+5)	-6,32%	-0,8509
(-2,+2)	0,05%	0,0094
(0)	-1,85%	-0,8260
<b>6. Εταιρία -στόχος από την Γαλλία(N=1)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	14,27%	1,1121
(-5,+5)	-0,28%	-0,0429
(-2,+2)	1,13%	0,2513
(0)	0,00%	-0,0003
<b>7. Εταιρία -στόχος από την Σουηδία(N=1)</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	34,89%	1,3317
(-5,+5)	19,20%	1,4151
(-2,+2)	8,62%	0,9420
(0)	1,86%	0,4556

\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=10\%$

\*\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=5\%$

Από την άλλη μεριά οι μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστών από τις αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ σε προσφορές Σ&Ε κινεζικών εταιριών από την Κίνα, όπως παρουσιάζονται στον πίνακα 3, καταδεικνύουν ότι η αγορά αντιδρά θετικά, αφού κατά την ημέρα της ανακοίνωσης  $t=0$  βρίσκουμε θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 0,91%. Για διάστημα παρατηρήσεως πέντε και έντεκα ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης βρίσκουμε επίσης θετικές αποδόσεις 1.41% και 1.73% αντίστοιχα, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Οι αποδόσεις των αγοραστών από τις δυτικές αγορές υποχωρούν και πέφτουν κάτω από το μηδέν όταν μελετάμε ένα ευρύτερο διάστημα, event window (-20,+20), χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντικές. Συνολικά, αν εξαιρέσουμε την ημέρα της ανακοίνωσης καταλήγουμε στα ίδια συμπεράσματα με αυτά των περισσότερων ερευνών που αναφέρουν ότι οι αγοραστές από τις αναπτυσσόμενες αγορές είναι ουδέτεροι ή σημειώνουν μικρές θετικές μη στατιστικά σημαντικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις (Firth, 1980; Franks et al., 1988; Goergen and Renneboog, 2004; Martynova and Renneboog, 2009; Sudarsaman and Mahate, 2003; Travlos, 1987).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3:** Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών από τις δυτικές αγορές  
**Συνολικό δείγμα N=62**

<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>
(-20,+20)	-0,87%	-0,2892
(-5,+5)	1,73%	1,1150
(-2,+2)	1,41%	1,3498
0	0,91%	1,9354*

\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=10\%$

Στον πίνακα 4 παραθέτουμε τις αποδόσεις (CAARs) των αγοραστριών εταιριών από τις δυτικές αγορές ξεχωριστά για κάθε χώρα (ΗΠΑ, Καναδά, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Ιταλία, Γαλλία, Σουηδία). Ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα αποτελέσματα για τους αγοραστές από τις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με εξεταζόμενο δείγμα 35 εταιριών, αποδεικνύεται ότι οι acquirers από τις ΗΠΑ λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 1.24% την ημέρα της ανακοίνωσης, 3.05% σε event window (-2,+2) και 3.07% σε event window (-5,+5). Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με την μελέτη του Chari et al. (2004), οι οποίοι αναφέρουν ότι οι μέτοχοι αγοραστριών εταιριών από τις ΗΠΑ που εξαγοράζουν εταιρίες από αναδυόμενες αγορές λαμβάνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.



Θετικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις σημειώνουν οι μέτοχοι αγοραστριών εταιριών από το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιταλία σε όλα τα διαστήματα παρατηρήσεως. Συγκεκριμένα, οι bidders από το Ηνωμένο Βασίλειο πετυχαίνουν αποδόσεις από 0.17% έως και 0.86% σε event window (-5,+5) και (-20,+20) αντίστοιχα. Οι αποδόσεις των αγοραστών από την Ιταλία κυμαίνονται από 0.21% κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης έως και 3.79% σε event window (-20,+20).

Αντίθετα, οι αγοραστές από την Σουηδία λαμβάνουν αρνητικές αποδόσεις για όλα τα διαστήματα που μελετήθηκαν οι οποίες είναι και στατιστικά σημαντικές σε event window (-2,+2). Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγουμε και για τις εταιρίες από την Γαλλία οι οποίες παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, στατιστικά μη σημαντικές, από -1.76% έως και -8.63% σε event window (-2,+2) και (-20,+20) αντίστοιχα. Αρνητικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις σημειώνουν και οι μέτοχοι εταιριών από τον Καναδά και την Γερμανία σε event window (-20,+20) -3,13% και -6,05% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά πιθανόν απορρέουν από τις διαφορετικές κουλτούρες των χωρών και τελικώς την αντίληψη των επενδυτών για μη ενσωμάτωση στην κινεζική αγορά.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4:** Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών από τις δυτικές αγορές

<b>1. Αγοράστριες εταιρίες από τις ΗΠΑ N=35</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	0,28%	0,1137
(-5,+5)	3,07%	2,4377**
(-2,+2)	3,05%	3,5855**
(0)	1,24%	3,2649**
<b>2. Αγοράστριες εταιρίες από τον Καναδάς N=6</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	-3,13%	-0,2172
(-5,+5)	3,23%	0,4334
(-2,+2)	-2,20%	-0,4379
(0)	0,70%	0,3097
<b>3. Αγοράστριες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο N=9</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	0,86%	0,2328
(-5,+5)	0,17%	0,0895
(-2,+2)	0,64%	0,4959
(0)	0,76%	1,3103
<b>4. Αγοράστριες εταιρίες από την Γερμανία N=2</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	-6,05%	-0,8642
(-5,+5)	-0,98%	-0,2704
(-2,+2)	2,94%	1,2025
(0)	1,69%	1,5476
<b>5. Αγοράστριες εταιρίες από την Ιταλία N=2</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	3,79%	0,6603
(-5,+5)	1,45%	0,4891
(-2,+2)	1,36%	0,6770
(0)	0,21%	0,2318
<b>6. Αγοράστριες εταιρίες από την Γαλλία N=4</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	-8,63%	-0,2565
(-5,+5)	-2,74%	-0,1574
(-2,+2)	-1,76%	-0,1500
(0)	0,40%	0,0761
<b>7. Αγοράστριες εταιρίες από την Σουηδία N=4</b>		
<b>Event window</b>	<b>CAAR</b>	<b>tCAAR</b>
(-20,+20)	-3,34%	-0,6461
(-5,+5)	-2,77%	-1,0316
(-2,+2)	-3,27%	-1,8088*
(0)	-0,90%	-1,1189

\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=10\%$

\*\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=5\%$

Τέλος, όταν ελέγχουμε τις διαφορές μέσω αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστών από την Κίνα και των αγοραστών από τις δυτικές αγορές, όπως φαίνεται στον πίνακα 5, δεν βρίσκουμε στατιστικά σημαντική διαφορά για κανένα event window.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5:** Διαφορές αθροιστικών μέσω μη-κανονικών αποδόσεων (CAARs) αγοραστριών εταιριών από την Κίνα και τις δυτικές αγορές

Event window	China acquirer's CAARs	Western acquirer's CAARs	Mean Difference	P-value
(-20,+20)	3,37%	-0,87%	4,24%	0,24624
(-5,+5)	2,25%	1,73%	0,52%	0,75846
(-2,+2)	1,38%	1,41%	-0,04%	0,97643
0	0,59%	0,91%	-0,32%	0,68521

Οι θετικές αποδόσεις που σημειώνουν οι κινέζοι αγοραστές μπορούν να ερμηνευθούν από την χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους που λαμβάνουν οι εταιρίες που στην πλειοψηφία τους είναι κρατικές. Από την άλλη μεριά υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους επενδυτές από τις δυτικές αγορές να είναι σκεπτικοί για την απόκτηση κινεζικών επιχειρήσεων. Τα νομικά εμπόδια και οι νόμοι οι οποίοι διαχωρίζουν τους ξένους από τους εγχώριους επενδυτές, όσον αφορά τους φόρους και τους περιορισμούς ιδιοκτησίας είναι μερικοί από αυτούς. Επίσης, ο πολιτικός κίνδυνος ήταν πάντα ένας περιοριστικός παράγοντας για τις επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επενδύσεις στην Κίνα. Δύο σημαντικοί λόγοι είναι ο υψηλός κρατικός αντίκτυπος και η συνεχής απειλή προστατευτικών κανονισμών που ευνοούν τις εγχώριες επιχειρήσεις αντί για τις ξένες. Τέλος, η επιφυλακτικότητα των επενδυτών σε ανακοινώσεις διασυννοριακών Σ&Ε από τις δυτικές αγορές μπορεί να ερμηνευθεί από την χαμηλή ποιότητα λογιστικών προτύπων της Κίνας.

#### 4.2 Αποτελέσματα αποδόσεων αγοραστριών εταιριών ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της συμφωνίας

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζουμε τις αποδόσεις (CAARs) των αγοραστριών εταιριών από την Κίνα που προέβησαν σε προσφορές διασυννοριακών Σ&Ε εταιριών αναπτυσσόμενων δυτικών αγορών των ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου και ΕΕ και το αντίστροφο ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και με το εάν η εξαγοραζόμενη εταιρία ήταν ιδιωτική ή εισηγμένη.

Οι αποδόσεις των αγοραστών από την Κίνα σε συνολικό δείγμα 44 προσφορών Σ&Ε παρουσιάζονται στον πίνακα 6.

- Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν τα μετρητά ως μέθοδο πληρωμής, 39 προσφορές εξαγορών, λαμβάνουν θετικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις, οι οποίες κυμαίνονται από 0.36% έως και 1.36%.
- Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν τις μετοχές ως μέθοδο πληρωμής, 3 συμφωνίες, λαμβάνουν θετικές αποδόσεις 1.57% έως και 34.40%, οι οποίες είναι και στατιστικά σημαντικές σε event window (-5,+5) και (-20,+20).
- Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν συνδυασμό μετοχών και μετρητών, 2 συμφωνίες, λαμβάνουν θετικές αποδόσεις από 3.22% έως και 76.26%, οι οποίες είναι θετικές σε όλα τα event windows εκτός από την ημέρα της ανακοίνωσης.
- Οι αγοραστές που εξαγοράζουν ιδιωτική εταιρία σημειώνουν θετικές αλλά όχι στατιστικά αποδόσεις, οι οποίες κυμαίνονται από 0.67% έως και 1.80%.
- Οι αγοραστές που εξαγοράζουν εισηγμένη εταιρία πετυχαίνουν θετικές αποδόσεις, εκτός από την ημερομηνία της ανακοίνωσης, οι οποίες κυμαίνονται από 2.68% έως και 15.66% και είναι στατιστικά σημαντικές σε event window (-5,+5) και (-20,+20).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6:** Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics 44 αγοραστών από την Κίνα ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου

<b>A. Μέθοδος πληρωμής</b>								
1. Σ&Ε με μετρητά (N=39)			2. Σ&Ε με μετοχές (N=3)			3. Σ&Ε με συνδυασμό μετρητών & μετοχών (N=2)		
<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>	<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>	<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>
			(-)					
(-20,+20)	0,75%	0,2344	20,+20)	34,40%	2,7848**	(-20,+20)	76,26%	4,7306**
(-5,+5)	1,36%	0,8212	(-5,+5)	16,11%	2,5188**	(-5,+5)	21,13%	2,5301**
(-2,+2)	1,25%	1,1217	(-2,+2)	4,22%	0,9779	(-2,+2)	10,65%	1,8913*
(0)	0,36%	0,7134	(0)	1,57%	0,8135	(0)	3,22%	1,2784

<b>B. Καθεστώς ιδιοκτησίας εταιρίας-στόχου</b>					
1. Ιδιωτική εταιρία-στόχος (N=39)			2. Εισηγμένη εταιρία-στόχος (N=5)		
<i>Event Window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>	<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>
(-20,+20)	1,80%	0,5666	(-20,+20)	15,66%	1,7685*
(-5,+5)	1,55%	0,9427	(-5,+5)	7,75%	1,6897*
(-2,+2)	1,21%	1,0931	(-2,+2)	2,68%	0,8668
0	0,67%	1,3502	0	-0,04%	-0,0320

\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο α=10%  
 \*\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο α=5%

Προκειμένου να μπορέσουμε να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα, δεδομένου ότι ο αριθμός των προσφορών εξαγορών διαφέρει ανά περίπτωση που εξετάζουμε, πραγματοποιούμε έλεγχο για διαφορά μέσων (mean difference) με άνισες διακυμάνσεις για την μέθοδο πληρωμής (μετρητά και μετοχών) και του καθεστώτος ιδιοκτησίας (ιδιωτικής εταιρίας-στόχου και εισηγμένης) τα αποτελέσματα του οποίου παραθέτουμε στον πίνακα 7. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα καταλήγουμε στο συμπέρασμα, βάσει του εξεταζόμενου δείγματος, ότι οι δύο διαφορετικοί τρόποι πληρωμής του τιμήματος και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου δεν ασκούν διαφορετική επίδραση στις αποδόσεις των αγοραστών από την Κίνα. Οι διαφορές των μέσων και στις δύο περιπτώσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7:** Διαφορές αθροιστικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων (CAARs) αγοραστριών εταιριών από την Κίνα ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου

**A. Μέθοδος πληρωμής**

Event window	Cash offer	Stock offer	Mean Difference	P-value
(-20,+20)	0,75%	34,40%	-33,65%	0,18954
(-5,+5)	1,36%	16,11%	-14,75%	0,17661
(-2,+2)	1,25%	4,22%	-2,96%	0,32577
0	0,36%	1,57%	-1,21%	0,34518

**B. Καθεστώς ιδιοκτησίας**

Event window	Private target	Public target	Mean Difference	P-value
(-20,+20)	1,80%	15,66%	-13,86%	0,24984
(-5,+5)	1,55%	7,75%	-6,20%	0,25623
(-2,+2)	1,21%	2,68%	-1,47%	0,72284
0	0,67%	-0,04%	0,71%	0,53584

Οι αποδόσεις αγοραστριών εταιριών από τις αναπτυγμένες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ και ΕΕ παρουσιάζονται στον πίνακα 8:

- Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν τα μετρητά ως μέθοδο πληρωμής, 52 προσφορές εξαγορών, λαμβάνουν θετικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις, οι οποίες κυμαίνονται από 0.62% έως και 1.32% από  $t=0$  έως και 11 ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ αρνητικές -2.15% σε event window (-20,+20).
- Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν τις μετοχές ως μέθοδο πληρωμής, 3 συμφωνίες, λαμβάνουν μικρές θετικές αποδόσεις 0.34% στατιστικά μη σημαντικές σε event window (-2,+2), ενώ σε event windows (-5,+5) και (-20,+20) αρνητικές -3.64% και -2.38% αντίστοιχα, στατιστικά μη σημαντικές.
- Οι αγοραστές που χρησιμοποιούν συνδυασμό μετοχών και μετρητών, 7 συμφωνίες, λαμβάνουν θετικές αποδόσεις από 5.83% έως και 9.32%, οι οποίες μάλιστα την ημέρα της ανακοίνωσης είναι στατιστικά σημαντικές.
- Οι αγοραστές που εξαγοράζουν ιδιωτική εταιρία σημειώνουν θετική και στατιστική σημαντική απόδοση 0.87% κατά την ημέρα της ανακοίνωσης. Θετικές αλλά όχι στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 1.36% έως και 1.66% λαμβάνουν για περίοδο παρατήρησης 5 και 11 ημερών αντίστοιχα ενώ αρνητική για 41 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση.

- Οι αγοραστές που εξαγοράζουν εισηγμένη εταιρία πετυχαίνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις 1.56% και 2,43% κατά την ημέρα της ανακοίνωσης και σε event window (-2,+2) αντίστοιχα, ενώ μη στατιστικά σημαντικές για τα άλλα διαστήματα παρατηρήσεως.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8:** Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών από τις Δυτικές Αγορές ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου

#### A. Μέθοδος πληρωμής

1. Σ&Ε με μετρητά (N=52)			2. Σ&Ε με μετοχές (N=3)			3. Σ&Ε με συνδυασμό μετρητών & μετοχών (N=7)		
<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>	<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>	<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>
(-20,+20)	-2,15%	-0,6706	(-20,+20)	-2,38%	-0,2639	(-20,+20)	9,32%	0,8447
(-5,+5)	1,32%	0,7936	(-5,+5)	-3,64%	-0,7795	(-5,+5)	7,10%	1,2428
(-2,+2)	0,88%	0,7866	(-2,+2)	0,34%	0,1067	(-2,+2)	5,83%	1,5130
(0)	0,62%	1,2380	(0)	0,35%	0,2521	(0)	3,27%	1,8969*

#### B. Καθεστώς ιδιοκτησίας εταιρίας-στόχου

1. Ιδιωτική εταιρία-στόχος (N=59)			2. Εισηγμένη εταιρία-στόχος (N=3)		
<i>Event Window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>	<i>Event window</i>	<i>CAAR</i>	<i>t<sub>CAAR</sub></i>
(-20,+20)	-0,95%	-0,3014	(-20,+20)	0,77%	0,1937
(-5,+5)	1,66%	1,0164	(-5,+5)	3,14%	1,5341
(-2,+2)	1,36%	1,2366	(-2,+2)	2,43%	1,7616*
0	0,87%	1,7734*	0	1,56%	2,5200**

\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=10\%$

\*\*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο  $\alpha=5\%$

Από τον έλεγχο για διαφορά μέσων (mean difference) με άνισες διακυμάνσεις για την μέθοδο πληρωμής (μετρητά και μετοχών) και του καθεστώτος ιδιοκτησίας (ιδιωτικής εταιρίας-στόχου και εισηγμένης) και για τους αγοραστές από τις δυτικές αγορές δεν βρέθηκε στατιστική σημαντική διαφορά. Τα αποτελέσματα του ελέγχου παρουσιάζονται στον πίνακα 9.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 9:** Διαφορές αθροιστικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων (CAARs) αγοραστριών εταιριών από τις δυτικές αγορές ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου

<b>A. Μέθοδος πληρωμής</b>				
<b>Event window</b>	<b>Cash offer</b>	<b>Stock offer</b>	<b>Mean Difference</b>	<b>P-value</b>
(-20,+20)	0,75%	34,40%	-33,65%	0,18954
(-5,+5)	1,36%	16,11%	-14,75%	0,17661
(-2,+2)	1,25%	4,22%	-2,96%	0,32577
0	0,36%	1,57%	-1,21%	0,34518
<b>B. Καθεστώς ιδιοκτησίας</b>				
<b>Event window</b>	<b>Private target</b>	<b>Public target</b>	<b>Mean Difference</b>	<b>P-value</b>
(-20,+20)	1,80%	15,66%	-13,86%	0,24984
(-5,+5)	1,55%	7,75%	-6,20%	0,25623
(-2,+2)	1,21%	2,68%	-1,47%	0,72284
0	0,67%	-0,04%	0,71%	0,53584



## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>

### Συμπεράσματα

#### 5.1 Γενικά Συμπεράσματα

Στην παρούσα μελέτη επιδιώξαμε να εξετάσουμε τις αποδόσεις που σημειώνουν οι μέτοχοι αγοραστριών εταιριών σε προσφορές Σ&Ε. Συγκεκριμένα προσπαθήσαμε να απαντήσουμε στα παρακάτω ερωτήματα:

1. Ποιές είναι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστών από αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ σε προσφορές Σ&Ε Κινεζικών εταιριών από την Κίνα ;
2. Ποιες είναι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστών Κινεζικών εταιριών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρίες από αναπτυσσόμενες δυτικές αγορές των ΗΠΑ, ΗΒ & ΕΕ;
3. Η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς και το καθεστώς ιδιοκτησίας διαφοροποιούν αυτές τις αποδόσεις ;
4. Υπάρχουν διαφορές στην Κινεζική αγορά των Σ&Ε με αντίστοιχες μελέτες που έγιναν σε άλλες χώρες σχετικά με τα ανωτέρω ερωτήματα;

Μελετώντας δείγμα 62 προσφορών Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες δυτικών αναπτυσσόμενων χωρών και 44 από εταιρίες της Κίνας, για το χρονικό διάστημα 01.01.2003 έως και 31.12.2016 βρήκαμε ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών τόσο από τις από τις αναπτυσσόμενες δυτικές χώρες όσο και από την Κίνα λαμβάνουν μικρές θετικές αποδόσεις, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Οι αποδόσεις που λαμβάνουν οι acquirers από την Κίνα κυμαίνονται από 0,59% κατά την ημέρα ανακοίνωσης έως και 3,37% σε event window (-20,+20). Οι αγοραστές από τις δυτικές αγορές σημειώνουν αποδόσεις από 0,91% την ημέρα ανακοίνωσης, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές, έως και 1.73% σε event window (-5,+5). Έχουμε λοιπόν μια ένδειξη ότι οι διασυνорιακές Σ&Ε δημιουργούν αξία για τους αγοραστές αλλά δεν μπορούμε να εξάγουμε με ασφάλεια αυτό το συμπέρασμα καθώς τα αποτελέσματα μας δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Η εξέταση των αποδόσεων των αγοραστών ανά χώρα του εξεταζόμενου δείγματος και ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου μας οδηγεί στα εξής συμπεράσματα:

- Υπεροχή των αγοραστών (στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις) από τις ΗΠΑ για τις Κινεζικές εταιρίες και των Κινέζων αγοραστών σε εξαγορές Καναδικών & Γερμανικών εταιριών, οι οποίες όμως χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης.

- Υψηλότερες αποδόσεις των αγοραστών, τόσο από τις Δυτικές αγορές όσο και από την Κίνα, σε συμφωνίες που πραγματοποιούνται με ανταλλαγή μετοχών ή συνδυασμό μετρητών και μετοχών και αφορούν εισηγμένες εταιρίες-στόχους. Οι μεγαλύτερες όμως αυτές αποδόσεις σε σύγκριση με τις αποδόσεις αγοραστών που πραγματοποίησαν προσφορές εξαγορών με μετρητά και εξαγόρασαν μη-εισηγμένες εταιρίες πιστεύουμε ότι οφείλονται στα μικρά και άνισα δείγματα για τα οποία έγιναν οι συγκρίσεις αφού σε έλεγχο για διαφορές μέσω δειγμάτων δεν βρέθηκε να υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά.

Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η κινεζική αγορά των Σ&Ε παρουσιάζει διαφορές από τις αντίστοιχες αγορές αναπτυσσόμενων χωρών (που αναφέρουν ως επί το πλείστον αρνητικές αποδόσεις για τους acquirers), οι οποίες απορρέουν από τον ρόλο των κρατικών εισηγμένων κινεζικών εταιριών. Τέλος, οι θετικές αποδόσεις των αγοραστών από τις ΗΠΑ μπορούν να ερμηνευθούν από την απόκτηση της πλειοψηφίας του ελέγχου της εταιρίας-στόχου (Chari et al. 2004) αλλά και από τις συναλλαγές υψηλής αξίας (Alexandridis et al. 2016).

## 6.2 Τι καινούργιο μάθαμε και γιατί είναι ενδιαφέρον

Το καινούργιο που προέκυψε από αυτή την μελέτη είναι ότι οι προσφορές εξαγορών από τις ΗΠΑ για κινεζικές εταιρίες μπορούν να οδηγήσουν σε θετικές αποδόσεις. Το εύρημα αυτό κρίνεται ιδιαίτερα σημαντικό αφού αποδεικνύει ότι η κινεζική αγορά μπορεί να αποτελέσει πόλο έλξης των αγοραστών από την Δύση όπως άλλωστε έχει αρχίσει να γίνεται τα τελευταία χρόνια.

## 6.3 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί και για την εξέταση των αποδόσεων σε προσφορές συγχωνεύσεων και εξαγορών και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο εκτός από βραχυπρόθεσμο στο οποίο εστίασε αυτή η μελέτη. Επίσης, μελλοντικές έρευνες θα μπορούσαν να συμπεριλάβουν και τις μη εισηγμένες εταιρίες της Κίνας ώστε να σχηματιστεί μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα για τον αντίκτυπο των διασυννοριακών Σ&Ε από κινεζικές εταιρίες (εφαρμόζοντας λογιστικές μεθόδους αποτίμησης). Τέλος, περαιτέρω έρευνα μπορεί να εφαρμοστεί και για τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις όπως είναι ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων, το μέγεθος της συμφωνίας καθώς και το μέγεθος της αγοράστριας και της εταιρίας-στόχου.

## Βιβλιογραφία

### Άρθρα

Agrawal, A., Jaffe, J.F. and Mandelker, G.N. (1992) 'The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly', *Journal of Finance*, Vol.47, pp. 1605-1622.

Akbulut, M. E. and Matsusaka, J. G. (2010) '50+ years of diversification announcements', *Financial Review*, Vol.45, pp. 231–262.

Alexandridis, G., Antypas, N. and Travlos N. (2016) 'Smart mega-merger deals: Value creation on a massive scale', Working Paper, ICMA Centre, Henley Business School.

Alexandridis, G., Petmezas, D. and Travlos N. (2010) 'Gains from M&As around the world: New evidence', *Financial Management*, Vol. 39, pp. 439-460.

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

Annema, A. (2013) 'M&A in 2012: Picking up the pace', In the website of McKinsey.

Ashlinger, P.L. and Copeland, T.E. (1996) 'Growth through acquisitions: A fresh look', *Harvard Business Review*, Vol. 74, pp. 126-135.

Asquith, P. (1983) 'Merger bids, uncertainty, and stockholder returns', *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 51-83.

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

Ben-Amar, W. and Andre, P. (2006) 'Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada', *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, pp. 517–543.

Bhabra, H. S. and Huang, J. (2013) 'An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007', *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 23, pp. 186-168.

Bhagat, S., Dong M., Hirshleifer D. and Noah R. (2005) 'Do tender offers create value? New methods and evidence', *Journal of Financial Economics*, Vol.76, pp. 3-60.

Bhagat, S., Malhotra, S. and Zhu P.C. (2011) 'Emerging country cross – border acquisitions: characteristics, acquirer returns and cross- sectional determinates', *Emerging Markets Review*, Vol. 12, pp. 250-271.

Boateng, A., Wang, Q. and Yang, T. L. (2008) 'Cross-border M&As by Chinese firms: an analysis of strategic motives and performance', *Thunderbird International Business Review*, Vol. 50, pp. 259-270.

Bouwman, C.H.S., Fuller, K. and Nain, A.S. (2009) 'Market valuation and acquisition quality: Empirical evidence', *Review of Financial Studies*, Vol.22, pp. 633-679.

Bradley, M., Desai, A. and Kim, H.,E. (1988) 'Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp.3-40.

Bris, A. and Cabolis, C. (2008) 'The value of investor protection: evidence from cross-border mergers', *Review of Financial Studies*, Vol. 21, pp.2605-2648.

Brown, S. and Ryngaert M.D. (1991) 'The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information', *Journal of Finance*, Vol.46, pp. 653-669.

Brown, S. and Warner, J. (1980) 'Measuring Security Price Performance', *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 205-208.

Brown, S. and Warner, J. (1985) 'Using Daily Returns: The case of Event Studies', *Journal of Financial Economics*, Vol.14, pp. 3-31.

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

Changqi, W. and Ningling, X. (2010) 'Determinants of cross-border merger & acquisition performance of Chinese enterprises', *Procedia Social and Behavioral Sciences*, Vol. 2, pp. 6896–6905.

Chari, A., Ouimet, P., Tesar, L.L. (2004) 'Cross border mergers and acquisitions in emerging markets: the stock market valuation of corporate control', SSRN working paper.

Chen, Y. Y. and Young, M. N. (2010) 'Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: a principal–principal perspective', *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 27, pp. 523-539.

Chi, J., Sun, Q., Young, M. N. ( 2011) 'Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets', *Emerging Markets Review* Vol. 12, pp. 152-170.

Coutts, J. A., Mills, T. C., and Roberts, J. (1995) 'Testing cumulative prediction errors in event study methodology', *Journal of Forecasting*, Vol. 14, pp. 107–115.

Demsetz, H. and K. Lehn (1985) 'The structure of corporate ownership: Causes and consequences', *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp. 1155-1177.

Dierkens, N. (1991) 'Information asymmetry and equity issues', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.26, pp. 181-199.

Dodd, P. (1980) 'Merger proposals, management discretion and stockholder wealth', *Journal of Financial Economics*, Vol.8, pp. 105–138.

Doukas, J. (1995) 'Overinvestment, Tobin's q and gains from foreign acquisitions', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, pp. 1285–1303.

Draper, P. and Paudyal, K. (2006) 'Acquisitions: Private versus public', *European Financial Management*, Vol.12, pp. 57-80.

Du, M. and Boateng, A. (2015) 'State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms', *International Business Review*, Vol. 24, pp. 430–442.

Eckbo, B. E. and Thorburn, K. S. (2009) 'Gains to bidder firms revisited: domestic and foreign acquisitions in Canada', *Financial Quantitative Analysis*, Vol.35, pp.1–25.

Faccio, M. and Masulis, R.W. (2005) 'The choice of payment method in European mergers and acquisitions', *Journal of Finance*, Vol.60, pp. 1345-1388.

Faccio, M., McConnell, J. J. and Stolin, D. (2006) 'Returns to acquirers of listed and unlisted targets', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41, pp. 197–220.

Fama, E., F. (1970) 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *Journal of Finance*, Vol. 25, pp.383-417.

Fama, E., F. (1976), *Foundations of Finance*, Basic Books, New York.

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

Fan, J.P.H. and Goyal, V.K. (2006) 'On the patterns and wealth effects of vertical mergers', *Journal of Business*, Vol.79, pp. 877-902.

Firth, M. (1980) 'Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm' *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.94, pp. 235–260.

Francis, B., Hasan, I. and Sun, X. (2008) 'Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, pp. 1522–1540.

Franks, J.R., Harris R.S. and Titman S. (1991) 'The post-merger share-price performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, Vol.29, pp. 81-96.

Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller (2002) 'What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions', *Journal of Finance*, Vol.57, pp. 1763-1793.

Ghosh, A. (2001) 'Does operating performance really improve following corporate acquisitions?', *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp. 151–178.

Goergen, M., and Renneboog, L. (2004) 'Shareholder wealth effects of European domestic and cross border takeover bids', *European Financial Management*, Vol.10, pp. 9–45.

Golubov, A., Petmezas, D. and Travlos, N.G. (2012) 'When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As', *Journal of Finance*, Vol.67, pp. 271-312.

Grant, R., M., Jammie, A., P. and Thomas, H. (1988) 'Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies', *Academy of Management Journal*, 31, December 1988.

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

Higson, C. and Elliott, J. (1998) 'Post-takeover returns: The UK evidence', *Journal of Empirical Finance*, Vol. 5, pp. 27-46.

Hoberg, G. and Phillips, G. (2010) 'Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis', *Review of Financial Studies*, Vol.23, pp. 3773-3811.

Holl, P. and Kyriazis, D. (1997) 'Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids', *Strategic Management Journal*, Vol.18, pp. 483–498.

Huang, Y. and Walkling, R.A (1987) 'Target abnormal returns associated with acquisition announcements', *Journal of Financial Economics*, Vol.19, pp. 329-349.

James, C.M. and Wier, P. (1987) 'Returns to acquirers and competition in the acquisition market: The case of banking', *Journal of Political Economy*, Vol.95, pp. 355.

Jensen, M., C. (2005) 'Agency costs of overvalued equity', *Financial Management*, Vol. 34, pp. 5-19.

Jensen, M.C. and Ruback R. (1983) 'The market for corporate control: The scientific evidence', *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp. 5-50.

John, K., Freund, S., Nguyen, D. and Vasudevan, G.K. (2010) 'Investor protection and cross-border acquisitions of private and public targets', *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, pp.259-275.

KPMG (1999) 'Unlocking Shareholder Value: The keys to Success, Mergers and Acquisitions', A Global Research Report, By John and Colin Cook, In the website of McKinsey.

-(2011) 'A new dawn: good deals in challenging times, KPMG Global Survey, By D. Tieman.

Li, J., Li, P. and Wang, B. (2016) 'Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms', *International Business Review*, Vol. 25, pp. 471-483.

Lins, K.V. (2003) 'Equity ownership and firm value in emerging markets', *J. Financial Quant. Anal.*, Vol.38, pp. 159–184.

Loderer, C., Martin, K., (1990) 'Corporate acquisitions by listed firms: the experience of a comprehensive sample', *Financial Manage*, Vol 19, pp. 17–33.

Loughran, T., and Vjih, A.M. (1997) 'Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?', *Journal of Finance*, Vol.52, pp. 1765-1790.

MacKinlay, A. C., (1997) 'Event studies in economics and finance', *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 13-39.

Malatesta, P.H. (1983) 'The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms', *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp.155-181.

Markides, C. and Oyon, D. (1998) 'International acquisitions: Do they create value for shareholders?', *European Management Journal*, Vol. 16, pp. 125–135.

- Martynova, M. and Renneboog, L. (2008) 'A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp. 2148–2177.
- Martynova, M. and Renneboog, L. (2009) 'What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?', *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, pp. 290-315.
- Masulis, R.W., Wang, C. and Xie, F. (2007) 'Corporate governance and acquirer returns', *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 1851-1889.
- Mitchell, M., Pulvino, T. and Stafford, E. (2004) 'Limited arbitrage in equity markets', *Journal of Finance*, Vol.57, pp. 551-584.
- Moeller, S.B. and Schlingemann, F.P. (2005) 'Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions', *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, pp. 533-564.
- Moeller, S.B., Schlingemann F.P. and Stulz R.M. (2004) 'Firm size and the gains from acquisitions', *Journal of Financial Economics*, Vol.73, pp. 201–228.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. and Stulz, R.M. (2007) 'How do diversity of opinion and information asymmetry affect acquirer returns?', *Review of Financial Studies*, Vol.20, pp. 2047-2078.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1990) 'Do managerial objectives drive bad acquisitions?', *The Journal of Finance*, Vol.45, pp. 31–48.
- Mulherin, J.H. and A.L. Boone (2000) 'Comparing acquisitions and divestitures', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp. 117-139.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984) 'Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have', *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp. 187-221.
- Nicholson, R. and Salaber, J. (2013) 'The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: comparison between Chinese and Indian firms', *International Business Review*, Vol. 22, pp. 963–980.
- Pettway, R. and Yamada, T. (1986) 'Mergers in Japan and their impacts upon stockholders' wealth', *Financial Management*, Vol. 15, pp. 43-52.
- Rau, R.P. (2000) 'Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, Vol.56, pp. 293-324.



- Rau, R.P. and Vermaelen, T. (1998) 'Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, Vol.49, pp. 223-253.
- Rehm, W. and West, A. (2015) 'M&A 2015: News highs, and a new tone', In the Website of McKinsey.
- Roll, R. (1986) 'The hubris hypothesis of corporate takeovers'. *Journal of Business*, Vol.59, pp. 197-216.
- Rosen, R.J. (2006) 'Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements', *Journal of Business*, Vol.79, pp. 987-1017.
- Ruiz, F. and Requejo, S. M. (2001) 'Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments', *International Review of Law and Economics* Vol. 31, pp. 169– 187.
- Schwert, G.W. (1996) 'Markup pricing in mergers and acquisitions', *Journal of Financial Economics*, Vol.41, pp. 153-192.
- Schwert, G.W. (2000) 'Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?', *Journal of Finance*, Vol.55, pp. 2599-2640.
- Servaes, H. (1991) 'Tobin's Q and the gains from takeovers', *Journal of Finance*, Vol.46, pp. 409-419.
- Servaes, H. and Zenner M. (1994) 'Taxes and the returns to foreign acquisitions in the United States', *Financial Management*, Vol. 23, pp. 42-56.
- Spence, A. M. (1973) 'Job market signaling', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, pp. 355–374 .
- Sudarsanam, S. and Mahate, A. A. (2003) 'Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence', *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30, pp. 299–341.
- Tao, F., Liu, X., Gao, L. and Xia, E. (2017) 'Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms', *International Business Review*, Vol. 26, pp. 189-202.
- Travlos, N.G. (1987) 'Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firm's stock returns', *Journal of Finance*, Vol.52, pp. 943–963.
- UNCTAD. (2009), *World investment report: Transnational corporations, agricultural production and development*, United Nations conference on trade and development (UNCTAD).

Yook, K. C. (2003) 'Larger return to cash acquisitions: Signaling effect or leverage effect?', *Journal of Business*, Vol.76, pp. 477–498.

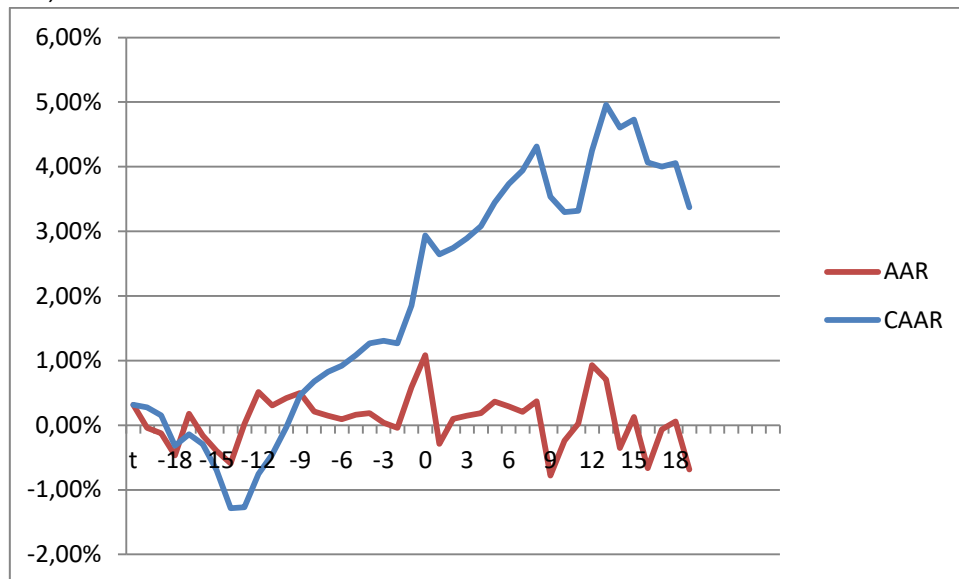
Zhou, B., Guo, J., Hua, J., Doukas, A. (2015) 'Does state ownership drive M&A performance? Evidence from China', *European Financial Management*, Vol. 21, pp. 79-105.

### **Βιβλία**

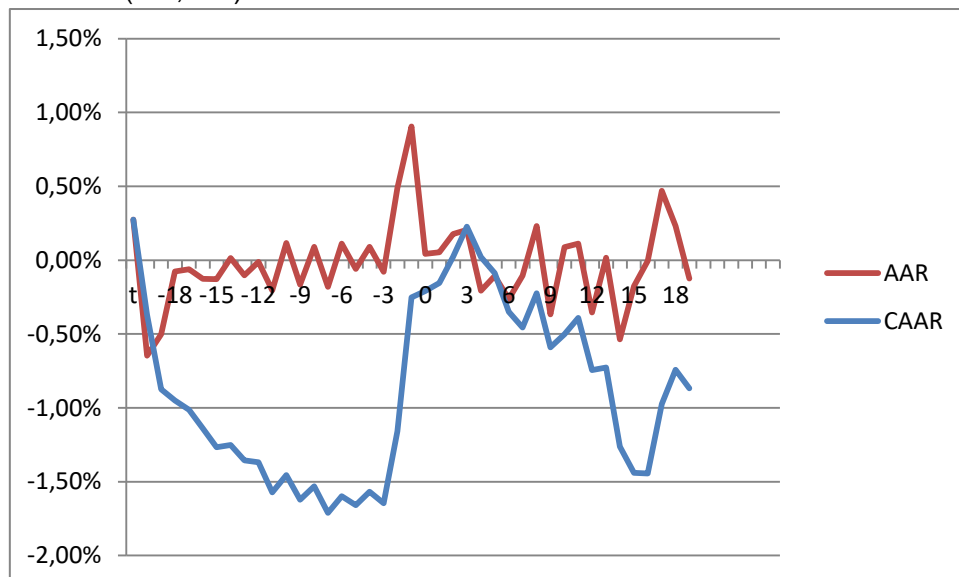
Κυριαζής Δημήτριος, 2016, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Εκδόσεις Διπλογραφία, 2<sup>η</sup> έκδοση επαυξημένη και βελτιωμένη ΑΘΗΝΑ

## Παράρτημα

**Διάγραμμα 1:** Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ( $AAR_t$ ), αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ( $CAAR_t$ ) αγοραστριών εταιριών από την Κίνα για event window (-20,+20)



**Διάγραμμα 2:** Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ( $AAR_t$ ), αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ( $CAAR_t$ ) αγοραστριών εταιριών από τις δυτικές αγορές για event window (-20,+20)



**ΠΙΝΑΚΑΣ 1:** Mean Difference China acquirers' CAARs - Western acquirers' CAARs for event window (-20,+20)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	3,370960367	-0,867049048
Variance	417,3633627	227,2443268
Observations	44	62
Hypothesized Mean Difference	0	
df	75	
t Stat	1,168655366	
P(T<=t) one-tail	0,12312187	
t Critical one-tail	1,665425373	
P(T<=t) two-tail	0,246243739	
t Critical two-tail	1,992102154	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2:** Mean Difference China acquirers' CAARs - Western acquirers' CAARs for event window (-5,+5)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	2,252276905	1,731436216
Variance	78,09457695	66,71989682
Observations	44	62
Hypothesized Mean Difference	0	
df	88	
t Stat	0,308465063	
P(T<=t) one-tail	0,379228753	
t Critical one-tail	1,662354029	
P(T<=t) two-tail	0,758457507	
t Critical two-tail	1,987289865	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3:** Mean Difference China acquirers' CAARs - Western acquirers' CAARs for event window (-2,+2)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	1,376938476	1,413212233
Variance	38,89983254	38,16232873
Observations	44	62
Hypothesized Mean Difference	0	
df	92	-
t Stat	0,029621264	
P(T<=t) one-tail	0,488216635	
t Critical one-tail	1,661585397	
P(T<=t) two-tail	0,97643327	
t Critical two-tail	1,986086317	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4:** Mean Difference China acquirers' CAARs - Western acquirers' CAARs for t=0

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0,58733962	0,906197
Variance	9,29175891	25,04996
Observations	44	62
Hypothesized Mean Difference	0	
df	102	
t Stat	-0,4065228	
P(T<=t) one-tail	0,34260509	
t Critical one-tail	1,65992998	
P(T<=t) two-tail	0,68521018	
t Critical two-tail	1,98349526	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5:** Mean Difference China acquirers' CAARs  
cash offers – stock offers for event window (-20,+20)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0,749694705	34,39503
Variance	228,8121326	869,4763
Observations	39	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	2	-
t Stat	1,956612037	
P(T<=t) one-tail	0,094769026	
t Critical one-tail	2,91998558	
P(T<=t) two-tail	0,189538051	
t Critical two-tail	4,30265273	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6:** Mean Difference China acquirers' CAARs  
cash offers – stock offers for event window (-5,+5)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	1,360384664	16,11397
Variance	70,85750009	149,6327
Observations	39	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	2	-
t Stat	2,051991863	
P(T<=t) one-tail	0,088304244	
t Critical one-tail	2,91998558	
P(T<=t) two-tail	0,176608487	
t Critical two-tail	4,30265273	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7:** Mean Difference China acquirers' CAARs cash offers – stock offers for event window (-2,+2)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	1,252866982	4,217781
Variance	38,31655195	16,24867
Observations	39	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	3	-
t Stat	1,172104495	
P(T<=t) one-tail	0,162883064	
t Critical one-tail	2,353363435	
P(T<=t) two-tail	0,325766128	
t Critical two-tail	3,182446305	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8:** Mean Difference China acquirers' CAARs cash offers – stock offers for t=0  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0,356343	1,569074
Variance	7,957425	2,920436
Observations	39	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	3	
t Stat	-1,11759	
P(T<=t) one-tail	0,172589	
t Critical one-tail	2,353363	
P(T<=t) two-tail	0,345179	
t Critical two-tail	3,182446	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 9:** Mean Difference China acquirers' CAARs  
Private target – public target for event window (-20,+20)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable</i>	
	<i>Variable 1</i>	<i>2</i>
Mean	1,79558826	15,65886
Variance	395,481978	516,6392
Observations	39	5
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	5	
t Stat	-1,3014526	
P(T<=t) one-tail	0,1249203	
t Critical one-tail	2,01504837	
P(T<=t) two-tail	0,2498406	
t Critical two-tail	2,57058184	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 10:** Mean Difference China acquirers' CAARs  
Private target – public target for event window (-5,+5)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	1,547517	7,749406
Variance	72,53636	107,8056
Observations	39	5
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	5	
t Stat	-1,28151	
P(T<=t) one-tail	0,128113	
t Critical one-tail	2,015048	
P(T<=t) two-tail	0,256225	
t Critical two-tail	2,570582	



**ΠΙΝΑΚΑΣ 11** : Mean Difference China acquirers' CAARs  
Private target – public target for event window (-2,+2)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable</i> <i>1</i>	<i>Variable</i> <i>2</i>
Mean	1,209843	2,680283
Variance	36,17452	72,11963
Observations	39	5
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	5	
t Stat	-0,37529	
P(T<=t) one-tail	0,361418	
t Critical one-tail	2,015048	
P(T<=t) two-tail	0,722835	
t Critical two-tail	2,570582	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 12** : Mean Difference China acquirers' CAARs  
Private target – public target for t=0  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable</i> <i>2</i>
Mean	0,668317643	-0,04429
Variance	9,969598194	4,612597
Observations	39	5
Hypothesized Mean Difference	0	
df	6	
t Stat	0,656522343	
P(T<=t) one-tail	0,267920268	
t Critical one-tail	1,943180281	
P(T<=t) two-tail	0,535840536	
t Critical two-tail	2,446911851	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 13:** Mean Difference western countries acquirers' CAARs  
cash offers – stock offers for event window (-20,+20)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
		-
Mean	2,150756417	-2,37745
Variance	159,6881172	81,30331
Observations	52	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	2	
t Stat	0,04127026	
P(T<=t) one-tail	0,485414969	
t Critical one-tail	2,91998558	
P(T<=t) two-tail	0,970829938	
t Critical two-tail	4,30265273	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 14:** Mean Difference western countries acquirers' CAARs  
cash offers – stock offers for event window (-5,+5)  
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	1,318415	-3,63675
Variance	39,45601	42,46584
Observations	52	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	2	
t Stat	1,283099	
P(T<=t) one-tail	0,164029	
t Critical one-tail	2,919986	
P(T<=t) two-tail	0,328058	
t Critical two-tail	4,302653	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 15:** Mean Difference western countries acquirers' CAARs  
cash offers – stock offers for event window (-2,+2)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable</i> <i>1</i>	<i>Variable</i> <i>2</i>
Mean	0,881111	0,335787
Variance	27,43764	9,837899
Observations	52	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	3	
t Stat	0,27949	
P(T<=t) one-tail	0,399015	
t Critical one-tail	2,353363	
P(T<=t) two-tail	0,79803	
t Critical two-tail	3,182446	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 16:** Mean Difference western countries acquirers' CAARs  
cash offers – stock offers for t=0

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable</i> <i>2</i>
Mean	0,620155109	0,354674
Variance	9,569349765	0,534442
Observations	52	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	8	
t Stat	0,44113899	
P(T<=t) one-tail	0,335395682	
t Critical one-tail	1,859548038	
P(T<=t) two-tail	0,670791365	
t Critical two-tail	2,306004135	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 17** : Mean Difference western countries acquirers' CAARs  
Private target – public target for event window (-20,+20)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable</i> <i>1</i>	<i>Variable</i> <i>2</i>
Mean	-0,95009	0,766152
Variance	235,7496	90,00824
Observations	59	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	3	
t Stat	-0,29434	
P(T<=t) one-tail	0,393845	
t Critical one-tail	2,353363	
P(T<=t) two-tail	0,787689	
t Critical two-tail	3,182446	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 18** : Mean Difference western countries acquirers' CAARs  
Private target – public target for event window (-5,+5)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable</i> <i>2</i>
Mean	1,65965078	3,143217
Variance	69,5206382	15,71664
Observations	59	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	3	
t Stat	-0,5856446	
P(T<=t) one-tail	0,2996284	
t Critical one-tail	2,35336343	
P(T<=t) two-tail	0,59925679	
t Critical two-tail	3,18244631	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 19** : Mean Difference western countries acquirers' CAARs

Private target – public target for event window (-2,+2)

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	1,3613416	2,433334
Variance	39,811978	7,76333
Observations	59	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	3	
t Stat	-0,593489	
P(T<=t) one-tail	0,2973128	
t Critical one-tail	2,3533634	
P(T<=t) two-tail	0,5946256	
t Critical two-tail	3,1824463	

**ΠΙΝΑΚΑΣ 20** : Mean Difference western countries acquirers' CAARs

Private target – public target for t=0

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0,873118	1,556746
Variance	26,27344	1,426944
Observations	59	3
Hypothesized Mean Difference	0	
df	7	
t Stat	-0,71236	
P(T<=t) one-tail	0,249645	
t Critical one-tail	1,894579	
P(T<=t) two-tail	0,499291	
t Critical two-tail	2,364624	

## ΔΕΙΓΜΑ

### Α. Δείγμα 62 Σ&Ε με εταιρίες-στόχους από την Κίνα

Announcement Date	Acquiror Name	Target Name	Payment Type	Acquiror Nation	Target Nation	Acquiror Public Status	Target Public Status	Form of the Deal	Deal Attitude	Acquiror SDC Cusip	Target SDC Cusip	Acquiror Macro Industry	Target Macro Industry
14/11/2016	Seven Stars Cloud Group Inc	Sun Video Group Hong Kong Ltd	Stock Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	1F8747	1F8749	Media and Entertainment	Media and Entertainment
26/8/2016	Atlas Copco AB	Phillip-Tech (Beijing) Co Ltd	Cash Only	Sweden	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	049255	0F6182	Industrials	Industrials
23/8/2016	Albemarle Corp	Jiangxi Jiangli New Materials Science & Technology Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	012653	8E9865	Materials	Materials
1/8/2016	Burberry Group PLC	Burberry Group PLC-Chinese retail operations	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	12091K	7E7983	Consumer Staples	Retail
27/5/2016	CML Microsystems PLC	Wuxi Sicomm Technologies Ltd	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	12582N	6E1151	High Technology	High Technology
8/12/2014	Neogen Corp	Beijing Anapure BioScientific Co Ltd-Assets	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	640491	4C7112	Healthcare	Healthcare
5/11/2014	CECO Environmental Corp	Jiangyin Zhongli Industrial Technology Co Ltd - Assets	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	125141	3C9795	Industrials	High Technology
7/10/2014	Johnson Matthey PLC	A123 Systems LLC-Battery Materials Assets	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	479142	3C4668	Materials	Energy and Power
31/10/2013	Chart Industries Inc	Wuxi ZhongBo Heat Exchanger Co Ltd-Brazed Aluminum Heat Exchanger Business	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	16115Q	7A0532	Industrials	Materials

31/10/2013	Plastics Capital PLC	Beijing Higher Shengli Printing Science&Technology Co Ltd	Stock Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	72780A	7A0189	Materials	Materials
15/8/2013	L'Oreal SA	Magic Holdings International Ltd	Cash Only	France	China	Public	Public	Merger	Friendly	54405Q	55963N	Retail	Consumer Staples
17/1/2013	Stryker Corp	Trauson Holdings Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Public	Merger	Friendly	863667	89983P	Healthcare	Healthcare
28/9/2012	SMTC Corp	Seksun Array Electronics (Suzhou)Co Ltd-Production	Cash Only	Canada	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	832682	81651Y	High Technology	High Technology
12/9/2012	Air Products & Chemicals Inc	Guizhou Kaiyang Chemical Co Ltd-Air Separation Unit	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	009158	40904Y	Materials	Materials
5/9/2012	L&L Energy Inc	GuangYeh Coal Sales Co Ltd-Operations	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	50162D	40904E	Materials	Materials
30/5/2012	Assa Abloy AB	Shandong Guoqiang Hardware Science&Technology Joint- Stock Co Ltd	Cash Only	Sweden	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	04540X	84321Z	Industrials	Industrials
2/8/2012	McVicar Industries Inc	Anhui Linghua Co Ltd	Cash Only	Canada	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	582779	03425K	Materials	Materials
15/6/2012	Getinge AB	Acare Medical Science Ltd	Cash Only	Sweden	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	37448M	02201Q	Healthcare	Healthcare
21/11/2011	Pearson PLC	Global Education & Technology Group Ltd	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Public	Merger	Friendly	705015	38291R	Media and Entertainment	Consumer Products and Services
27/6/2011	Arrow Electronics Inc	Seed International Ltd- Distribution Business	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	042735	84026J	High Technology	Retail
21/6/2011	Nexans SA	Shandong Yanggu Cable Group Co Ltd- Power Cable Unit	Cash Only	France	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	65349L	84023T	High Technology	Materials

1/6/2011	Hologic Inc	TCT International Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	436440	86003Q	Healthcare	Healthcare
21/4/2011	Jacobs Engineering Group Inc	Aker Projects(Shanghai)Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	469814	06439E	Industrials	Industrials
19/4/2011	SciClone Pharmaceuticals Inc	NovaMed Pharmaceuticals Inc	Cash and Stock Combination	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	80862K	67366Z	Healthcare	Healthcare
17/2/2011	Trelleborg AB	Maine Industrial Tire LLC-Tire Plant	Cash Only	Sweden	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	89470Y	56020P	Materials	Industrials
5/1/2011	Merck KGaA	Beijing Skywing Technology Co Ltd	Cash Only	Germany	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	589339	07896V	Healthcare	Consumer Products and Services
7/12/2010	GlaxoSmith Kline PLC	Nanjing MeiRui Pharma Co Ltd	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	37733W	63280L	Healthcare	Healthcare
29/11/2010	Cardinal Health Inc	Zuellig Pharma China Corp	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	14149Y	98076N	Healthcare	Consumer Products and Services
5/11/2010	Universal Electronics Inc	Enson Assets Ltd	Cash and Stock Combination	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	913483	29051F	High Technology	High Technology
18/11/2008	Smiths Group PLC	Zhejiang Zheda Medical Instrument Co Ltd	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	83208N	99326A	High Technology	Healthcare
17/6/2010	Rhodia SA	Jiangsu Feixiang Chemical Co Ltd	Cash Only	France	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	762397	30408L	Materials	Materials
26/4/2010	International Paper Co	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA-Asian Operations(15)	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	460146	86301M	Materials	Materials
2/3/2010	Cantronic Systems Inc	Actiontop Electronics	Cash and	Canada	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	138668	01502A	High Technology	High Technology



		(Shenzhen) Co Ltd	Stock Combin ation										
4/9/2009	PerkinElmer Inc	SYM-BIO Lifescience Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	714046	86539L	Healthcare	Healthcare
10/10/2008	Microsoft Corp	Surpassing Technologies Inc- Core Software Assets	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	594918	88532L	High Technology	High Technology
3/6/2008	Ingram Micro Inc	Cantechs Group- Distribution Business & Certain Assets	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	457153	13814K	High Technology	Industrials
11/6/2008	China Sky One Medical Inc	Peng Lai Jin Chuang Co	Cash and Stock Combin ation	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	16941P	70714P	Healthcare	Healthcare
29/4/2008	MTS Systems Corp	Shenzhen Sans Testing Machine Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	553777	82384R	Industrials	Industrials
28/4/2008	Silvercorp Metals Inc	Yangtze Mining Ltd	Cash and Stock Combin ation	Canada	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	82835P	98668R	Materials	Materials
25/4/2008	Regal Beloit Corp	Joyce Court Holdings Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	758750	48680H	Energy and Power	Energy and Power
13/3/2008	Trident Microsyste ms Inc	Beijing Tiside Electronics Design Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	895919	07855E	High Technology	High Technology
24/1/2008	EnPro Industries Inc	Sinflex Sealing Technologies	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	29355X	78873K	Consumer Products and Services	Materials

29/11/2007	Glu Mobile Inc	Beijing Zhangzhong MIG Information Technology Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	379890	07681L	High Technology	High Technology
26/6/2007	YRC Worldwide Inc	Shanghai Jiayu Logistics Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	984249	82144L	Industrials	Industrials
28/8/2007	Imerys SA	Astron Ltd-Zirconia Materials Business	Cash Only	France	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	45267Y	04697R	Materials	Materials
2/4/2007	Vf Corp	Youngone Corp-Branded Business	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	918204	98628T	Consumer Staples	Consumer Staples
3/1/2007	Cirrus Logic Inc	Caretta Integrated Circuits Corp	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	172755	14144Q	High Technology	High Technology
23/12/2006	Italcementi SpA	Shaanxi Fuping Cement Manufacturing Co Ltd	Cash Only	Italy	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	465272	81869N	Materials	Materials
18/12/2006	Carlisle Cos Inc	Meiyan Tire Group-Assets	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	142339	58634V	Industrials	Industrials
1/11/2006	K-Tron International Inc	Wuxi Chenghao Machinery Co Ltd - Certain Assets	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	482730	98282R	Industrials	Industrials
8/6/2006	Pay88 Inc	Chongqing Qianbao Technology Ltd	Stock Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	704291	16894J	High Technology	High Technology
3/4/2006	Sigma-Aldrich Corp	Beijing Superior Chemicals & Instruments Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	826552	07832V	Materials	Materials
16/5/2006	Siemens AG	PhotonicBridges(China)Co Ltd	Cash Only	Germany	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	826197	71965L	Telecommunications	Telecommunications
13/4/2006	MonsterMobile Group PLC	W-Infinity Communications Ltd	Cash and Stock Combination	United Kingdom	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	61165P	93099E	High Technology	High Technology

26/1/2006	Kadant Inc	Jining Huayi Light Industry Machinery Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	48282T	47701Z	Industrials	Industrials
7/12/2005	Agilysys Inc	Mainline Information Systems Inc- China,Hong Kong Operations	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	00847J	56110Y	High Technology	High Technology
28/9/2005	Nurun Inc	China Interactive	Cash and Stock Combination	Canada	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	670585	16899F	High Technology	High Technology
7/7/2005	Luxottica Group SpA	Beijing Xueliang Optical Technology Co Ltd	Cash Only	Italy	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	55068R	07805V	Consumer Products and Services	Healthcare
30/3/2005	International DisplayWorks Inc	Three-Five Systems(Beijing)Co Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	459412	88561T	Industrials	High Technology
10/3/2005	TT Electronics PLC	Dage Ltd	Cash Only	United Kingdom	China	Public	Priv.	Merger	Friendly	87384J	23565X	High Technology	High Technology
19/8/2004	Amazon.com Inc	Joyo.com Ltd	Cash Only	United States of America	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	023135	48123P	Retail	Consumer Products and Services
20/1/2004	Sterling Group Ventures Inc	Micro Express Ltd	Cash Only	Canada	China	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	85932R	59535H	Materials	Materials

### **B. Δείγμα 44 Σ&Ε με αγοράστριες εταιρίες από την Κίνα**

Announcement Date	Acquiror Name	Target Name	Payment Type	Acquiror Nation	Target Nation	Acquiror Public Status	Target Public Status	Form of the Deal	Deal Attitude	Acquiror SDC Cusip	Target SDC Cusip	Acquiror Macro Industry	Target Macro Industry
11/10/2016	Shangying Global Co Ltd	Oneworld Star International	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	1E0472	9E4848	Materials	Consumer Staples
7/9/2016	China Vanke Co Ltd	Ryder Court, London	Cash Only	China	United Kingdom	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	Y77421	8E5856	Real Estate	Real Estate
10/8/2016	Beijing Kunlun Tech Co Ltd	Starmaker Interactive Inc	Cash only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	07927C	8E4726	High Technology	High Technology
15/6/2016	Xiamen Kingdomway Group Co	Doctor's Best Inc	Cash only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	98041H	6E5454	Healthcare	Consumer Staples
3/6/2016	JSTI Group Co Ltd	TestAmerica Enviromental Services LLC	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merg er	Friendly	7C6782	7E9129	Industrials	Consumer Products and Services
20/5/2016	Guangdong Dongfang Precision	EDF Europe SRL	Cash Only	China	Italy	Public	Priv.	Merg er	Friendly	40800K	5E9366	Industrials	Industrials
31/12/2010	Suzhou Good-Ark Electro Co Ltd	Miradia Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merg er	Friendly	86946V	60439M	High Technology	High Technology
22/3/2016	Youzu Interactive Co Ltd	Bigpoint GmbH	Cash Only	China	Germany	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	3C6125	08978R	Industrials	High Technology
12/11/2015	Jiangsu Hengli Highpressure	HAWE InLine Hydraulik GmbH	Cash Only	China	Germany	Public	Priv.	Merg er	Friendly	47902N	4E3127	Industrials	Industrials
25/2/2016	SDIC Power Holdings Co	Repsol Nuevas Energias UK Ltd	Cash Only	China	United Kingdom	Public	Priv.	Acq. of	Friendly	81156X	81172V	Energy and Power	Energy and Power

	Ltd				m			Assets					
4/2/2016	Suzhou Dongshan Precision	Multi-Fineline Electronix Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Public	Merger	Friendly	86382C	62541B	Industrials	High Technology
15/1/2016	Qingdao Haier Co Ltd	General Electric Co-Appliances Business	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	74708A	36157P	Industrials	Consumer Staples
6/1/2016	Yechiu Metal Recycling(China)	Metalico Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	98986M	591176	Materials	Materials
8/1/2016	Zhejiang Hailiang Co Ltd	JMF Co	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	Y988AK	2E8777	Materials	Industrials
31/12/2015	Navtech Inc	Beijing Ruitong Xinyuan Semiconductor Technology Co Ltd	Stock Only	China	Sweden	Public	Priv.	Merger	Friendly	9A3041	2E7030	Industrials	High Technology
29/12/2015	Zhejiang Yinlun Mach Co Ltd	Thermal Dynamics International LLC	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	99120W	88349X	Industrials	Industrials
18/12/2015	Shanghai Shenda Co Ltd	Perfect Fit Industries LLC	Cash only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	82304X	2E2546	Consumer Staples	Consumer Staples
27/11/2015	Ningbo Joyson Electronic Corp	Key Safety Systems Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	2C5748	106702	High Technology	Industrials
27/10/2015	Sinocare Inc	Nipro Diagnostics Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	84291T	1E1253	Healthcare	Healthcare
28/4/2016	Shanghai Jahwa United Co Ltd	Mayborn Group PLC	Cash Only	China	United Kingdom	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendly	82010C	57787K	Consumer Staples	Consumer Products and Services
20/8/2015	Shanghai Kehua Bio-Engineering	Technogenetics Srl	Cash Only	China	Italy	Public	Priv.	Merger	Friendly	82060H	9C7894	Healthcare	Healthcare
12/8/2015	Leyard	Planar Systems Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Public	Merger	Friendly	Y5171	72690	High Technology	High Technology

	Optoelectronic Co Ltd				States of America		Public	Acq. of Assets	Friendl y	W 0			
28/4/2015	Lingyun Industrial Corp Ltd	Waldaschaff Automotive GmbH	Cash only	China	Germany	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendl y	53581J	93423 L	Industrials	Industrials
17/3/2015	Zhejiang Wanfeng Auto Wheel Co	Wanfeng MLTH Holdings Co Ltd	Cash Only	China	United Kingdom	Public	Priv.	Merg er	Friendl y	99058C	6C641 0	Industrials	Industrials
28/1/2015	Kingsignal Technology Co Ltd	PC Specialties-China LLC	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merg er	Friendl y	49592Z	5C773 1	Materials	High Technology
26/12/2013	Shenzhen Hepalink Pharm Co Ltd	Scientific Protein Laboratories LLC	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendl y	83839R	80877J	Healthcare	Healthcare
8/7/2013	Shang Gong Group Co Ltd	KSL Keilmann Sondermaschinenbau GmbH	Cash Only	China	Germany	Public	Priv.	Merg er	Friendl y	78763A	5A367 2	Industrials	Industrials
29/4/2013	Kweichow Moutai Co Ltd	Chateau Loudenne SASU	Cash only	China	France	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendl y	48397T	3A818 7	Consumer Staples	Consumer Staples
15/11/2012	Beijing Unistrong Science &	Hemisphere GPS Inc- Non-Agricultural Operations	Cash Only	China	Canada	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendl y	07882 Q	2A017 8	Industrials	Telecommunications
23/1/2013	Tianjin Motor Dies Co Ltd	GIW Gesellschaft für innovative Werkzeuge mbH - Assets	Cash Only	China	Germany	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendl y	3A1539	1A832 8	Industrials	Industrials
29/10/2012	Han's Laser Technology Co Ltd	GSI Group Inc-Semiconductor & Lasers Businesses	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. of Assets	Friendl y	41183V	36936 L	Industrials	High Technology
30/11/2011	Ji lin Ji En Nickel Industry	Goldbrook Ventures Inc	Cash Only	China	Canada	Public	Public	Merg er	Unsolic .	09114E	38076 R	Materials	Materials
16/9/2011	Shandong Hiking Intl Co Ltd	New Image Labs Corp	Stock Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merg er	Friendl y	82133 N	64563 Z	Consumer Products and Services	Consumer Products and Services

9/7/2011	Zhanjiang Guolian Aquatic Prod	S.S.C Inc	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	99309T	87382 M	Consumer Staples	Retail
16/6/2011	Hytera Communications Corp Ltd	Rohde & Schwarz Professional Mobile Radio GmbH	Cash Only	China	Germany	Public	Priv.	Merger	Friendly	47431R	77555 Q	Telecommunications	Telecommunications
6/3/2007	Tibet Rhodiola Pharm Hldg Co	Rothschild Trust Holdings LLC-Certain Assets	Stock Only	China	United States of America	Public	Priv.	Acq. Cert. Asts.	Friendly	88695E	77882 X	Healthcare	Consumer Products and Services
3/11/2015	NetDragon Websoft Inc	Promethean World PLC	Cash Only	China	United Kingdom	Public	Public	Merger	Friendly	64075R	87502 R	High Technology	High Technology
29/10/2015	C Banner Intl Hldgs Ltd	Ludendo Enterprises UK Ltd	Cash Only	China	United Kingdom	Public	Priv.	Merger	Friendly	13349K	1E186 8	Consumer Staples	Retail
22/6/2015	Ourgame International Holdings	World Poker Tour	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	8A8114	98202 F	High Technology	Media and Entertainment
17/3/2015	HC International Inc	Orange Triangle Inc	Cash and Stock Combination	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	40544 W	6C643 5	High Technology	High Technology
14/3/2014	Hilong Holding Ltd	Texas Internal Pipe Coating LLC	Cash Only	China	United States of America	Public	Priv.	Merger	Friendly	G4509 G	9A796 4	Energy and Power	Materials
28/1/2014	Goodbaby International Holding	Columbus Holding GmbH	Cash and Stock Combination	China	Germany	Public	Priv.	Merger	Friendly	31477 U	8A693 9	Consumer Products and Services	Consumer Products and Services
2/9/2009	Hunan Nonferrous Metals Corp	Beaver Brook Antimony Mine Ltd	Cash Only	China	Canada	Public	Priv.	Merger	Friendly	44583 N	07548 T	Materials	Materials
11/6/2007	Aluminum Corp of China Ltd	Peru Copper Inc	Cash Only	China	Canada	Public	Public	Merger	Friendly	022276	71547 M	Materials	Materials

