



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

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

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» (mega - merger M&A deals) στην αγορά των ΗΠΑ

ΑΛΕΞΑΚΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ ΑΘΑΝΑΣΙΑ
ΑΜ: ΜΧΑΝ1603

Επιβλέπων Καθηγητής: Επικ. Καθ. Δ. Κυριαζής

Τριμελής Επιτροπή: Επικ. Καθ. Δ. Κυριαζής,

Καθ. Χ. Στεφανάδης,

Καθ. Εμ. Τσιριτάκης

Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2018

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την περάτωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στη «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική» με κατεύθυνση στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση» για στελέχη, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Δημήτριο Κυριαζή, για την πολύτιμη βοήθεια και άριστη συνεργασία που είχαμε μέχρι και την ολοκλήρωση της παρούσης εργασίας. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω και τον κ. Α. Χαρέμη για την πολύτιμη βοήθεια του στην εφαρμογή της μεθοδολογίας.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την απεριόριστη στήριξη και την συμπαράστασή τους σε κάθε μου βήμα.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζονται οι μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών στην αγορά των ΗΠΑ, εστιάζοντας στις λεγόμενες μεγάλες συμφωνίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών εντός Η.Π.Α., για την περίοδο 1990-2017.

Σκοπός της έρευνάς μας είναι, να διερευνήσουμε εάν υπάρχει διαφορά στις αποδόσεις αυτές πριν και μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, καθώς και που οφείλεται αυτή.

Πιο αναλυτικά, χρησιμοποιούμε τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων γύρω από τη βραχυπρόθεσμη περίοδο ανακοίνωσης, με τη χρήση του υποδείγματος του Δείκτη Αγοράς (Market Model), για ένα τελικό δείγμα 1.146 ολοκληρωμένων συμφωνιών στην αγορά των ΗΠΑ. Προκειμένου να βρούμε τους παράγοντες που καθορίζουν τις αποδόσεις, χρησιμοποιούμε μια σειρά από μεταβλητές, οι οποίες εκτός από το μέγεθος της συμφωνίας (μεγάλες συμφωνίες >500 εκατ.\$ ή όχι), είναι η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς, το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρίας-στόχου (εισηγμένη/ιδιωτική εταιρία) και το σημαντικότερο η χρονική περίοδος, καθώς και εάν η συναλλαγή Σ&Ε είναι μεταξύ επιχειρήσεων που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο ή όχι.

Τα ευρήματα στην πλειονότητά τους από το πρώτο μέρος της μονο-μεταβλητής ανάλυσής μας επιβεβαιώνουν τις σημαντικά υψηλότερες αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις των Mega deals μετά την κρίση, τις υψηλότερες αποδόσεις των εισηγμένων (public) επιχειρήσεων μετά την κρίση, ενώ τέλος οι μέσες μη-κανονικές και αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για τις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά, όπου οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) μετά το 2009, είναι υψηλότερες από την πρώτη υπο-περίοδο. Τα συμπεράσματα αυτά είναι βασικά σε συμφωνία με τη μελέτη των Alexandridis et al. (2017) που τα δικαιολόγησε επί τη βάσει του επιχειρήματος ότι τόσο οι επενδυτές όσο και οι διοικήσεις των επιχειρήσεων στην περίοδο μετά το 2008 έκαναν καλύτερη και

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

προσεκτικότερη διαχείριση των Σ&Ε που πραγματοποιήσαν και ειδικά των μεγάλων συμφωνιών.

Ωστόσο, η σημαντικότητα των παραγόντων αυτών δεν επιβεβαιώνεται από το δεύτερο μέρος της πολυμεταβλητής ανάλυσής μας, που είναι η ανάλυση παλινδρόμησης.

Λέξεις κλειδιά : Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, μέθοδος ανάλυσης γεγονότων, Μη-κανονικές αποδόσεις, μεγάλες συμφωνίες

Abstract

The present thesis examines the cumulative average abnormal returns (CAARs) of the acquirers within the US market, focusing on the so-called mega M&A deals for the period 1990-2017. The main goal of our study is to investigate if these CAARs are different in the period before and after the financial crisis of 2008 and to detect the causes of this difference, if there is any at all.

More specifically we apply the standard event study methodology to estimate the Abnormal Returns of the short-term announcement window, using the Market Model for a final sample of 1,146 completed domestic deals of US acquirers. In order to discover the determinants of the Abnormal Returns, we employ a series of variables, which besides the size of the deal (mega deals>500 mln.\$), are the mode of payment, the ownership status of the target firm (private vs. listed) and the most important of all, the period of time (in relation with the year 2008), as well as the relatedness of the acquisition event (related vs. unrelated takeovers).

Our findings from the first part of our analysis (univariate analysis) more or less confirm that after the crisis the cumulative average abnormal returns of the acquirers are statistically significantly higher in the case of mega deals, and cash offers. These results are in basic terms in agreement with those reported by the study of Alexandridis et al. (2017) who justified them on the basis of the argument that both investors and the management of the acquiring companies in the post-2008 period made a better and more careful planning of the M&A deals- especially the mega deals- they executed increasing the shareholders' value.

However, the significance of these factors was not vindicated in the second part of our analysis, namely the multivariate regression analysis.

Key words: Mergers & Acquisitions, Event study analysis, Abnormal Returns, Mega Deals.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|----|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ | 9 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΘΕΩΡΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ | 12 |
| 2.1: Ορισμοί και Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών | 12 |
| 2.2: Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Επιτροπές Ανταγωνισμού | 17 |
| 2.3: Κίνητρα και Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών | 18 |
| 2.4: Κίνδυνοι και ευκαιρίες κατά την υλοποίηση μιας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς..... | 26 |
| 2.5: Κύματα Σ&Ε – Ιστορική Ανασκόπηση..... | 30 |
| 2.6: Αποδόσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών | 36 |
| 2.7: Η περίπτωση των Μεγάλων Συμφωνιών (Mega Deals)..... | 39 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ | 44 |
| 3.1: Μέθοδοι μέτρησης της αξίας Σ&Ε – Η Αποδοτικότητα των Σ&Ε | 44 |
| 3.2: Δεδομένα | 49 |
| 3.3: Μεθοδολογία..... | 50 |
| 3.4: Στατιστική Ανάλυση Δείγματος Δεδομένων..... | 53 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ | 63 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ | 79 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 82 |

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

| | |
|--|----|
| Γραφημα 1: Κύματα Σ&Ε από το 1897 έως το 1999 στις ΗΠΑ | 33 |
| Γραφημα 2: Ογκος συμφωνών Σ&Ε το 2013 ανά ήπειρο..... | 34 |
| Γραφημα 3: Αξία συμφωνιών Σ&Ε το 2015 ανά ήπειρο | 34 |
| Γραφημα 4: Αξία και όγκος Σ&Ε από το 2010 έως το 2015 | 36 |
| Γραφημα 5: Συνολικός Αριθμός Deals και Αξία ανά έτος, περίοδος 1990-2017. | 55 |
| Γραφημα 6: Συνολικός Αριθμός και Αξία των Deals και MegaDeals ανά έτος, περίοδος 1990-2017. | 55 |
| Γραφημα 7: Απεικόνιση CAARs για τα χρονικά διαστήματα [-10,10], [-5,5] και [-1,1], περίοδος 1990-2017 | 64 |

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

| | |
|---|----|
| Πίνακας 1: Αίτια και Κίνητρα Σ&Ε | 24 |
| Πίνακας 2: Παράγοντες επιτυχίας & αποτυχίας Σ&Ε..... | 29 |
| Πίνακας 3: Συνολικός Αριθμός και Αξία Deals και MegaDeals ανά έτος (ποσά σε εκατ. \$)..... | 54 |
| Πίνακας 4: Περιγραφή Μεταβλητών | 59 |
| Πίνακας 5: Βασικά Στατιστικά στοιχεία μεταβλητών | 60 |
| Πίνακας 6: Συντελεστές Συσχέτισης μεταβλητών..... | 61 |
| Πίνακας 7: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους | 65 |
| Πίνακας 8: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο τη μέθοδο πληρωμής..... | 66 |
| Πίνακας 9: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο το ιδιοκτησιακό καθεστώς | 68 |
| Πίνακας 10: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο τα MegaDeals..... | 69 |
| Πίνακας 11: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο το ίδιο SIC CODE | 71 |
| Πίνακας 12: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, ανά κριτήριο | 73 |
| Πίνακας 13: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για τις δύο υπο-περιόδους, και έλεγχος διαφορών προ και μετά κρίσης (p-values) | 74 |
| Πίνακας 14: Αποτελέσματα παλινδρομήσεων OLS για τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) με ψευδομεταβλητές και μεταβλητή Deal Value..... | 77 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πρωταρχικός στόχος της παρούσης διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της συμπεριφοράς των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών στις ΗΠΑ, από πράξεις Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε) που πραγματοποίησαν εντός ΗΠΑ. Το δείγμα μας περιλαμβάνει περιπτώσεις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1990-2017. Τα δεδομένα μας αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon, που περιλαμβάνει το σύνολο των Σ&Ε για τις ΗΠΑ.

Ουσιαστικά καλούμαστε μέσω της εμπειρικής ανάλυσης με τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) να εξετάσουμε εάν οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν επέτυχαν να δημιουργήσουν θετική αξία για τις αγοράστριες εταιρείς ή οδήγησαν σε «καταστροφή» αξίας, δημιουργώντας αρνητικές μη-κανονικές μέσες και σωρευτικές αποδόσεις.

Βασικά ερωτήματα προς απάντηση της συγκεκριμένης εργασίας είναι τα εξής:

1. Οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν για την περίοδο 1990-2017 (καθώς επίσης και σε υποπεριόδους, προ και μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση εάν δημιούργασαν θετικές ή αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις στις αγοράστριες εταιρείες.

2. Ποιες είναι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρείες εντός ΗΠΑ;

3. Η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς και το ποσοστό υπάρχουσας ιδιοκτησίας της εταιρίας έχουν επίδραση στις αποδόσεις και στη δημιουργία ή μη αξίας για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών;

4. Οι συσχετισμένες Σ&Ε έχουν επίδραση στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους;

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Για να μελετήσουμε τα συγκεκριμένα ζητήματα συλλέξαμε ένα δείγμα 3.492 πράξεων Σ&Ε που ολοκληρώθηκαν στις ΗΠΑ από εγχώριες εταιρείες για την περίοδο 1990-2017. Παράλληλα, για να εξετάσουμε την επίδραση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, διασπάμε το δείγμα μας στις αντίστοιχες περιόδους 1990-2008 και 2009-2017. Το συγκεκριμένο δείγμα περιλαμβάνει το σύνολο των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν από εταιρείες του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα.

Όσον αφορά τη μεθοδολογική μας προσέγγιση, χρησιμοποιήσαμε τη μεθοδολογία των επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology). Στην ανάλυση που πραγματοποιούμε εξετάζουμε τη συμπεριφορά των μη-κανονικών αποδόσεων των αγοραστών, με τη χρήση της διαφοράς της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και της αναμενόμενης απόδοσης, όπως αυτή προκύπτει από το υπόδειγμα της αγοράς (market model).

Βασικό άρθρο για την ανάλυσή μας αποτελεί το άρθρο των Alexandridis et al. (2017), οι οποίοι πραγματοποίησαν αντίστοιχη μελέτη έως το 2015, μελετώντας την επίδραση της κρίσης. Η παρούσα εργασία μελετά επισταμένα την επίδραση που είχε η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς και το ποσοστό υπάρχουσας ιδιοκτησίας της εταιρίας στις αποδόσεις και στη δημιουργία ή μη αξίας για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών.

Όσον αφορά τη διάρθρωση της παρούσης διπλωματικής εργασίας, αυτή διαρθρώνεται ως εξής: Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει το θεωρητικό πλαίσιο των Σ&Ε, όπου αναπτύσσονται οι βασικοί ορισμοί, τα κίνητρα και οι έννοιες που αφορούν το ερευνητικό αυτό πεδίο και πραγματοποιείται ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας. Η βιβλιογραφική επισκόπηση περιλαμβάνει τα κίνητρα των Σ&Ε, τις ευκαιρίες και τους κινδύνους, τα κύματα των Σ&Ε και την πρόσφατη ιστορία τους, αλλά και τα ευρήματα αναφορικά με τα χαρακτηριστικά των Μεγάλων Συμφωνιών (Mega Deals).

Στο τρίτο κεφάλαιο, αναλύονται τα δεδομένα που συλλέχθηκαν και αναπτύσσεται η μεθοδολογία που θα εφαρμοστεί για τη μέτρηση της αξίας Σ&Ε και την αποδοτικότητα των Σ&Ε, ενώ παρουσιάζονται και τα βασικά χαρακτηριστικά του δείγματος. Στο τέταρτο, ακολούθως, παρουσιάζονται τα

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

αποτελέσματα και η μέτρηση των CAARs και της στατιστικής σημαντικότητάς τους, για τις εναλλακτικές υποθέσεις που εξετάζονται και η ανάλυση παλινδρόμησης με απλό OLS.

Τέλος, η διατριβή ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα, τα οποία συνοψίζονται στο πέμπτο κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΘΕΩΡΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τους (Barkema & Schijven, 2008) η παγκόσμια επένδυση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές έχει υπερβεί κάθε προηγούμενο επίπεδο. Όπως ήταν αναμενόμενο σύμφωνα με τον Halebian et al (2009) έχει καταφέρει να προσεγγίσει το ενδιαφέρον και της ακαδημαϊκής έρευνας, δεδομένης της χρηματοοικονομικής και στρατηγικής της πρακτικής σημασίας. Προφανώς, η εντατικοποίηση της ακαδημαϊκής ενασχόλησης έχει δημιουργήσει αξιόλογη γνώση σχετικά με το αντικείμενο, ωστόσο δεν έχει γίνει ακόμη εφικτό να επιτευχθούν οικουμενικά διεπιστημονικά αποτελέσματα και υπάρχει σοβαρή έλλειψη αλληλεπίδρασης μεταξύ των διαφορετικών επιστημονικών κλάδων που επιδιώκουν να προσεγγίσουν το αντικείμενο. Αυτό το φαινόμενο, ασφαλώς, περιορίζει τόσο την γνώση του κάθε επιστήμονα, όσο και την δυνατότητα αξιοποίησης διεπιστημονικών εργαλείων για την ακριβέστερη προσέγγιση ενός τέτοιου πολύπλευρου θέματος.

Ακόμη μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος να υπάρχουν ασυνέπειες ανάμεσα σε διαφορετικές προσεγγίσεις και τα συμπεράσματα να είναι αντικρουόμενα, λόγω των περιορισμένων δειγμάτων ή της ανεπιτυχούς χρήσης κατάλληλων επιστημονικών εργαλείων.

2.1: Ορισμοί και Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Για την ορθή κατανόηση του αντικειμένου της παρούσας εργασίας, είναι σημαντικό να προσδιοριστούν με ακρίβεια οι βασικές έννοιες που απαιτούνται κατά την ακόλουθη ανάλυση. Προφανώς, εκτός των βασικών εννοιών της εξαγοράς και της συγχώνευσης, θα οριοθετηθούν επιμέρους περιπτώσεις που θα πλαισιώσουν κατάλληλα το κύριο αντικείμενο της έρευνας. Ασφαλώς οι συγχωνεύσεις (mergers) και οι εξαγορές (acquisitions/takeovers) έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων σε παγκόσμιο επίπεδο.

Αρχικά, πρέπει να δοθούν οι ορισμοί των κύριων εννοιών που περιγράφονται σε αυτή την εργασία, δηλαδή της Συγχώνευσης και της

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Εξαγοράς. Ως **Συγχώνευση** ορίζεται «η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων από την οποία προκύπτει μια νέα επιχείρηση ανεξάρτητη από τις προηγούμενες, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων» (Πασιούρας, 2006).

Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι συμμετέχουσες στη συγχώνευση εταιρίες, απορροφούνται σε μια νέα νομική και λειτουργική οντότητα την οποία, από κοινού, συναποτελούν. Όπως είναι προφανές, μια σειρά εσωτερικών οικονομικών κλίμακας και καλύτερης ανταπόκρισης στον εξωτερικό ανταγωνισμό αποτελούν τα κίνητρα των συγχωνεύσεων (Πασιούρας, 2006).

Σε ορισμένες περιπτώσεις παρατηρούμε τη συνένωση δυο ή περισσότερων εταιριών κατά την οποία η εταιρία αγοραστής (bidding firm) απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου (target firm). Ο αγοραστής, συνήθως, διατηρεί την ονομασία του, ενώ η εξαγορασμένη επιχείρηση παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση. Αυτή είναι η λεγόμενη συγχώνευση με απορρόφηση (Adelaja et al., 1999 και Gaugham, 2010).

Από την άλλη πλευρά, ως **Εξαγορά** ορίζεται «η απόκτηση μέρους ή συνόλου μιας επιχείρησης από την άλλη και μπορεί να είναι πλήρης ή μειοψηφίας». Σε αυτή την περίπτωση, οι στόχοι είναι παρόμοιοι, αλλά η μια εταιρία καταφέρνει να αποκτήσει και να ελέγξει ένα μέρος ή ολόκληρη την εξαγοραζόμενη επιχείρηση (Adelaja et al. 1999 και Gaugham, 2010). Σε αυτή την περίπτωση διακρίνονται τρεις υποκατηγορίες σύμφωνα με Πασιούρας (2006).

1. Πλήρης εξαγορά: Η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά το 100% της εταιρίας στόχου.
2. Εξαγορά πλειοψηφίας ή Εξαγορά ελέγχου: Η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά μερίδιο μεταξύ 50% και 99,9% της εταιρίας στόχου, προκειμένου να είναι σε θέση να λαμβάνει τις αποφάσεις που την αφορούν.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

3. Αγορά μειοψηφίας: Σε αυτή την περίπτωση, δεν αποκτάται ο έλεγχος της εταιρίας στόχου. Ωστόσο, η εξαγοράζουσα εταιρία επιτυγχάνει να επηρεάζει την επιχείρηση στόχο και να επωφελείται από αυτή με βάση το ποσοστό που αποκτά.

Εξαγορά ενεργητικού (Acquisition of Assets) : Ο αγοραστής αποκτά όλα ή τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία της εξαγορασμένης επιχείρησης, ωστόσο αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η τελευταία παύει να υπάρχει. Ο πρώτος τρόπος με τον οποίο μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τις Σ & Ε στηρίζεται στη μορφή βιομηχανικής οργάνωσης που αυτές προωθούν (Γεωργόπουλος, 2004).

Επιχειρώντας να αντιπαραβάλλουμε τις ιδιότητες των εξαγορών και των συγχωνεύσεων καθίσταται σαφές ότι η συγχώνευση εταιριών πραγματοποιείται υπό την κοινή βούληση των συγχωνευόμενων εταιριών στη βάση της αντίληψης ότι μια τέτοια κίνηση θα βελτιώσει τα κέρδη και τις παραγωγικές τους διαδικασίες και θα περιορίσει τα κόστη τους. Αντίθετα, η εξαγορά, αποτελεί απορρόφηση της εταιρίας στόχου από την εξαγοράζουσα εταιρία η οποία μπορεί να γίνει φιλικά αλλά και επιθετικά, ενώ το σύνολο των ευθυνών και των υποχρεώσεων της εταιρίας στόχου επιβαρύνει τον αγοραστή (Πασιούρας, 2006).

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές διαχωρίζονται σε είδη ανάλογα με τη συσχέτιση στον **κλάδο που δραστηριοποιούνται** (βαθμός ολοκλήρωσης), σε οριζόντιες, κάθετες, συμπληρωματικές ή ασυσχέτιστες (Παπαδάκης, 2002).

Οι **οριζόντιες** συμφωνίες είναι αυτές που αφορούν επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και βασικός στόχος είναι η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης, η αποτελεσματικότητα και ο συντονισμός των δράσεων (Πασιούρας, 2006).

Αντίθετα, οι **κάθετες** συμφωνίες αφορούν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετική φάση της παραγωγής του ίδιου προϊόντος. Στόχος είναι η διατήρηση των κερδών που διαχέονται στους μεσάζοντες και στον περιορισμό του ανταγωνισμού και την βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας (Πασιούρας, 2006).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Επίσης, υπάρχουν και οι ομοκεντρικές ή ομογενείς συγχωνεύσεις που αφορούν επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο αλλά τα προϊόντα τους διαφοροποιούνται τόσο στο τελικό στάδιο όσο και στη γραμμή παραγωγής (Lubatkin, 1983).

Τέλος, υπάρχουν συμφωνίες και εξαγορές ανομοιογενών επιχειρήσεων, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους και δεν παράγουν το ίδιο ενδιάμεσο ή τελικό προϊόν (Πασιούρας, 2006). Συνήθως σε αυτές τις περιπτώσεις ο στόχος είναι η αξιοποίηση των επενδυτικών κεφαλαίων του εξαγοραστή (Lubatkin, 1983).

Επιπλέον, μπορούν να διαχωριστούν σύμφωνα και με τη **στάση της διοίκησης** της επιχείρησης-στόχου (target company) σε φιλικές ή επιθετικές/εχθρικές (Παπαδάκης, 2002). Με τον όρο Φιλική εξαγορά (friendly takeover) το management της επιχείρησης “καλωσορίζει” τον αγοραστή (τον οποίο ενδεχομένως έχει αναζητήσει), αποδέχεται τη διαδικασία και προτρέπει το διοικητικό συμβούλιο και τους μετόχους να πράξουν το ίδιο, συντομεύοντας τις διαπραγματεύσεις. Αντίθετα, με τον όρο Εχθρική εξαγορά (hostile takeover), το management της επιχείρησης αντιτίθεται στην εξαγορά και προς αυτή την κατεύθυνση προτρέπει και τους μετόχους. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται συνήθως με τη μέθοδο της υποβαλλόμενης προσφοράς – tender offer (Brealey et al. 2001). Ο υποψήφιος αγοραστής κάνει άμεσα μια προσφορά στους μετόχους για πώληση των μετοχών τους σε τιμή υψηλότερη από αυτή της αγοράς (με άμεση επικοινωνία μαζί τους π.χ ταχυδρομικά), χωρίς να έρχεται σε επαφή με το management της εταιρίας στόχου, το οποίο παρακάμπτει (Patsiouras, 2006).

Στη συνέχεια, θα αναφερθούμε σε μια άλλη διάκριση εξαγορών, η οποία δεν υπεισέρχεται στο πλαίσιο των προηγούμενων κατηγοριοποιήσεων. Εδώ η εταιρία εξαγοράζεται από το δικό της management ή από μια ομάδα επενδυτών συνήθως με υποβαλλόμενη προσφορά. Οι εξαγορές αυτές ονομάζονται **management buyouts (MBOs)** αν αναμιγνύονται οι managers, και **leveraged buyouts (LBOs)**, αν τα κεφάλαια χρηματοδότησης της εξαγοράς προέρχονται από σύναψη δανείου. Μετά τη διεκπεραίωση της συναλλαγής, η εταιρία μετατρέπεται σε ιδιωτική επιχείρηση, αφού οι μετοχές

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

των LBO παύουν να 'εμπορεύονται' ελεύθερα στο χρηματιστήριο, ενώ συνήθως το εναπομείναν κομμάτι του μετοχικού κεφαλαίου (μικρό ποσοστό) κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές. Η πιο γνωστή εξαγορά αυτού του είδους διεθνώς είναι της εταιρίας RJR Nabisco το 1988 (Brealey et al 2001).

Ένας άλλος τρόπος διάκρισης των Σ & Ε είναι με βάση τις **μορφές πληρωμής**. Οι επιλογές αποπληρωμής του αντιτίμου της εξαγοράς, διακρίνονται στην πληρωμή με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών της εταιρίας στόχου ή με έναν συνδυασμό των παραπάνω δυο μεθόδων.

Άλλη μορφή κατηγοριοποίησης αποτελούν τα **γεωγραφικά κριτήρια** των συγχωνεύσεων και εξαγορών, με βάση την έδρα των επιχειρήσεων. Σε αυτή την περίπτωση, διακρίνουμε τις εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές οι οποίες στοχεύουν στην αποφυγή εχθρικών εξαγορών και τις διασυνοριακές που πραγματοποιούνται από επιχειρήσεις με έδρα σε διαφορετικές χώρες, και αποσκοπούν στην καλύτερη τοποθέτηση των επιχειρήσεων στην παγκόσμια αγορά.

Μια ακόμη κατηγοριοποίηση μπορεί να πραγματοποιηθεί με βάση τον **τρόπο υποβολής της προσφοράς εξαγοράς**, και διακρίνεται σε τρία είδη (Κυριαζής, 2017): δημόσια προσφορά στους μετόχους, συγχώνευση και proxy fights.

Κατά τη δημόσια προσφορά (public tender offer), μια εταιρία που επιδιώκει την απόκτηση ελέγχου μιας άλλης ζητάει από τους μετόχους της εταιρίας-στόχου να προσφέρουν τις μετοχές τους για ανταλλαγή σε μια καθορισμένη τιμή ανά αγοραζόμενη μετοχή ή ως αριθμό μετοχών της νεοσυσταθείσας εταιρίας (δηλ. της εταιρίας που προκύπτει μετά τη Σ&Ε). Σχετικά με τη συγχώνευση (merger), αφορά στη συνένωση των επιχειρήσεων (δύο ή και περισσότερων) που μετά την ενοποίηση των συμφερόντων διατηρούν την ταυτότητά τους σε σημαντικό βαθμό στις δραστηριότητες που αναπτύσσουν (συγχώνευση διά απορροφήσεως). Τέλος, τα Proxy Fights αφορούν στην προσπάθεια, είτε μερίδας των μετόχων είτε της διοίκησης της εταιρίας (management), να αποκτήσουν τον έλεγχο αυτής και του Δ.Σ. της με προτροπή των μετόχων να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων (proxy contests).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Συνήθως, οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές ενώ, οι συγχωνεύσεις είναι φιλικές.

Τέλος, μπορούμε να διακρίνουμε τις εξαγορές με βάση τους **στόχους** που επιδιώκει η εξαγοράστρια εταιρία (Παζάρσκη, 2008):

1. Επενδυτικές εξαγορές, με στόχο την απόκτηση κέρδους. Συχνότεροι στόχοι τέτοιων εξαγορών είναι εταιρίες διαφορετικού κλάδου και αντικειμένου και έτσι δεν επιφέρει σημαντικές μεταβολές στη διάρθρωση της εταιρίας στόχου. Είναι πιθανή μελλοντική μεταπώληση
2. Συμπληρωματικές ή ανανεωτικές: έχει στόχο την αλληλοσυμπλήρωση των δυο εταιριών με την από κοινού εκμετάλλευση των δυνατοτήτων και των πλεονεκτημάτων της εξαγοραζόμενης εταιρίας.
3. Απόκτηση για άμεση ρευστοποίηση: σε αυτή την περίπτωση ο στόχος εξαγοράζεται προκειμένου να μεταπωληθεί έναντι του υψηλότερου δυνατού

2.2: Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Επιτροπές Ανταγωνισμού

Πολλές φορές οι κανονισμοί και οι μεταβολές αυτών, μπορεί να καταστούν εξαιρετικά σημαντικοί – καθοριστικοί για την ισορροπία μιας αγοράς και ενίοτε να μετατοπίσουν δραστικά το σημείο ισορροπίας της.

Υπάρχουν περιπτώσεις κατά τις οποίες μια μεμονωμένη ρυθμιστική διάταξη όπως ένας νόμος μπορεί να μεταβάλει την ελκυστικότητα των εξαγορών ή να μεταθέσει την ισορροπία ισχύος μεταξύ αγοραστή και εξαγοραζόμενου. Όπως αποδεικνύουν οι Asquith, Bruner, & Mullins, (1983), Malatesta & Thompson, (1993) και Schipper & Thompson, (1983) ορισμένες ρυθμιστικές μεταρρυθμίσεις μπορούν να καταστρέψουν τις αποδόσεις του αγοραστή ή να καταστούν ακόμη και ωφέλιμες για τις αποδόσεις του στόχου (Bradley et al., 1988).

Ωστόσο, παρά την ποικιλία μεταβλητών για τον προσδιορισμό της βελτίωσης των επιδόσεων του αγοραστή δεν έχει ακόμη καταστεί σαφές ποιός παράγοντας είναι εκείνος που βελτιώνει περισσότερο την αξία των μετόχων.

2.3: Κίνητρα και Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Οι βασικές αιτίες που κινητοποιούν τις Συγχωνεύσεις και τις Εξαγορές, συνδέονται άμεσα με τον κεντρικό στόχο των επιχειρήσεων, δηλαδή τη **μεγιστοποίηση του κέρδους**. Πέραν αυτού, καθοριστικές πηγές έλξης προς την υλοποίηση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, αποτελούν οι συνθήκες που επικρατούν στο στενό περιβάλλον του κλάδου της επιχείρησης και στο ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον της. Τα βασικά κίνητρα που εντοπίστηκαν, είναι αυτό της **συνέργειας** ή, εναλλακτικά, το οικονομικό κίνητρο και κατά περίπτωση τα κίνητρα της **αντιπροσώπευσης** και της **διοικητικής αλαζονείας**.

Πολλοί συγγραφείς έχουν ασχοληθεί με θεωρίες που αφορούν τα κίνητρα που συνδέονται με τα M&A. Κατά τον Halpern (1983) μπορούμε να κατατάξουμε τα σχετικά κίνητρα σε αυτά που στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της μετοχικής αξίας των συναλλασσόμενων εταιριών και συνδέονται με την νεοκλασική οικονομική θεωρία και σε μια δεύτερη κατηγορία διοικητικών κινήτρων που αφορούν προσωπικές φιλοδοξίες της διοίκησης και είναι αδιάφορα ή ακόμη και επιβλαβή για τους μετόχους. Αντίθετα, οι Berkovich και Narayanan (1993), θεωρούν σαν κυρίαρχα κίνητρα τις συνέργειες που αναπτύσσονται μεταξύ δυο εταιριών, τις οποίες οι Bradley et al 1983, ενισχύουν με την αξία της προνομιακής πληροφόρησης, ενώ προσθέτουν την αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διοίκησης και την υπερηφάνεια των διοικητικών στελεχών.

Το ισχυρότερο οικονομικό κίνητρο, ωστόσο, είναι αυτό των συνεργειών. Οι συνέργειες, αφορούν στη νέα επιχείρηση που προκύπτει από δύο άλλες, η οποία έχει τη δυνατότητα επίτευξης καλύτερων αποτελεσμάτων σε σχέση με τα αποτελέσματα που θα πετύχαινε κάθε επιχείρηση χωριστά. Αυτού του είδους η συνένωση επιτυγχάνει μεγαλύτερα κέρδη (Πασσιούρας, 2006).

Ένα εξίσου, σημαντικό κίνητρο των εξαγορών είναι η δημιουργία λειτουργικής ή χρηματοοικονομικής συνέργειας (creation of operating or financial synergy – Brealey et al. 2001). Χαρακτηριστική είναι η μελέτη των

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Berkovich & Narayanan (1993), οι οποίοι ελέγχουν εμπειρικά την ύπαρξη τριών κινήτρων διαφορετικής φύσης (synergy, agency, hubris) με τη χρήση των συνολικών κερδών σε ένα δείγμα εξαγορασμένων επιχειρήσεων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ.

Η λειτουργική συνέργεια είναι αυτή που επιτρέπει στις εταιρίες να μειώνουν τα λειτουργικά τους έξοδα και να προωθούν την ανάπτυξή τους. Μπορούμε να τη διαχωρίσουμε σε τέσσερις τύπους (Brealey et al. 2001):

1. Οικονομίες κλίμακας. Οι managers των εταιριών, με το σκεπτικό ότι η εταιρία τους θα είναι πιο ανταγωνιστική, αν γίνει μεγαλύτερη, ευελπιστούν σε οικονομίες κλίμακας, δηλαδή την ευκαιρία να “απλώσουν” τα σταθερά κόστη επί ενός μεγαλύτερου όγκου παραγωγής. Επομένως, αναμένεται η νέα εταιρία να είναι πιο αποτελεσματική και αποδοτική από άποψη κόστους (cost – efficient). Οι οικονομίες κλίμακας είναι ο κύριος σκοπός των οριζόντιων Σ&Ε, ωστόσο διεκδικείται και από τις ανομοιογενείς Σ&Ε. Το επίκεντρο της ωφέλειας προέρχεται από τον επιμερισμό του κόστους συγκεντρωμένων υπηρεσιών.
2. Τιμολόγηση. Οι Σ&Ε προκαλούν μεγαλύτερη δυναμική στην τιμολόγηση που προκύπτει από τη μείωση του ανταγωνισμού και τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς. Ως αποτέλεσμα έχουμε υψηλότερες τιμές και υψηλότερο περιθώριο κέρδους για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.
3. Συνένωση συμπληρωματικών πόρων ή / και διαφορετικών λειτουργικών δυνάμεων. Ένα παράδειγμα συμπληρωματικών πόρων είναι όταν μια εταιρία που έχει τη γνώση παραγωγής ενός μοναδικού προϊόντος, δεν μπορεί να το παράγει σε ευρεία κλίμακα και να το προωθήσει αποτελεσματικά στην αγορά, οπότε συμπληρώνεται από την παραγωγική – τεχνική υποστήριξη και την οργάνωση πωλήσεων μιας άλλης εταιρίας.
4. Μεγαλύτερη ανάπτυξη σε νέες ή υπάρχουσες αγορές.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Από την άλλη πλευρά, με τις χρηματοοικονομικές συνέργειες επιτυγχάνονται υψηλότερες ταμειακές ροές ή χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Αυτές πραγματοποιούνται κυρίως με τη συγχώνευση μιας εταιρίας με υπερβολική ρευστότητα και χαμηλό επίπεδο επιχειρηματικού σχεδιασμού με μια άλλη εταιρία που έχει στη διάθεσή της έτοιμα προς υλοποίηση, υψηλής απόδοσης επενδυτικά σχέδια. Ως επί το πλείστον, οι συνέργειες αυτές εμφανίζονται όταν μια μεγάλη επιχείρηση εξαγοράζει μικρότερες. Επίσης με τη συνένωση, τα κέρδη και οι ταμειακές ροές σταθεροποιούνται και παρέχεται η δυνατότητα μεγαλύτερης δανειακής ενίσχυσης με χαμηλότερο κόστος. Η νέα εταιρία, αν καταφέρει να διαχειριστεί ικανοποιητικά τις επιβαρύνσεις της, εκτός από αύξηση της αξίας της, μπορεί να πετύχει και μείωση στη φορολογική της επιβάρυνση.

Επιπρόσθετα, τα κίνητρα που αφορούν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζουν ενδιαφέρον, διότι απαιτείται εξονυχιστικός έλεγχος των ρίσκων και ισχυρά κίνητρα που πηγάζουν από τη θέληση για την είσοδο μιας επιχείρησης σε ξένες αγορές. Έτσι, η επιχείρηση επιδιώκει τη δημιουργία εξ ολοκλήρου θυγατρικών εταιριών σε νέες γεωγραφικά αγορές, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους εσωτερικούς πόρους που διαθέτει, την τεχνογνωσία και σημαντικότερο όλων τα κόστη που θα προκύψουν, ώστε να μπορέσει να ανταπεξέλθει στα νέα δεδομένα. Τα κόστη αφορούν, κυρίως, την κατασκευή των εγκαταστάσεων, τη δημιουργία δικτύου με τους προμηθευτές, τους διανομείς αλλά και τις εκάστοτε τοπικές διοικήσεις, ώστε να ενταχθεί ομαλά στον νέο περιβάλλον. Επιπλέον, η εξαγορά μιας ήδη ξένης, υπάρχουσας εταιρείας δίνει τη δυνατότητα στην εξαγοράζουσα εταιρεία να αποκτήσει πόρους, όπως είναι οι βάσεις δεδομένων, η τεχνογνωσία και το ανθρώπινο δυναμικό, ωστόσο χάνει την επιρροή της και τον έλεγχο των περιουσιακών της στοιχείων. (Shimizu et al., 2004)

Υπάρχουσες έρευνες (Shimizu et al., 2004) δείχνουν ότι η επιλογή μιας διασυνοριακής Σ&Ε, ως τρόπος εισόδου σε ξένες αγορές, επηρεάζεται από παράγοντες στο επίπεδο της επιχείρησης, όπως η πολυεθνική και τοπική εμπειρία και η διεθνής στρατηγική, παράγοντες σε επίπεδο βιομηχανίας, όπως η τεχνογνωσία, η διαφήμιση και οι πωλήσεις αλλά και παράγοντες σε επίπεδο χώρας, όπως η ανάπτυξη στις αγορές της νέας χώρας και οι

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

πολιτιστικές ιδιαιτερότητες μεταξύ των χωρών προέλευσης και υποδοχής. Με βάση αυτά, κάποιοι παράγοντες όπως το πόσο μεγάλη ή μικρή είναι η ανάπτυξη της νέας αγοράς, η μικρή πολιτιστική απόσταση μεταξύ της χώρας προέλευσης και υποδοχής και η τάση για αποφυγή της αβεβαιότητας στη χώρα προέλευσης αυξάνουν την πιθανότητα της εισόδου σε μια νέα αγορά μέσω της εξαγοράς. Επίσης, οι παράγοντες σε επίπεδο επιχείρησης, όπως ο βαθμός διαφοροποίησης των προϊόντων και της τοπικής εμπειρίας σε σχέση με το μέγεθος της επένδυσης και την καθυστερημένη είσοδο σε νέες αγορές, συμβάλλει θετικά στην πραγματοποίηση εξαγορών.

Σε στρατηγικό επίπεδο, ο τρόπος εισόδου σε ξένες αγορές επηρεάζεται από κίνητρα που δημιουργούνται από τις δράσεις για διαφοροποίηση. Εάν οι επενδυτές επιθυμούν συμπληρωματικούς πόρους, ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας για την επιλογή είναι οι ιδιότητες των πόρων και η συμπληρωματικότητά τους με το τρέχον χαρτοφυλάκιο των πόρων της εταιρείας, καθώς και ο βαθμός ενσωμάτωσης στην εταιρεία – στόχο. Η ικανότητα του διαχωρισμού των συμπληρωματικών περιουσιακών στοιχείων από άλλα εξαρτάται από την οργανωτική μορφή της εταιρείας - στόχου. Ως εκ τούτου, αν η εταιρεία – στόχος έχει διαχωρίσει τα περιουσιακά της στοιχεία, τότε ο επενδυτής θα μπορούσε εύκολα να εξαγοράσει μόνο εκείνα τα στοιχεία, τα οποία παρουσιάζουν σημαντικό ενδιαφέρον. Αντίθετα, αν τα στοιχεία είναι αυστηρά ενσωματωμένα από την εταιρεία – στόχο, τότε μια πιο ορθολογική επιλογή θα ήταν να επενδύσει σε κοινοπραξία. (Shimizu et al., 2004)

Σε γενικές γραμμές, οι εταιρείες έχουν την τάση να κάνουν εξαγορές με τη στρατηγική πρόθεση να αποκτήσουν δύναμη στην αγορά, να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας ή να ενσωματώσουν κάθετα συνδεδεμένες επιχειρήσεις για να εξοικονομήσουν το κόστος ένταξης στην αγορά ή εναλλακτικά να εξαγοράσουν συμπληρωματικούς πόρους και δυνατότητες οι οποίες βελτιώνουν την επενδύτρια εταιρεία και δίνουν θετικά πλεονέκτημα και στις δύο εταιρείες που συγχωνεύτηκαν. Την ίδια στιγμή, όμως, οι διεθνείς συναλλαγές Σ&Ε οδηγούν σε περαιτέρω διασυννοριακές επενδύσεις μέσα από την ανάγκη που δημιουργείται για αναδιάρθρωση ή την αναβάθμιση των περιουσιακών στοιχείων ή τη στρατηγική μεγαλύτερης ανάπτυξης μέσω κάθετων ή οριζόντιων εξαγορών. (Caiazza & Volpe, 2013)

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Επιπλέον, οι διασυννοριακές Σ&Ε χρησιμοποιούν ήδη υπάρχοντες πόρους προκειμένου να επιτύχουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα στην νέα αγορά – στόχο ή να αποκτήσουν νέους πόρους στις νέες χώρες, ώστε να ενδυναμώσουν την ανταγωνιστικότητά τους στη χώρα προέλευσης. Όταν μια εταιρεία συγχωνεύεται ή εξαγοράζει μια ξένη εταιρεία, μπορεί να το κάνει με τον πιο φθινό και γρήγορο τρόπο, ώστε να εξαγοράσει γνώσεις, brand names και τοπικές άδειες για να ενισχύσει τα δίκτυά της, να επεκτείνει την παραγωγή της και τις αγορές σε διεθνές επίπεδο, να κερδίσει μεγάλες αποδόσεις μέσω των συνεργειών, να αποκτήσει νέους πελάτες, νέα κανάλια διανομής, να έχει πρόσβαση σε πεπειραμένη διοίκηση και να απομακρύνει έναν ανταγωνιστή ή έναν δυνητικό ανταγωνιστή (Caiazza & Volpe, 2013).

Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα των Σ&Ε αποτελεί ο χρόνος σύμφωνα με έρευνα του Chambers (2001). Η παραγωγή ενός προϊόντος αποτελεί μια χρονοβόρα και επίπονη διαδικασία, διότι κάθε εταιρεία βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στις δικές της δυνάμεις για να ολοκληρώσει τις διαδικασίες που απαιτούνται και να εισάγει το προϊόν της στην αγορά. Η συγχώνευση ή η εξαγορά από μια άλλη εταιρεία θα βοηθήσει στην ελάττωση του χρόνου παραγωγής και της άμεσης εισόδου στην αγορά, έχοντας μια πιο εξειδικευμένη και σύγχρονη τεχνογνωσία, καθώς και μια νέα και σύγχρονη επιχειρηματική μονάδα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το κεντρικό κίνητρο δεν είναι πάντα σταθερό. Σε διαφορετικά κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, παρατηρήθηκε σύμφωνα με τον Dedhia (2004), σημαντική διαφοροποίηση στα ιστορικά κίνητρα που προκάλεσαν Σ&Ε. Ειδικότερα :

- 1920 – Συγχωνεύσεις για ολιγοπωλιακή ισχύ (Mergers for oligopoly).
- 1960 – Συγχωνεύσεις με στόχο την επέκταση των δραστηριοτήτων για μείωση του ρίσκου (Diversification mergers).
- 1980 – Συγχωνεύσεις ως απόρροια πειθαρχίας της αγοράς (Mergers for market disciplines).
- 1990 – Συγχωνεύσεις για εξυγίανση λόγω απορρύθμισης και απελευθέρωσης των αγορών (Mergers for consolidation due to deregulation).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Κατόπιν, οι Κυριαζής (2017), Alexandridis et al (2017) προσθέτουν δύο νέα κύματα, που αναπτύχθηκαν μετά το 2000. Πιο συγκεκριμένα:

- 2003-2007: Πολλές εξαγορές με μετρητά με σκοπό τη συγκέντρωση.
- 2013-2015: Το μεγαλύτερο κύμα ως σήμερα σε όρους πλήθους Σ&Ε. Κυριαρχούν οι συμφωνίες μεγάλης αξίας.

Ένα σημαντικό κίνητρο που έχει οδηγήσει στην εξαγορά πολλών επιχειρήσεων (κυρίως στο εξωτερικό) είναι η αποκόμιση μη κανονικών κερδών (abnormal returns) από τη χρηματιστηριακή αγορά. Οι εταιρίες που είναι υποτιμημένες από τη χρηματιστηριακή αγορά (λόγω υποτίμησης περιουσιακών στοιχείων) μπορεί να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς από άλλες εταιρίες ή επενδυτές, οι οποίοι αναγνωρίζουν τη λάθος τιμολόγηση. Ο αγοραστής επιδιώκει υπεραξία με την μεταπώληση της εξαγορασμένης εταιρίας, όταν η μετοχή της απεικονίσει την πραγματική της αξία.

Παρόλα αυτά, υπάρχουν και κάποια κίνητρα, για τα οποία έχουν εκφρασθεί αμφιβολίες (Brealey et al. 2001) για την άμεση σύνδεσή τους με τις Σ&Ε.

Το πιο γνωστό από αυτά είναι, η επέκταση των δραστηριοτήτων σε νέους τομείς δράσης για τη μείωση του ρίσκου (diversification). Είδαμε παραπάνω ότι, οι managers των εταιριών με υπερβάλλουσα ρευστότητα δείχνουν μια προτίμηση διοχέτευσής της προς εξαγορές. Με αυτό τον τρόπο, πιστεύουν ότι μειώνουν το ρίσκο, τη μεταβλητότητα των κερδών και αυξάνουν την αξία της επιχείρησης.

Ένα άλλο κίνητρο εξαγοράς είναι, το γνωστό από τη βιβλιογραφία “the bootstrap game” (Brealey et al 2001). Πρόκειται, ουσιαστικά, για εξαγορές χωρίς μακροπρόθεσμο οικονομικό όφελος με κύριο σκοπό την άμεση αύξηση των κερδών ανά μετοχή (earnings per share). Όπως αναφέρεται από τους Alcalde & Espitia (2003) και Bester (2004), ο αριθμός των κινήτρων είναι αρκετά μεγάλος, ώστε ορισμένα από αυτά να εμφανίζονται ταυτόχρονα σε μια και μόνο εξαγορά. Ωστόσο, το πρόβλημα εντείνεται από το γεγονός ότι τα κίνητρα πολλές φορές διαφέρουν στη φύση τους και μπορούν να αλλάζουν από εξαγορά σε εξαγορά στο ίδιο μέρος και την ίδια χρονική στιγμή.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Συχνά η επικέντρωση μόνο σε ποσοτικά μεγέθη αποβαίνει λανθασμένη, ενώ η θέσπιση ποιοτικών και περισσότερο διαχρονικών κριτηρίων εξασφαλίζει μακροπρόθεσμη ευημερία τόσο της επιχείρησης όσο και των εργασιακών σχέσεων. Μια ενδιαφέρουσα σύνοψη των βασικών κινήτρων που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μια στρατηγική ανάπτυξης μέσω Σ&Ε δίνεται από τον Παπαδάκη 2002 και παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 1):

Πίνακας 1: Αίτια και Κίνητρα Σ&Ε

| | ΑΙΤΙΑ - ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΜΙΑΣ Σ/Ε |
|-----------|---|
| 1 | Επίτευξη Συνεργειών (λειτουργικό, διοικητικό και χρηματοοικονομικό επίπεδο) |
| 2 | Αύξηση της δύναμης στην αγορά |
| 3 | Αύξηση του μεριδίου αγοράς (market penetration strategy) |
| 4 | Υπέρβαση εμποδίων εισόδου |
| 5 | Ανάπτυξη νέων προϊόντων |
| 6 | Αύξηση διαφοροποίησης |
| 7 | Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού |
| 8 | Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας επιχείρησης-στόχου |
| 9 | Μείωση υπερβάλλουσας ρευστότητας επιχείρησης-αγοραστή |
| 10 | Διοικητική Αλαζονεία |

Πηγή: Παπαδάκης, 2002

Αρκετές φορές τα ισχυρά πλεονεκτήματα για μια συμφωνία Σ&Ε αντισταθμίζονται από ακόμα πιο ισχυρά μειονεκτήματα. Ένα από αυτά είναι η εξοικείωση του προσωπικού και οι σχέσεις που θα αναπτυχθούν με τους νέους συνεργάτες, τις νέες διαδικασίες, καθώς και τις νέες πολιτικές που θα ακολουθήσει η νέα διοίκηση. Το γεγονός, αυτό, μπορεί να οδηγήσει σε ζηλοτυπίες και εσωτερικό ανταγωνισμό, λόγω των προστριβών μεταξύ των εργαζομένων, ενώ το πλεονάζον προσωπικό οδηγείται σε απολύσεις, γεγονός που επιφέρει επιπρόσθετα υψηλό κοινωνικό κόστος (Κυριαζόπουλος, Ζησσόπουλος, & Σαριγιαννίδης, 2009).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Ως επί το πλείστον, μια τέτοια εξαγορά έχει άμεσο αντίκτυπο στο management της επιχείρησης, το οποίο προσπαθεί πολλές φορές να αμυνθεί σε τέτοιου τύπου εξαγορές. Κάποιοι από τους λόγους γι' αυτή τη συμπεριφορά του management είναι η διατήρηση της αυτονομίας του, η προτίμηση για ένα εναλλακτικό συνέταιρο, η πίστη σε μια παραδοσιακή αποστολή, η οποία διακυβεύεται υπό την παρουσία νέων managers, και η επιθυμία για παράταση των διαπραγματεύσεων ώστε να επιτευχθεί μια καλύτερη συμφωνία. Οι προαναφερθέντες λόγοι, προφανώς σχετίζονται και με το γεγονός ότι η αναδόμηση στην εξαγορασμένη εταιρία θα είναι σαφώς εκτενέστερη μέσω μιας εχθρικής παρά μέσω μιας φιλικής εξαγοράς (Pearce & Robinson 2004).

Όσον αφορά στους μετόχους, στην αρχή παρατηρείται μια βραχυπρόθεσμη αύξηση των τιμών των μετοχών. Αυτό συμβαίνει επειδή, ο υποψήφιος αγοραστής παρέχει ένα premium (η διαφορά μεταξύ προσφερόμενης και τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής) στους μετόχους της εταιρίας στόχου. Ωστόσο, όταν υπάρχει απώλεια της στρατηγικής κατεύθυνσης της εταιρίας – στόχου, μακροπρόθεσμα οδηγούμαστε σε μείωση των τιμών των μετοχών (Pearce & Robinson 2004), με συνέπεια οι μέτοχοι πολλές φορές να υφίστανται σημαντικές απώλειες στην περιουσίας τους.

Το φαινόμενο των επιθετικών εξαγορών ήταν μέχρι τη δεκαετία του 1990 «αποκλειστικότητα» των αγγλοσαξονικών χωρών», όμως η όξυνση του ανταγωνισμού και η παγκοσμιοποίηση των αγορών το μετέδωσαν και στις υπόλοιπες ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές χώρες.

Μάλιστα, ορισμένες εταιρίες αποφεύγουν τις συμφωνίες και εξαγορές κυρίως λόγω της κρίσης, καθώς μια σειρά από αντικίνητρα και εμπόδια διαμορφώνονται, όπως τα απαριθμεί ο Kronimus et al, (2009):

- Το μεγαλύτερο εμπόδιο για Σ&Ε υπήρξε η απουσία στρατηγικά ελκυστικών στόχων-εταιρειών.
- Μεγάλο ποσοστό των επιχειρήσεων θεώρησε την τιμή των μετοχών αρκετά υψηλή, με αποτέλεσμα να κάνει τις εξαγορές ακριβότερες.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

- Αρκετές επιχειρήσεις θεώρησαν ότι δεν μπορούσαν να προχωρήσουν σε μια συμφωνία Σ&Ε, διότι άλλες εσωτερικές, επιχειρησιακές υποχρεώσεις υπήρξαν εμπόδιο.
- Ωστόσο αρκετά μικρό ποσοστό των εταιριών είχαν ισοσκελισμένους ισολογισμούς ή περιορισμούς κίνησης των κεφαλαίων τους.
- Επίσης, ορισμένοι πιστεύουν πως το ενδιαφέρον των επενδυτών σχετικά με τις Σ & Ε αποτελεί εμπόδιο, διότι οι επενδυτές αναζητούν εταιρίες για να χρησιμοποιήσουν την οικονομική τους δύναμη σαν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα κατά τη διάρκεια μιας πτώσης των τιμών των μετοχών.
- Παρόλα αυτά, υπάρχει ένα ρεύμα αβεβαιότητας, με ένα σημαντικό ποσοστό των επιχειρήσεων να θεωρεί ότι μια αβέβαιη προοπτική της ζήτησης αποτελεί μείζον εμπόδιο για το κλείσιμο μιας συμφωνίας Σ&Ε.

2.4: Κίνδυνοι και ευκαιρίες κατά την υλοποίηση μιας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς

Μια σειρά κινδύνων παρατηρούνται όταν επιδιώκεται η εξαγορά μιας εταιρίας στόχου. Ένας από τους σημαντικότερους κινδύνους που διατρέχει ένας αγοραστής είναι να αξιολογήσει την εταιρία στόχο ανεπαρκώς. Αυτό, θα έχει ως αποτέλεσμα, να επιβαρυνθεί με ασύμμετρα υψηλό τίμημα αναλογικά με την αξία που αποκτά, ή ακόμη χειρότερα, να αποτιμήσει λανθασμένα τις προοπτικές ανάπτυξης οικονομιών κλίμακας και συνεργειών, αλλά και της απόκτησης κάποιου μεριδίου της αγοράς. Ακόμη, υπάρχει πάντα ο κίνδυνος υποτίμησης του κόστους που απαιτείται για την ενοποίηση δυο επιχειρήσεων.

Παρά τον αρχικό στόχο των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών για δημιουργία αξίας είναι πολύ συχνό το φαινόμενο το αποτέλεσμα να είναι η καταστροφή αξίας (Κόλια, 2014). Ειδικότερα, παρατηρείται πολλές φορές μια εξαγορά που ανακοινώνεται να αποτυγχάνει να ολοκληρωθεί. Ένα άλλο πρόβλημα είναι, η πτώση της τιμής των μετοχών του στόχου και άρα η μείωση της περιουσίας των μετόχων (Κόλια 2014).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Ακόμη ένα συχνό φαινόμενο είναι το υπερβολικό τίμημα (premium) που πληρώνεται στους μετόχους της εταιρίας στόχου και το οποίο θέτει σε κίνδυνο την αξία του αγοραστή ιδιαίτερα εάν η εξεύρεση του σχετικού ποσού βρεθεί με ακριβό δανεισμό.

Ωστόσο, για να προχωρήσει κανείς σε μια συγχώνευση ή μια εξαγορά πρέπει να γνωρίζει πώς να μεταφράζει τις θεωρητικές συνέργειες σε πραγματικό κέρδος, πώς να αναγνωρίζει και να αντιμετωπίζει απρόβλεπτες συνέπειες, καθώς και πώς να προσαρμόζεται στα γεγονότα που πραγματοποιούνται. Ορισμένα από όλα αυτά μπορούν να προέλθουν και από λάθη που μπορούν να συμβούν, αλλά η αποτελεσματική μάθηση όλων αυτών απαιτεί συνεχή εξέταση της προόδου και των προβλημάτων και όλα αυτά μέσα σε ένα πλαίσιο προβληματισμού που ενισχύει τη συνεχή βελτίωση. Αυτό υποβοηθάται από τη συνεχή και προσεκτική μελέτη των δεδομένων. Επιπλέον, η επιτυχής καθοδήγηση για μια συμφωνία Σ&Ε απαιτεί μια σταθερή ροή επιχειρησιακών πληροφοριών σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οργανώνεται ένα πλάνο για μια συμφωνία Σ&Ε, αλλά και το πώς τα στελέχη αντιδρούν σε αυτό (Marks & Mirvis, 2011). Αυτές οι πληροφορίες βοηθούν τα διευθυντικά στελέχη να παρακολουθούν την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας που ακολουθείται, καθώς και να δίνουν περισσότερη προσοχή στα θέματα όπου θα επιδράσουν περισσότερο στην επιτυχή έκβαση της συμφωνίας.

Η επιτυχία ή αποτυχία μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαρτάται από μια πληθώρα παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζονται τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον. Η επιτυχία μιας τέτοιας συμφωνίας είναι το προσδοκώμενο αποτέλεσμα, ωστόσο πάντα υπάρχει η πιθανότητα αποτυχίας. Σημαντικός παράγοντας αποφυγής μιας αποτυχημένης συμφωνίας αποτελεί ο προσεκτικός σχεδιασμός των κινήσεων που ακολουθούνται και η εφαρμογή με ακρίβεια των παραγόντων που θα αναλυθούν παρακάτω (Παπαδάκης, 2002).

Σύμφωνα με την μελέτη των Marks & Mirvis, (2011) σχετικά με τα οφέλη από τις Σ&Ε, οι εταιρείες που πραγματοποιούν περισσότερες από μια εξαγορές ετησίως έχουν περισσότερα κέρδη από εκείνες που

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

πραγματοποιούν μόνο μια. Επίσης, το 74% των συμφωνιών της έρευνας που πέτυχαν, όφειλαν την επιτυχία τους σε διευθυντές με πολύ μεγάλη πείρα στις Σ&Ε.

Με βάση αυτό, διαμορφώθηκαν τρία βασικά στοιχεία που μπορούν να οδηγήσουν μια συμφωνία Σ&Ε σε επιτυχία και είναι οι εξής:

1. Η περιοδική ενημέρωση των γεγονότων με την οποία οι διευθυντές επιτυγχάνουν τη διαρκή ενημέρωσή τους για οτιδήποτε συμβαίνει και είναι σε θέση να διαθέτουν δεδομένα αξία μελέτης για να προβούν σε νέες Σ&Ε,
2. Να μελετούν με μεγάλο βαθμό προσοχής όλες τις μεθόδους με τις οποίες συνδυάζονται οι εταιρείες και τις διαδικασίες που ακολουθούν, και τέλος,
3. Να υπάρχει ένα μεταβατικό στάδιο πραγματοποίησης Σ&Ε ξεκινώντας κάνοντας μικρές εξαγορές αρχικά και αργότερα να κινείται σε μεγαλύτερες.

Το βασικό πλεονέκτημα των Σ&Ε είναι ο χρόνος (Chambers 2001). Τόσο οι εσωτερικές αναδιαρθρώσεις που απαιτούνται για την παραγωγή ενός νέου προϊόντος, όσο και η είσοδος σε μια νέα αγορά (ειδικότερα αν αυτή βρίσκεται σε μια απομακρυσμένη περιοχή), αποτελούν ιδιαίτερα χρονοβόρες και επίπονες διαδικασίες.

Η επιμήκυνση του χρόνου στις διαδικασίες αυτές προέρχεται κυρίως από το γεγονός ότι η επιχείρηση στηρίζεται αποκλειστικά στις δικές της δυνάμεις. Μια εξαγορά, μπορεί να επιταχύνει τους επιδιωκόμενους στόχους, αφού ο αγοραστής με αυτή τη στρατηγική κίνηση μπορεί πολύ γρήγορα να αποκτήσει μια εξειδικευμένη τεχνογνωσία (know how), ένα σύγχρονο τμήμα ανάπτυξης νέων προϊόντων ή μια ολόκληρη πελατεία, ενσωματώνοντας στον όμιλό του μια άλλη ανεξάρτητη ως εκείνη τη στιγμή επιχειρηματική μονάδα.

Συνοψίζοντας, παρουσιάζονται παρακάτω οι κυριότεροι παράγοντες, που συντελούν μεμονωμένα ή σε συνδυασμό, σε μια επιτυχημένη Σ&Ε. Αξίζει να υπογραμμιστεί ωστόσο, ότι εάν συντρέχει έστω και ένας από τους παράγοντες αποτυχίας, τότε είναι ικανός από μόνος του να αποτελέσει

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

πρόβλημα και να επιφέρει καταστροφικές συνέπειες κατά το σχεδιασμό ή την πραγματοποίηση της Σ&Ε (Παπαδάκης, 2002).

Αρκετές φορές τα ισχυρά πλεονεκτήματα για μια συμφωνία Σ&Ε αντισταθμίζονται από ακόμα πιο ισχυρά μειονεκτήματα. Ένα από αυτά, είναι η εξοικείωση του προσωπικού και οι σχέσεις που θα αναπτυχθούν με τους νέους συνεργάτες, τις νέες διαδικασίες, καθώς και τις νέες πολιτικές που θα ακολουθήσει η νέα διοίκηση. Το γεγονός, αυτό, μπορεί να οδηγήσει σε ζηλοτυπίες και εσωτερικό ανταγωνισμό, λόγω των προστριβών μεταξύ των εργαζομένων, ενώ το πλεονάζον προσωπικό οδηγείται σε απολύσεις, γεγονός που επιφέρει υψηλό κοινωνικό κόστος (Κυριαζόπουλος, Ζησσόπουλος, & Σαριγιαννίδης, 2009).

Πίνακας 2: Παράγοντες επιτυχίας & αποτυχίας Σ&Ε

| | ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ | ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ |
|----|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 1 | Συνειδητοποιημένοι λόγοι Σ/Ε | Ανεπαρκής αξιολόγηση εταιρίας-στόχου |
| 2 | Μη αποκάλυψη των σχεδίων | Υπερβολικό τίμημα (premium) |
| 3 | Προσεκτική χρηματοοικονομική ανάλυση | Δυσκολίες ενοποίησης |
| 4 | Αυτοέλεγχος | Αδυναμία υλοποίησης συνεργειών |
| 5 | Εγρήγορση | Υπερβολική προσήλωση σε εξαγορές |
| 6 | Στάση μετόχων | Δημιουργία πολύ μεγάλης επιχείρησης |
| 7 | Ξεκάθαρο όραμα | Υπερβολικό χρέος |
| 8 | Κουλτούρα | Διοικητική αλαζονεία |
| 9 | Διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού | |
| 10 | Φιλικές διαδικασίες | |
| 11 | Εκμάθηση | |
| 12 | Φήμη | |
| 13 | Τεχνογνωσία | |

Πηγή: Παπαδάκης (2002)

2.5: Κύματα Σ&Ε – Ιστορική Ανασκόπηση.

Τα κύματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι μια επιστημονική πρόταση αρκετών μελετητών που εντάσσεται στις επιδράσεις των παραγόντων του περιβάλλοντος, με την έννοια των εξωτερικών στοιχείων της επιχείρησης. Η λογική που ακολουθούν αυτές οι έρευνες στηρίζεται στην αντίληψη ότι εποχικές και περιστασιακές επιδράσεις επηρεάζουν την ανταπόκριση των αγορών στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές με αποτέλεσμα να θεωρούν ότι οι επιδόσεις των εξαγοραζόντων διαφοροποιούνται μεταξύ εναλλακτικών «κυμάτων» εξαγορών.

Για την εξήγηση του φαινομένου των M&A και των κυμάτων τους έχουν διατυπωθεί πολλές θεωρίες που κατά βάση κατατάσσονται στις νεοκλασικές οικονομικές, τις διοικητικές και τις θεωρίες συμπεριφοράς (Vancea, 2012)

Χαρακτηριστικό ακόμα ορισμένων κυμάτων είναι η συσχέτισή τους με περιόδους οικονομικής άνθησης και ο περιορισμός τους σε περιόδους ύφεσης και χρηματιστηριακής πτώσης (Gugler et al 2012).

Μάλιστα ο Gort (1969) διατύπωσε τη θεωρία της διατάραξης των αγορών για να εξηγήσει την παραπάνω συσχέτιση των κυμάτων με την οικονομική μεγέθυνση.

Γενικότερα στη βιβλιογραφία διαπιστώνεται ασυμφωνία όσον αφορά τις χρονολογίες των κυμάτων, αλλά και των αριθμό αυτών. Ωστόσο, οι περιγραφές δεν διαφέρουν κατά πολύ και ο αριθμός των κυμάτων διαμορφώνεται ανάλογα με το πότε γράφτηκε και το άρθρο.

Σύμφωνα με τους Kleinert και Klodt (2002), το **πρώτο κύμα** κάνει την εμφάνιση του από το 1897 ως το 1904. Αποτελεί την περίοδο της βιομηχανικής επανάστασης, η οποία εκμεταλλεύτηκε τις οικονομίες κλίμακας που προήλθαν από την ανάπτυξη της βαριάς βιομηχανίας. Όλα αυτά, οδήγησαν στην δημιουργία μεγάλων εργοστασίων, τα οποία κυριαρχούν στην παλιά οικονομία των ΗΠΑ. Επιπλέον, οι συμφωνίες που έλαβαν χώρα την περίοδο αυτή ήταν κυρίως οριζόντιες. Το γεγονός αυτό, είχε και πολιτικά αποτελέσματα τα οποία ήταν οι νόμοι Sherman και Clayton, σύμφωνα με τους οποίους απαγορεύτηκαν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις διότι ενίσχυαν τη δύναμη

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

της επιχείρησης στην αγορά. Το τέλος της περιόδου επήλθε με το πρώτο κραχ της αμερικανικής αγοράς (1903-1904) (Gort, 1969). Σε αυτή την περίοδο πραγματοποιήθηκαν πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές που δημιούργησαν σημαντικά μονοπώλια όπως για παράδειγμα τις General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Du Pont (Κυριαζής, 2017).

Το **δεύτερο κύμα** εμφανίζεται από το 1920 και διαρκεί έως το 1929. Σε αυτή την περίοδο μετά την απαγόρευση των οριζόντιων συγχωνεύσεων κάνουν την εμφάνιση τους οι κάθετες Σ&Ε και κυριαρχούν. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων επιχειρηματικών ομίλων σε σιδηροδρόμους και επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, όπου με την ύπαρξη των δικτύων γεννήθηκαν νέες ευκαιρίες για την αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας (Kleinert και Klodt, 2002). Και αυτή η περίοδος ολοκληρώνεται με το κραχ του 1929 (Gort, 1969).

Το **τρίτο κύμα** Σ&Ε προσδιορίζεται από το 1965 έως το 1975, το οποίο χαρακτηρίζεται από την προσπάθεια επίτευξης οικονομιών κλίμακας μέσω της μαζικής βιομηχανικής παραγωγής καταναλωτικών αγαθών, με τη διαφοροποίηση των προϊόντων και την εξαγορά επιχειρήσεων που στόχευαν άλλες αγορές. Τον έλεγχο των συγχωνεύσεων ξεκινά η Γερμανία το 1973, ενώ οι ΗΠΑ ενισχύουν τον έλεγχό τους με το βελτιωμένο νόμο των Hart – Scott – Rudino το 1976 (Kleinert και Klodt, 2002). Σύμφωνα με τον Gaughan (2010), παρατηρείται για πρώτη φορά ένα ιδιαίτερο φαινόμενο κατά το οποίο η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά έναν στόχο μεγαλύτερό της. Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1991), το τέλος αυτής της περιόδου συμπίπτει με την πρώτη πετρελαϊκή κρίση και την ύφεση.

Το **τέταρτο κύμα** παρουσιάστηκε από το 1984 έως το 1988 και έγινε λιγότερο αισθητό στις ΗΠΑ σε σχέση με την Ευρώπη, όπου έγινε προσπάθεια για τη συνένωση των ευρωπαϊκών αγορών με τη δημιουργία συγχωνεύσεων τεχνολογικών επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα αυτής της αντιμονοπωλιακής πολιτικής μετέτρεψε την Ευρώπη σε κυρίαρχο των συγχωνεύσεων (Kleinert και Klodt, 2002). Επίσης γίνεται αξιοποίηση δανειακών κεφαλαίων και υψηλού ρίσκου ομολόγων, ακόμη και καινοτόμων χρηματοδοτικών εργαλείων με σκοπό τη χρηματοδότηση των εν λόγω εξαγορών (Κυριαζής 2017).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Το **πέμπτο κύμα** αρχίζει το 1995 και διαρκεί μέχρι το 2002. Αυτό το νέο κύμα μπορεί να χαρακτηριστεί από την παγκοσμιοποίηση και τις ρυθμιστικές αλλαγές με την χαλάρωση των νομοθετικών ρυθμίσεων που σχετίζονταν με τα μονοπώλια (Κυριαζής, 2017). Η παγκοσμιοποίηση, οδηγεί στην επέκταση των αγορών και μετατρέπει τα πρώην εθνικά μονοπώλια σε διεθνείς ανταγωνιστές, ενώ ανοίγονται πολλές ευκαιρίες για να διεισδύσουν σε ξένες αγορές με τις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Σε αυτό το κύμα, λοιπόν, μεγαλύτερες τάσεις Σ&Ε παρατηρούνται στις τηλεπικοινωνίες, τις τράπεζες, την αυτοκινητοβιομηχανία και την εμπορία πετρελαίου (Kleinert και Klodt, 2002).

Το τελευταίο παγκόσμιο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο έφτασε στο απόγειό του στην αλλαγή του αιώνα, έφτασε στο τέλος του το 2001 και ακολούθησαν δύο χρόνια σταθερής δραστηριότητας Σ&Ε. Ωστόσο, από το 2004 οι επιχειρήσεις έδειξαν ξανά μια αυξανόμενη τάση στο να επενδύσουν σε νέες εταιρείες, γεγονός το οποίο αντικατοπτρίζεται τόσο σε ένα διαρκώς αυξανόμενο αριθμό παρατηρούμενων συμφωνιών όσο και στα υψηλά ποσά στα οποία έκλεισαν αυτές οι συμφωνίες. Από το 2003, ο μέσος όρος της αξίας των συμφωνιών έχει σταθερά αυξηθεί. (Schmidt et al., 2007)

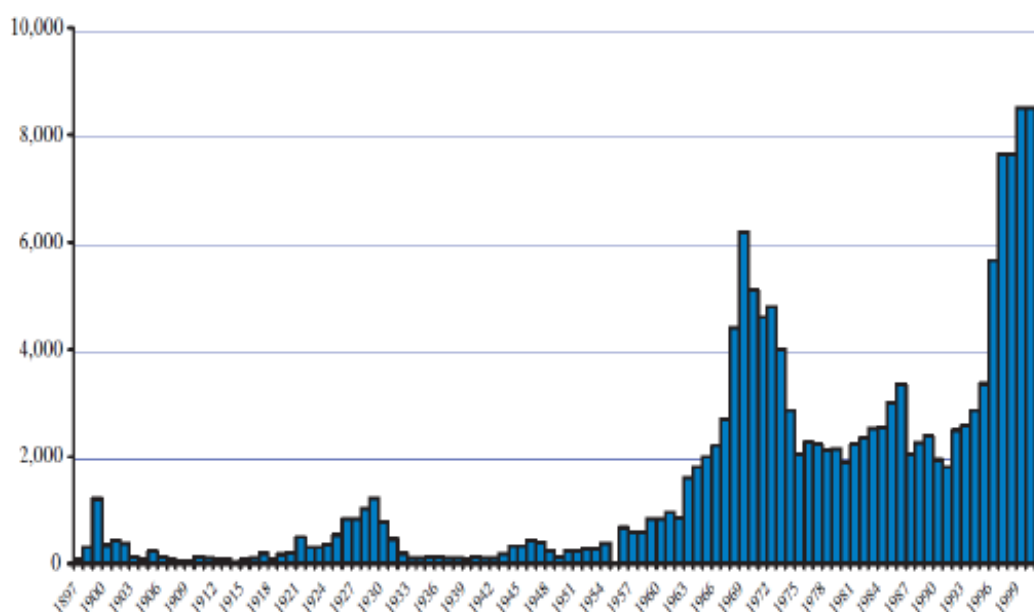
Το **έκτο κύμα** με βάση τους Dobbs et. al (2006) και Capaldo et al. (2009) και Κυριαζής (2017), διήρκησε από 2003 έως 2007 και είχε σαφώς υψηλότερη κερδοφορία για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών από το προηγούμενο κύμα. Καθοριστικό ρόλο έπαιξε η αυξημένη ρευστότητα και ο φθηνός δανεισμός (Κυριαζής, 2017) και οι υψηλές τιμές των πρώτων υλών. Επίσης, παρατηρείται ότι εταιρίες από την Κίνα και την Ινδία αποτελούν αγοραστές διασυνοριακών εξαγορών (Bancel & Duval –Hamel, 2008).

Το έτος 2008 ξέσπασε η διεθνής οικονομική κρίση, η οποία επηρέασε και τον τομέα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Η πραγματοποίηση Σ&Ε την περίοδο αυτή φανέρωνε για την εταιρεία που πραγματοποιούσε τη συμφωνία οικονομική ευημερία. Από την έναρξη της κρίσης και μετά, οι διεθνείς ροές Σ&Ε συρρικνώθηκαν σημαντικά σε σχέση με τα επίπεδα του 2007 (Beltratti & Paladino, 2013).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Το **έβδομο κύμα** ξεκινάει το 2013 και ολοκληρώνεται το 2015. Είναι αυτό με την υψηλότερη αξία συναλλαγών με βάση το έτος 2015. Καθοριστικό ρόλο σε αυτό το κύμα παίζουν οι συμφωνίες μεγάλης αξίας, τα λεγόμενα «mega deals», τα οποία αποτελούν συμφωνίες Σ&Ε που αφορούν ποσά μεγαλύτερα των 10 δις Δολαρίων. Και σε αυτή την περίπτωση, το φθινόχρημα καθοδηγεί την ανάπτυξη αυτού του κύματος, αν και σε αυτό το χρόνο η ρευστότητα προκύπτει ως αποτέλεσμα της ποσοτικής χαλάρωσης που εφάρμοσαν οι Κεντρικές Τράπεζες των Ηνωμένων Πολιτειών και της Ευρωζώνης (Κυριαζής, 2017).

Όπως είναι εμφανές, από το 1969 έως το 1999 παρατηρούνται μεγάλα κύματα Σ&Ε (Γράφημα) στις ΗΠΑ.



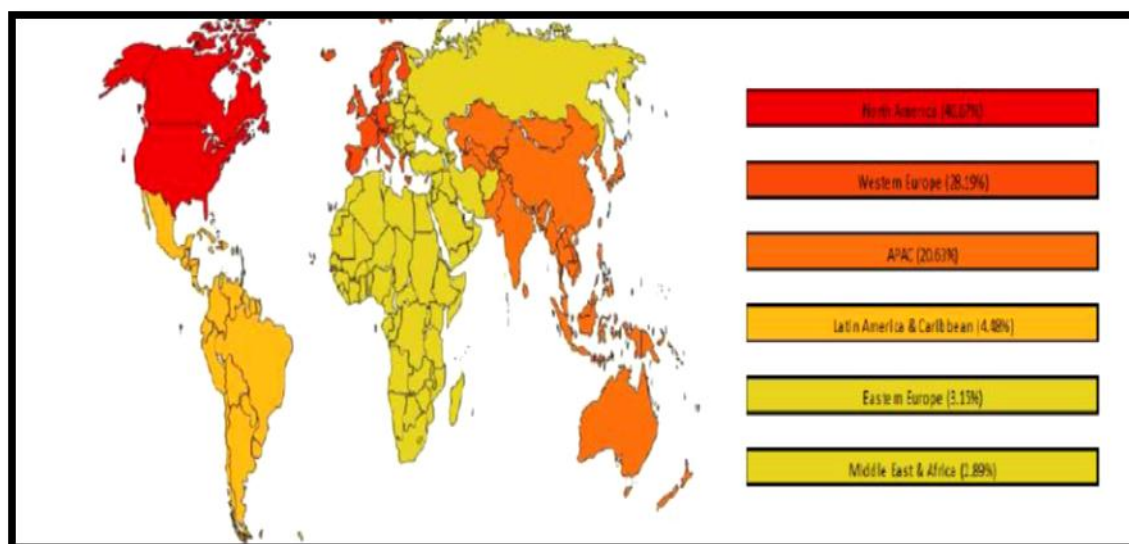
Γραφημα 1: Κύματα Σ&Ε από το 1897 έως το 1999 στις ΗΠΑ

Πηγή: *Martynova & Renneboog (2008)*

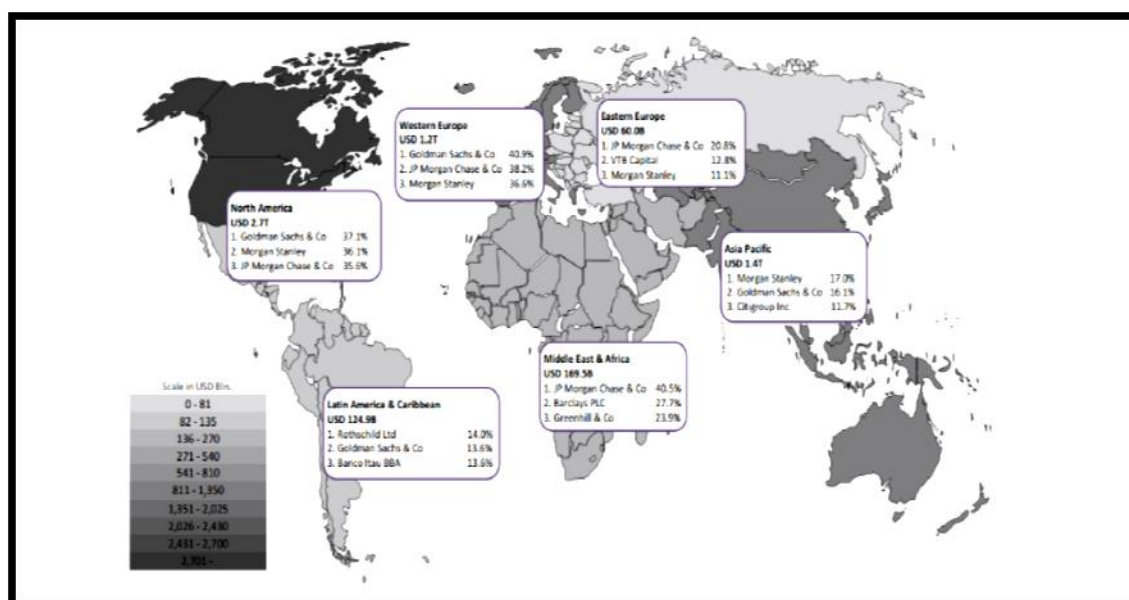
Όστόσο, και στην Ευρώπη οι Σ&Ε δεν καθυστέρησαν να κάνουν την εμφάνισή τους. Σε μια προσπάθεια να ακολουθήσουν τις νέες εξελίξεις, αλλά και να αδράξουν των ευκαιριών που προσφέρονται, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις προχώρησαν σε ηχηρές Σ&Ε. Διακρίνονται δύο κύματα Σ&Ε: 1987-1992 και 1995-2001 με παρόμοια χαρακτηριστικά με αυτά που παρουσιάστηκαν στις Η.Π.Α.. Το παράδειγμα το 1999 στον κλάδο των

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

τηλεπικοινωνιών, της εξαγοράς από την εταιρία Vodafone της AirTouch (βρετανικών συμφερόντων), της εταιρίας Mannesmann (γερμανικός όμιλος), αλλά και εκείνο στον κλάδο των πετρελαιοειδών, της εξαγοράς από την TotalFina της εταιρίας Elf Aquitaine, επιβεβαιώνουν την ορμή των Σ&Ε.



Γραφημα 2: Ογκος συμφωνιών Σ&Ε το 2013 ανά ήπειρο
(www.bloomberg.com)



Γραφημα 3: Αξία συμφωνιών Σ&Ε το 2015 ανά ήπειρο
(www.bloomberg.com).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Επίσης, διαφαίνεται και ένα τρίτο κύμα με απαρχή του το 2004, όπου παρατηρείται αύξηση του αριθμού των Σ&Ε (π.χ. κλάδος ενέργειας), με κύριο χαρακτηριστικό την άνοδο των επιθετικών εξαγορών. Σημαντικό ρόλο έχουν παίξει η δημιουργία της ενιαίας οικονομικής αγοράς με τη σύσταση της Ε.Ο.Κ. αλλά και μετά την ίδρυση της Ε.Ε., που είχε σαν συνέπεια την διάνοιξη των συνόρων, την απελευθέρωση των αγορών και την απορύθμιση του συστήματος (deregulation), αλλά και οι επενδυτικές ευκαιρίες μετά από λήξη πολέμων, η υπερβάλλουσα ρευστότητα στην αγορά (εκ μέρους των τραπεζών), το χρηματιστηριακό περιβάλλον και οι στρατηγικές της διεθνοποίησης. Συγκεκριμένα, σχετικά με τον χρηματοοικονομικό τομέα, τα παραπάνω βοήθησαν στην ανασύνταξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τον εκσυγχρονισμό του, καθώς επίσης σημαντικές εξελίξεις επέφεραν και οι τεχνολογικές ανακαλύψεις, η επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών, και οι αποκρατικοποιήσεις (Παπαδάκης, 2002 και Κυριαζής, 2017).

Η παγκοσμιοποίηση και η εντατικοποίηση της ανταγωνιστικότητας δημιούργησαν ένα νέο περιβάλλον για τις επιχειρήσεις, τόσο στην Ευρώπη, όσο και στον υπόλοιπο κόσμο, με κυρίαρχες τις μεγάλες επιχειρήσεις που είναι αποτέλεσμα Σ&Ε εταιριών που προέρχονται από διαφορετικές χώρες. Αυτή εμφανίζεται να είναι η τάση των τελευταίων ετών, με προσανατολισμό στην μεγαλύτερη απελευθέρωση του εμπορίου και στην κατάργηση των γεωγραφικών συνόρων, ώστε να επιτευχθεί η επιβίωση στις διεθνείς αγορές (Παπαδάκης, 2002 και Κυριαζής, 2007).

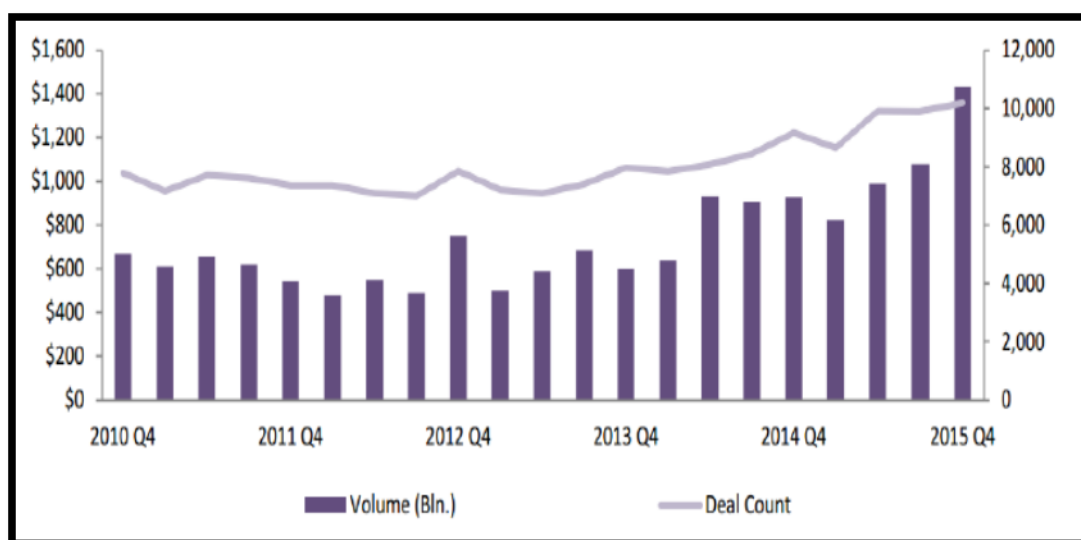
Αξίζει να σημειωθεί ότι στην έρευνα των Beltratti και Paladino (2013) αποδείχθηκε ότι, τα αποτελέσματά τους ήταν αντίθετα με εκείνα μιας μακράς βιβλιογραφίας που προϋπήρχε, τα οποία παρουσιάζουν μια αρνητική απόδοση σε αγοραστές, όταν ανακοινώνεται μια εξαγορά. Η αγορά, αντιδρά θετικά σε περιπτώσεις αβέβαιων στόχων, προφανώς για να εξαλείψει τη μείωση της αβεβαιότητας που σχετίζεται με την υλοποίηση της συμφωνίας.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

2.6: Αποδόσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Επικρατεί η αντίληψη ότι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές πραγματοποιούνται με στόχο την ενοποίηση δυο επιχειρήσεων που αξίζουν A και B αντίστοιχα, προκειμένου η νέα αξία του ενοποιημένου φορά που θα προκύψει να είναι μεγαλύτερη δηλαδή, $A+B+\epsilon$, όπου το ϵ να είναι θετικό. Ωστόσο, παρά τις προσδοκίες, δεδομένης και της επι σειρά ετών εκτεταμένης πρακτικής των Σ&Ε, δεν είναι λίγες οι φορές που αυτός ο σκοπός δεν επιτυγχάνεται ενώ έχει παρατηρηθεί εμπειρικά και το φαινόμενο της καταστροφής αξίας.

Κατά τους Bradley et al. (1988), Mulherin and Boone (2000) και Andrade et. al. (2001) παρατηρείται ότι αθροιστικά η προς συγχώνευση ή υλοποίηση εξαγοράς επιχείρηση πραγματοποιεί μια θετική μη-κανονική απόδοση στο χρονικό διάστημα πλησίον της ημερομηνίας ανακοίνωσης του γεγονότος. Αυτό το γεγονός, είναι ενδεικτικό της αιτίας που λαμβάνουν χώρα Σ&Ε.



Γραφημα 4: Αξία και όγκος Σ&Ε από το 2010 έως το 2015

(www.bloomberg.com).

Μάλιστα, επιπρόσθετες έρευνες (Schwert, 1996, Goergen and Renneboog, 2004, Bhagat et al., 2005 και Martynova and Renneboog, 2009) έχουν δείξει αρκετά υψηλές θετικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

ανακοίνωση των εξαγορών για τις εταιρίες στόχους, κάτι που επίσης μπορεί να εξηγήσει την από πλευράς τους συμμετοχή σε μια τέτοια συναλλαγή.

Αντίθετα, οι αποδόσεις των αγοραστών είναι συγκεχυμένες στη βιβλιογραφία και εξαρτώνται σημαντικά από την περίοδο μελέτης. Ενώ κάποιες έρευνες βρίσκουν μηδενικές ή οριακά θετικές αποδόσεις όπως οι έρευνες των Franks et al. (1977), Loderer and Martin (1990), Morck et al. (1990), Higson and Elliot (1998), Moeller et al.(2004), Faccio et al. (2006) και Eckbo and Thorburn (2009), είναι πολλές εκείνες που βρίσκουν αρνητικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία του γεγονότος όπως οι Dodd (1980), Firth (1980), Healy et al. (1992) και Andrade et al. (2001).

Ακόμη, έχει παρατηρηθεί ότι αν εξειδικεύσουμε χρονικά ή χωρικά τις ερευνώμενες Σ&Ε μπορούμε να καταλήξουμε σε διαφορετικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα οι Alexandridis et al. (2017) που εξέτασαν Σ&Ε μετά το 2010 και για αξία μεγαλύτερη των 500 εκ. δολαρίων (mega deals) στις ΗΠΑ, εντοπίζουν θετικές αποδόσεις, όπως και οι Alexandridis et al. (2010) που διαπιστώνουν θετικές αποδόσεις όταν οι συναλλαγές πραγματοποιούνται σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές. Αντίθετα, διαπιστώνουν αρνητικές αποδόσεις στις ανταγωνιστικές αγορές.

Ασφαλώς, υπάρχει ενδιαφέρον να εξεταστεί και η πιο μακροχρόνια απόδοση των αγοραστριών εταιριών, καθώς ίσως εκεί να αποσκοπούν τελικά τα στελέχη που τις υλοποιούν. Κάτι τέτοιο έχει πραγματοποιηθεί από τους Malatesta (1983) και Asquith (1983) σε προγενέστερο χρόνο και διαπιστώθηκε ότι οι αρνητικές αποδόσεις επεκτείνονται κατά το πρώτο έτος μετά τη συμφωνία, ενώ οι Agrawal et al. (1992) κάνουν μια παρόμοια διαπίστωση για μια πενταετία μετά τις συγχωνεύσεις. Αντίθετη άποψη τεκμηριώνεται από τους Franks et al. (1991), που υποστηρίζουν ότι δεν υφίστανται αρνητικές αποδόσεις μια τριετία μετά την εξαγορά και χρεώνουν τα αποτελέσματα των προηγούμενων σε άστοχη χρήση των υποδειγμάτων μη κανονικής απόδοσης.

Όπως θα παρουσιαστεί αναλυτικότερα και στο τρίτο κεφάλαιο, τα πιο πάνω αποτελέσματα μπορεί να είναι αρκετά διαφορετικά μεταξύ τους, καθώς αποτελούν αφενός, event study analysis, οι οποίες επικεντρώνονται σε

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

δεδομένες, χωρικά και χρονικά, περιόδους και αφετέρου, λογιστικές αποτιμήσεις όπως αυτές που πραγματοποιούν οι Healy et al. (1992) και ο Ghosh (2001).

Μέσα από μια σειρά ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί σε βάθος χρόνου, υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες που μπορούν να καθορίσουν σημαντικά τις εν λόγω αποδόσεις. Αυτοί οι παράγοντες συνδέονται στην **εισηγμένη ή μη εταιρία στόχο**, με τους Fuller et al. (2002) να εντοπίζουν θετική επίδραση των εξαγορών μη εισηγμένων εταιριών.

Άλλη μια σημαντική παράμετρος είναι η **μέθοδος πληρωμής**, η οποία κατά τους Brown & Ryngaert (1991), Faccio and Masulis (2005) και Martynova and Renneboog (2009), αποτελεί θετική επίδραση όταν αυτή γίνεται με μετρητά.

Μια ακόμα σημαντική μεταβλητή που επηρεάζει την απόδοση των Σ&Ε, είναι ο **βαθμός συσχέτισης** των δραστηριοτήτων των συναλλασσόμενων μερών, καθώς όταν υπάρχει οριζόντια ή κάθετη συσχέτιση, οι αποδόσεις είναι υψηλότερες από την περίπτωση μη ύπαρξης συσχέτισης κατά τους Moeller and Schlingemann (2005) και Akbulut and Matsusaka (2010).

Άλλες παράμετροι που έχουν κατά περιόδους ληφθεί υπόψη είναι το **επίπεδο αποδόσεων** του αγοραστή πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας που μελετά ο Rosen (2006) που επίσης αναφέρει αρνητική συσχέτιση. Οι Moeller et al. (2007) δείχνουν ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης προκαλεί μείωση των αποδόσεων στο παράθυρο κοντά στην ανακοίνωση της συναλλαγής.

Καθοριστική είναι, για την επίδοση των εταιριών-στόχων, η **φιλική διάθεση προσφοράς**, καθώς οι εχθρικές εξαγορές πληρώνονται ακριβότερα, ενώ η επίδραση στον υποψήφιο αγοραστή αποδεικνύεται ασήμαντη κατά τον Schwert (2000). Οι Golubov et al. (2012) δείχνουν ότι, για εισηγμένες επιχειρήσεις η παρουσία φημισμένων συμβούλων, επιφέρει υψηλότερες αποδόσεις στους αγοραστές.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Τέλος, και σε μεγαλύτερη συσχέτιση με την παρούσα εργασία, το **μέγεθος** των συναλλασσόμενων επιχειρήσεων επιδρά αρνητικά στις αποδόσεις (Fuller et al., 2002) και του αγοραστή και της εταιρίας-στόχου κάτι που επιβεβαιώνει και ο Jensen (2005), ο οποίος αποδίδει το πρόβλημα αυτό στα αναλογικά υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης. Στα παραπάνω, ο Schwert (2000) συμπληρώνει ότι οι μεγαλύτεροι στόχοι σημειώνουν και αυτοί συχνά χαμηλότερες αποδόσεις, λόγω των χαμηλότερων ποσοστών takeover premiums. Ακόμη, το σχετικό μέγεθος της συμφωνίας επιδρά θετικά στις αποδόσεις των αγοραστών (Fuller et al., 2002), θεωρώντας ότι το premium εξαγοράς είναι περιορισμένο, καθώς και στον περιορισμό του προβλήματος της αντιπροσώπευσης λόγω αυξημένου ελέγχου των μεγαλομετόχων της εταιρίας-στόχου.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, οι επιδόσεις τόσο των αγοραστών όσο και των στόχων, την περίοδο κοντά σε μια εξαγορά ή συγχώνευση δεν έχουν καθοριστεί με σαφήνεια, ενώ παρατηρούμε ότι υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επιδρούν θετικά ή αρνητικά στις αποδόσεις τόσο της συνολικής οντότητας, όσο και των επιμέρους πλευρών. Μια από τις πιο σημαντικές είναι το μέγεθος των συμφωνιών και για το λόγο αυτό είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον να εξεταστεί μια ιδιαίτερη κατηγορία Σ&Ε, οι συμφωνίες μεγάλης αξίας.

2.7: Η περίπτωση των Μεγάλων Συμφωνιών (Mega Deals)

Όπως διαπιστώνουμε και στην μελέτη των Alexandridis et al. (2017), υπάρχει μια διαφοροποίηση στις συμφωνίες μεγάλης αξίας (mega deals), δηλαδή στις συμφωνίες εκείνες των οποίων η αξία σύμφωνα με τους ερευνητές είναι στο ύψος των 500εκ δολαρίων \$ και άνω. Όπως οι ίδιοι διαπιστώνουν, η διαφοροποίηση είναι μικρή αν μεταβάλλουμε το όριο πάνω από το οποίο η συμφωνία μπορεί να χαρακτηριστεί ως μεγάλης αξίας. Ειδικότερα, παραθέτουν τις επιλογές: 250 εκ. δολάρια, 500 εκ. δολάρια, 750 εκ. δολάρια και 1 δις \$, επιλέγοντας τελικά το δεύτερο κριτήριο ως εκείνο που διαχωρίζει προσεγγιστικά το άνω τεταρτημόριο των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών στις ΗΠΑ.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Παλαιότερες έρευνες έχουν δείξει ότι, οι συμφωνίες μεγάλης αξίας καταλήγουν να κοστίζουν στους μετόχους στην πλειοψηφία τους, όπως αυτές των συνεργατών του Bloomberg (2002), Henry, D., Jespersen, FD, του Boston Consulting Group, Cools, K., Gell, J., Kengelback, J., Roos, A. (2007) και της McKinsey Rehm, W., Uhlener, R., & West, A. (2012). Σε μια ευρύτερη έρευνα για την περίοδο 1990 έως 2007, οι Alexandridis et al. (2013) αναφέρουν σημαντικές απώλειες για τους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρίας στις μεγάλες συμφωνίες.

Σε αντίθεση με όλα τα παραπάνω, οι Alexandridis et al. (2017) διαπιστώνουν ότι πλέον οι συμφωνίες μεγάλης αξίας, παρά τη συσχέτισή τους με προβλήματα αντιπροσώπευσης, με την έκθεση στα μέσα ενημέρωσης και τον λεπτομερή έλεγχο των επενδυτών, φαίνονται να έχουν θετικές επιδράσεις στους μετόχους της εταιρίας εξαγοράς. Μάλιστα, στην παρατηρούμενη άνοδο των αποδόσεων φαίνεται να πρωτοστατούν οι συμφωνίες μεγάλης αξίας.

Τα οφέλη φαίνεται να μοιράζονται αφενός μεν στους μετόχους της εταιρίας που αγοράζει τον στόχο, άμεσα γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης της συμφωνίας, ενώ σημαντικές είναι και οι ωφέλειες που προκύπτουν και για τους δυο εμπλεκόμενους, θεωρώντας πως οι πιο πάνω βελτιώσεις οφείλονται στην καλύτερη ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης της ενοποιημένης εταιρίας.

Οι θετικές επιδράσεις παρατηρούνται σταδιακά από τους Alexandridis et al. (2017), καθώς μεταβαίνουν από το πρώτο τεταρτημόριο των μικρότερων συμφωνιών προς τα υψηλότερα τεταρτημόρια. Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται σε πλήρη αντιδιαστολή με τα ευρήματα παλαιότερων ερευνών (πιθανότατα επειδή αυτές αφορούν προγενέστερα δείγματα που περιλαμβάνουν συμφωνίες προ κρίσης) όπως αυτά που παρατηρούμε στην μελέτη των Bayazitova, Kahl, and Valkanov (2010), όπως αυτό αναφέρεται στους Fich et al. (2012) που διαπιστώνουν ότι όλες οι συμφωνίες Σ&Ε επιφέρουν κάποια μικρή αλλά θετική απόδοση στους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας, εκτός από τις συμφωνίες μεγάλης αξίας.

Η περίοδος που οι συμφωνίες μεγάλης αξίας έφτασαν σε πρωτοφανή μεγέθη και αποτέλεσαν εκτεταμένη πρακτική για πρώτη φορά, είναι το πέμπτο

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

κύμα των Σ&Ε, αφού για πρώτη φορά εμφανίστηκε μια παγκόσμια οπτική του ανταγωνισμού, ο οποίος έπρεπε να αντιμετωπιστεί από μεγάλες εταιρίες. Όπως αναφέρει και ο Lipton (2006), αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από περιορισμένη αντιμονοπωλιακή ρυθμιστική παρέμβαση και υψηλές αξίες μετοχών που ενθαρρύνουν τους διοικούντες να προχωρήσουν σε προγενέστερα αδιανόητες επεκτατικές επιλογές. Χαρακτηριστικότερα συμφωνίες μεγάλης αξίας εκείνης της περιόδου είναι τα Citibank και Travelers, Chrysler και Daimler Benz, Exxon και Mobil, και Vodafone με Mannesmann (Lipton, 2006).

Σαν επιπρόσθετες αιτίες που οδήγησαν σε συμφωνίες μεγάλης αξίας παγκοσμίως κατά το έκτο κύμα παρουσιάζονται η παγκοσμιοποίηση, ορισμένες επιμέρους εθνικές πολιτικές χωρών που επιδίωξαν να διαμορφώσουν επιχειρήσεις που να πρωτοστατούν παγκοσμίως, καθώς και το φθηνό χρήμα (Lipton, 2006).

Οι Alexandridis et al. (2017) δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 που επέφερε μια πρωτοφανή επίβλεψη από τις ρυθμιστικές αρχές, μια τάση των μετόχων για ακτιβισμό, αλλαγές στην εταιρική διακυβέρνηση και ένα πιο ενημερωμένο επενδυτικό κοινό. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω αναμένεται μια θετική επίπτωση στον τρόπο λήψης επενδυτικών αποφάσεων και ειδικότερα αναμένεται καλύτερη αναζήτηση των εξαγοραστικών επενδύσεων μετά το 2009.

Σε αυτή την έρευνα συγκρίνουν Εξαγορές και Συγχωνεύσεις που υλοποιήθηκαν τις δύο δεκαετίες του 1990 μέχρι το 2008, με αυτές που πραγματοποιήθηκαν μετά το 2009 και κορυφώθηκαν το 2015. Μέσα από την έρευνα αυτή επιβεβαιώθηκε ότι η ποιότητα των συμφωνιών έχει μεταβληθεί, ιδιαίτερα στην πιο πρόσφατη περίοδο. Έτσι, για πρώτη φορά μετά το 2009, οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρίας, μέσα από δημόσια πρόταση, δημιουργούν αξία. Η αξία αυτή καταγράφεται, όπως θα παρουσιαστεί και στη μεθοδολογία, ως μη φυσιολογική απόδοση και έχει υπολογιστεί κατά μέσο όρο στο 1,05 %, ενώ πριν το 2009 υπήρχε απώλεια 1,08 %.

Η τομή όμως που προσφέρει αυτή η έρευνα είναι ο εντοπισμός και η διάκριση 3.150 ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων και εξαγορών που

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

υπερβαίνουν τα 500 εκ. τα οποία στο εξής θα αποκαλούνται συμφωνίες μεγάλης αξίας, οι οποίες έχουν συσχετιστεί από προηγούμενες έρευνες με υψηλές απώλειες για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρίας. Αυτές είναι και οι συμφωνίες που με βάση τα συμπεράσματα αποκτούν και τις υψηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις που αγγίζουν το 2,54 %, ενώ υπάρχουν και πολύ υψηλά οφέλη και στις δυο πλευρές.

Τα πιο πάνω ευρήματα των Alexandridis et al. (2017) συμβαδίζουν με δυο γενικότερες παρατηρήσεις στην αγορά μετά το 2009. Η πρώτη είναι η στροφή στην ποιότητα, η οποία παρατηρείται μετά την κρίση και πιθανόν οι εταιρίες-στόχοι πράγματι να είναι και αυτές πλέον πιο ποιοτικές. Επιπλέον, φαίνεται να έχει περιοριστεί η υπεραισιοδοξία των CEO που οδήγούσε τα προηγούμενα χρόνια σε «αλαζονική» συμπεριφορά, κάτι το οποίο κατά τους Malmendier and Tate (2008) θα μπορούσε να συσχετίζεται με την καταστροφή αξίας κατά τις εξαγορές επιχειρήσεων.

Συνδυαστικά, υπάρχουν οφέλη και για τον αγοραστή και για το στόχο, με το συνολικό όφελος να υπερτριπλασιάζεται αγγίζοντας το 4,51 % της αξίας τους. Κατά τους Alexandridis et al. (2017) φαίνεται ότι για πρώτη φορά μια τάση τριάντα ετών, όπως αυτή έχει καταγραφεί από τους Travlos (1987), Loderer and Martin (1990), Fuller et al. (2002), Moeller et al. (2004), Moeller et al. (2005), Betton, et al. (2008) και Alexandridis et al. (2013), φαίνεται να έχει τελειώσει, δηλαδή οι δημόσιες εξαγορές και ιδιαίτερα οι μεγάλες, παύουν να οδηγούν σε καταστροφή αξίας κατά πλειοψηφία και εναρμονίζονται με τις προβλέψεις της νεοκλασικής θεωρίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, όπως την παραθέτουν οι Alexandridis et al. (2017) από τους Ahern and Weston, (2007).

Καθοριστικό ρόλο στις συμφωνίες μεγάλης αξίας παίζει το γεγονός ότι σε αυτές είναι πιο έντονα τα προβλήματα κύριου αντιπροσώπου, ο έλεγχος των επενδυτών, η έκθεση και η προσοχή των μέσω μαζικής ενημέρωσης.

Τα βασικά ερωτήματα που τίθενται, εκτός των παραπάνω, είναι αν τα αποτελέσματα επηρεάζονται από την βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης και αν αυτή η βελτίωση στην αποτελεσματικότητα των εξαγορών συνοδεύεται

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

από μια συνολική βελτίωση στην αποτελεσματικότητα των επενδύσεων, υποθέσεις που ως ένα βαθμό επιβεβαιώνονται.

Συνεπώς, είναι εξαιρετικά σημαντικό να διερευνηθεί με τα πιο επίκαιρα δεδομένα αυτή η μεταβολή στην απόδοση των συμφωνών μεγάλης αξίας για τους μετόχους, προκειμένου να διαπιστωθεί εάν αυτή ήταν περιστασιακή, καθοδηγούμενη από τα δεδομένα ή μακροχρόνια και παγιωμένη μεταβολή που δείχνει σημάδια ευστάθειας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1: Μέθοδοι μέτρησης της αξίας Σ&Ε – Η Αποδοτικότητα των Σ&Ε

Γενικά έχουν χρησιμοποιηθεί κατά βάση δυο μέθοδοι αντιμετώπισης των εν λόγω προβλημάτων. Η πρώτη που αναπτύχθηκε στηρίζεται στα λογιστικά μεγέθη και επιδιώκει να εντοπίσει τις συνέπειες της Συγχώνευσης επί της ενοποιημένης εταιρίας παρατηρώντας συγκριτικά τη μεταβολή τους πριν και μετά τη συγχώνευση.

Μια δεύτερη μέθοδος που προϋποθέτει την αποδοχή της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών (Fama 1970, 1976) είναι η μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων. Σε αυτήν την περίπτωση, επιχειρείται να εκτιμηθεί η επίπτωση κάποιου συγκεκριμένου γεγονότος (εν προκειμένω της εξαγοράς) στον πλούτο των μετόχων του αγοραστή και του στόχου. Ενώ αυτή η πληροφορία μπορεί εύκολα να αντληθεί από τις αποδόσεις των μετοχών, η ενσωμάτωση σε αυτές όλων των μελλοντικών ωφελειών και απωλειών εξαιτίας της εξαγοράς προϋποθέτει την αποδοχή της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών.

Ένα από τα βασικότερα ερωτήματα που απασχολεί τους αναλυτές τα τελευταία χρόνια, σχετικά με την αναγκαιότητα και χρησιμότητα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, είναι κατά πόσο δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των εταιριών που εμπλέκονται, και γενικότερα για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, με δεδομένο ότι η πιο απλουστευμένη υπόθεση για τις Συγχωνεύσεις & τις Εξαγορές είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρείες ενωμένες σε μία είναι καλύτερα από ότι καθεμιά ξεχωριστά.

Η απάντηση στο ερώτημα, δίνεται κυρίως μέσω δύο βασικών μεθόδων υπολογισμού των αποδόσεων, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Μια μέθοδος που ιστορικά αναπτύχθηκε πρώτη ήταν η χρήση λογιστικών μεθόδων, η οποία χρησιμοποιεί λογιστικά στοιχεία (κέρδη, ταμειακές ροές, χρηματοοικονομικούς δείκτες κλπ), όπως αυτά προκύπτουν

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

από τις λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών, πριν και μετά τη συγχώνευση, προκειμένου να καταλήξουν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα.

Ωστόσο, μια άλλη μέθοδος, η λεγόμενη Event study analysis ή Abnormal returns Methodology, η οποία προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψήφιου αγοραστή (Bidder), όσο και της εταιρείας-στόχου (Target).

Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based operational performance evaluation)

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε πρώτη ιστορικά για τη μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, πολύ πριν καθιερωθούν η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και η χρήση του CAPM, που αναβάθμισαν τη σημασία της αξιοποίησης στοιχείων της αγοράς για τη διεξαγωγή επιστημονικών συμπερασμάτων.

Εάν οι εξαγορές δημιουργούν πραγματικές βελτιώσεις οικονομικής απόδοσης, θα πρέπει να καταγράφεται στις οικονομικές καταστάσεις της ενιαίας εταιρίας. Η εν λόγω μέθοδος, 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) για να προσέγγισει την εκτίμηση των κερδών.

Με την μέθοδο αυτή:

- Αποφεύγονται τα προβλήματα των στοιχείων της μεθόδου των μετοχικών αποδόσεων.
- Επιχειρείται μία εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων, όπως αυτή καταγράφεται από τις λογιστικές καταστάσεις.
- Αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρίες.

Ωστόσο, τα αποτελέσματα μελετών που εξετάζουν τις λειτουργικές επιδόσεις των επιχειρήσεων είναι μοιρασμένα.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Για παράδειγμα, η μελέτη των Healy, Palepu και Ruback (1992), με την οποία εξέτασαν την μετά τη συγχώνευση δραστηριότητα των 50 μεγαλύτερων αμερικανικών εξαγορών, που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ του 1979 και του 1984 αποδεικνύει ότι η απόδοση των συγχωνευμένων εταιριών βελτιώθηκε και, συγκεκριμένα, σε ποσοστό 3% για την περίοδο των 3 – 5 ετών μετά τη συγχώνευση.

Αντίθετα, ο Ghosh (2001), μελετώντας ένα δείγμα 315 Σ&Ε αμερικανικών επιχειρήσεων για το διάστημα 1981-1995, χρησιμοποιώντας ως μέτρο απόδοσης τις λειτουργικές ταμειακές ροές προ φόρων, καθώς και την αγοραία αξία του ενεργητικού δε βρήκε καμία σημαντική βελτίωση στα μεγέθη αυτά. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν, επίσης, ότι οι ταμιακές ροές αυξάνονται σημαντικά μετά από εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετρητά, ενώ μειώνονται στις περιπτώσεις που έγιναν με ανταλλαγές μετοχών μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών.

Σε γενικές γραμμές, οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

Η επιλογή του κατάλληλου μέτρου σύγκρισης (benchmark) είναι καθοριστικής σημασίας για την αξία των αποτελεσμάτων των μελετών, το οποίο θα πρέπει να προσαρμόζεται στις συνθήκες του κλάδου και του ανταγωνισμού.

Τα μέτρα ταμειακών ροών που δε βασίζονται στη λογιστική αρχή των δεδουλευμένων είναι πιο αποτελεσματικά στο να καταγράφουν σωστά την επίπτωση της συγχώνευσης. Από την άλλη, είναι πιθανό να χρειάζεται να λαμβάνεται υπόψη και η επίπτωση των μη λειτουργικών ταμειακών ροών και αποτελεσμάτων, εάν και εφόσον αυτά συνδέονται με τη συγχώνευση, π.χ. έσοδα από ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης εταιρείας, κλπ.

Τέλος, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και να γίνονται οι αντίστοιχες προσαρμογές για τους λογιστικούς κανόνες που ισχύουν και εφαρμόζονται σε κάθε χώρα.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

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

Η μέθοδος αυτή έγινε γνωστή μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama 1970,1976) και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) για την επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης των stock splits στις τιμές των μετοχών. Η συγκεκριμένη μέθοδος συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκληρώσεώς του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου (συνήθως 3-5 έτη προ του event) η οποία είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal returns (AR) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Η μεθοδολογία αυτή, εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969). Οι Brown and Warner (1980,1985) προχώρησαν σε περαιτέρω τυποποίηση της μεθόδου συμπεριλαμβάνοντας 10 στατιστικούς ελέγχους, ενώ εκτενής αναφορά της μεθοδολογίας γίνεται και στο άρθρο του MacKinlay (1997).

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.

Η αποτελεσματικότητα της αγοράς αποτελεί βασική υπόθεση του υποδείγματος. Οι περισσότερες έρευνες, που μελετούν την αποδοτικότητα των Σ&Ε, πλέον χρησιμοποιούν αυτή την μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων.

Οι μη κανονικές αποδόσεις (Abnormal Return) εξάγονται από τον κάτωθι τύπο :

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

Όπου,

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

$j = 1, 2, 3, \dots, N$ 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

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περίοδοι. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού (Estimation Period) των «καθαρών» αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεως (Observation Period), που μπορεί να καταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα Event Windows. Η ημερομηνία του γεγονότος λέγεται event day/month, και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Συνήθως, το estimation period τελειώνει 1-3 μήνες ή ένα διάστημα ημερών πριν και μετά το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί και να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Στην παρούσα εργασία εξετάζουμε την περίοδο παρατήρησης για διάστημα 30 ημερών πριν και μετά το γεγονός της Σ&Ε.

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων R_{jt} γίνεται βάσει των μεταβολών τιμών των μετοχών και των μερίσματος (με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται), κατά την περίοδο ανακοίνωσης.

Η μέτρηση των προβλεπόμενων αποδόσεων $E(R_{jt})$, τα οποία λέγονται και Benchmark Returns, εκτιμάται με τη βοήθεια υποδειγμάτων, όπως το υπόδειγμα αγοράς (Market Model), το υπόδειγμα μέσω 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, η οποία προκύπτει από την άνωθεν σχέση είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (που αντιστοιχεί σε negative NPV project), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη.

3.2: Δεδομένα

Για την υλοποίηση του εμπειρικού κομματιού της συγκεκριμένης εργασίας, συλλέχθηκε δείγμα από την βάση δεδομένων Thomson Reuters EIKON για αγοράστριες εταιρείες των ΗΠΑ εισηγμένες στις αγορές NYSE, AMEX και NASDAQ.

Τα κριτήρια, βάσει των οποίων έγινε η συλλογή, τα οποία είναι παρόμοια με αυτά των Alexandridis et al. (2010), ήταν τα εξής κάτωθι:

1. Η χρονική περίοδος συλλογής του δείγματος, με βάση τις ημερομηνίες ανακοίνωσης, ορίστηκε από την 01/01/1990 έως και 31/12/2017.
2. Επιλέχθηκαν αρχικά εταιρείες με Deal Value μεγαλύτερο ή ίσο των 10 εκ. Επιπλέον, στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι το δείγμα διασπάστηκε σε δύο υποδείγματα με βάση το Deal Value για deals που είχαν αξία της τάξεως των 10 εκ. έως 500 εκ. και σε Mega-deals με αξία άνω των 500 εκ.
3. Οι αγοράστριες εταιρείες έπρεπε να είναι δημόσια εισηγμένες (public), ενώ οι εταιρίες-στόχοι δημόσιες ή ιδιωτικές (public/private).
4. 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.
5. Συμπεριλήφθηκαν μόνο ολοκληρωμένες (completed) Σ&Ε. Όσες είχαν τον χαρακτηρισμό Withdrawn, αφαιρέθηκαν από το δείγμα.
6. Για όλες τις εταιρίες έπρεπε να υπάρχουν διαθέσιμες τιμές μετοχών τουλάχιστον 1 έτος πριν την ανακοίνωση της προσφοράς και 1 μήνα μετά.
7. Εξαιρέθηκαν από το δείγμα, τόσο των αγοραστριών, όσο και των εταιριών-στόχων, εταιρίες που ανήκουν στον τραπεζικό και ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα, όπως ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες ακίνητης περιουσίας και REITs, λόγω των ιδιοσυγκρατικών

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

χαρακτηριστικών στα στοιχεία του ισολογισμού τους και την ύπαρξη υψηλής μόχλευσης.

8. Εξαιρέθηκαν από το τελικό δείγμα οι εξής τεχνικές: Divestiture, Bankruptcy Acquisition, Spin-offs, Litigation, Recapitalizations, Proxy Fight, Self-tenders, Exchange offers, Repurchases, Restructuring, Failed Bank, MBOs (Management Buy-Outs), LBOs (Leveraged Buy-Outs), Reverse LBO, Financial Acquiror, Reverse Takeover, Collar, Property Acquisition, Minority Stake Purchases, Acquisitions of Remaining Interest.

Βεβαίως, σε όλα τα ανωτέρω φίλτρα, εξαιρέθηκαν από το δείγμα όλες εκείνες οι Σ&Ε για τις οποίες έστω και μία παράμετρος είχε την περιγραφή *Not Applicable* σε κάποια από τα διάφορα κριτήρια.

3.3: Μεθοδολογία

Για την παρούσα διπλωματική εργασία για την ανάλυση και επεξεργασία των δεδομένων θα χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο Event Study Analysis, η οποία χρησιμοποιείται και στις περισσότερες έρευνες που μελετούν την αποδοτικότητα των Σ&Ε. Τα βασικά βήματα για την πραγματοποίηση ενός Event Study είναι τα εξής:

1. Προσδιορισμός των ημερομηνιών της πραγματοποίησης του συμβάντος, δηλαδή της Σ&Ε. Για το βήμα αυτό αντλήσαμε τις ημερομηνίες ανακοίνωσης από τη βάση δεδομένων του δείγματος.
2. Ορισμός του event window. Στην παρούσα μελέτη λαμβάνουμε τιμές για τις μετοχές 252 ημέρες πριν από την έναρξη της περιόδου ενδιαφέροντος που είναι 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση του συμβάντος για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς (περίοδος εκτίμησης) και έως και 20 ημέρες μετά το γεγονός για να ελέγξουμε την επίδοση.
3. Ακολούθως, υπολογίζουμε τις πραγματικές αποδόσεις (R) της περιόδου και τις θεωρητικές αποδόσεις από το επιλεγμένο υπόδειγμα,

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

το Market Model, έτσι ώστε η διαφορά τους να μας δώσει τη μη-κανονική απόδοση (AR).

4. Εν συνεχεία, υπολογίζουμε την αθροιστική μη-κανονική απόδοση (CAR) και τις μέσες (CAAR).
5. Τέλος, ελέγχουμε τη στατιστική σημαντικότητα των μη-κανονικών αποδόσεων και των αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων.

Όπως αναφέρεται και σε προηγούμενη ενότητα, οι μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) δίνονται από τον εξής τύπο:

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

Όπου:

$j = 1, 2, 3, \dots, N$ 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

Ωστόσο, ο υπολογισμός των προβλεπόμενων ή κανονικών αποδόσεων $E(R_{jt})$ μπορεί να υπολογισθεί βάσει 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 τριγοπααραγοντικό υπόδειγμα (3-Factor model- Fama and French). Στη συνέχεια, αναλύουμε μερικά από τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται πιο συχνά:

1. Το Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model)

Το μοντέλο αυτό, συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς (benchmark portfolio) και συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της Αγοράς. Με αυτή τη διαδικασία, οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο της αγοράς (risk adjusted).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{m_t} + e_{jt}$$

όπου:

a_j = σταθερός όρος (intercept term)

b_j = το beta της αγοράς (systematic risk)

R_{m_t} = η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς

e_{jt} = όρος σφάλματος

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

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

Οι παράμετροι a και β υπολογίζονται κατά τη διάρκεια του estimation period με ανάλυση παλινδρόμησης του R_{jt} στο R_{m_t} .

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

$$R_{jt} = \bar{R}_{jt}$$

όπου:

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. Το Υπόδειγμα Δείκτη Αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model)

$$R_{jt} = R_{m_t}$$

όπου:

$a = 0, b = 1$

R_{m_t} = η απόδοση του δείκτη της αγοράς

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

$j = 1, 2, 3, \dots, N$ 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 είναι το υπόδειγμα του Δείκτη Αγοράς (Market Model). Το υπόδειγμα αυτό έχει επικρατήσει στην βιβλιογραφία που εφαρμόζει την μεθοδολογία των event studies, προκειμένου να εξετασθεί η επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης Σ&Ε σε βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα ολίγων ημερών και έχει χρησιμοποιηθεί μεταξύ άλλων και από τους Fuller et al. (2002) και Faccio et al. (2006).

3.4: Στατιστική Ανάλυση Δείγματος Δεδομένων

Όπως αναπτύχθηκε και ανωτέρω, το δείγμα μας αποτελείται από το σύνολο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 1990-2017.

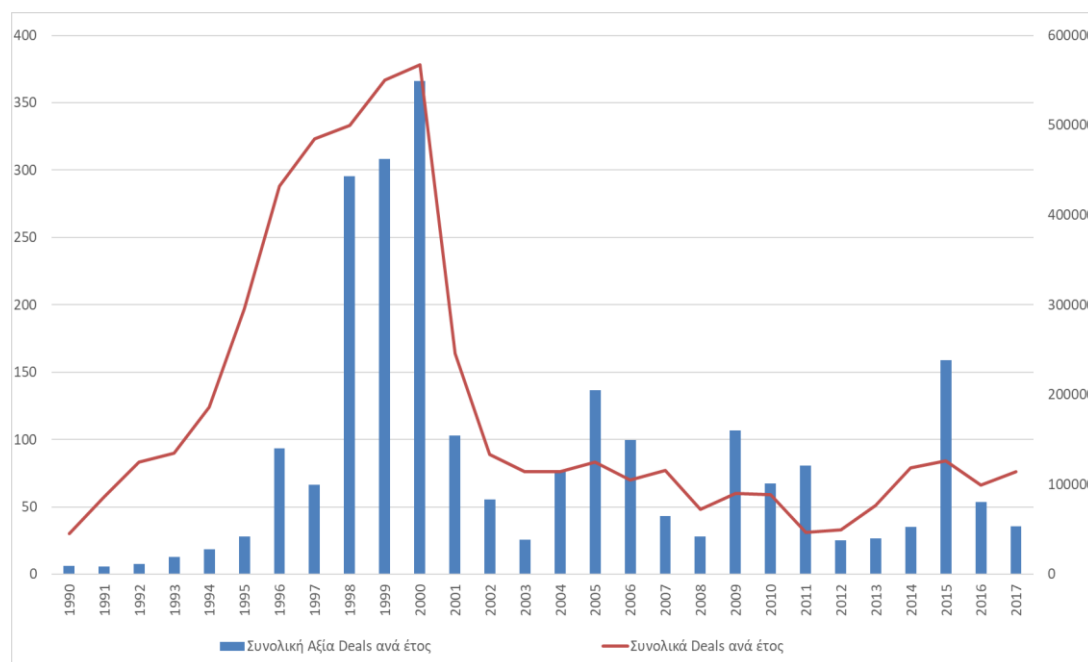
Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων EIKON για το σύνολο της περιόδου. Από το δείγμα εξαιρέθηκαν οι επαναγορές μετοχών, οι ανακεφαλαιοποιήσεις, οι προσφορές ανταλλαγής, εξαγορές πακέτων μειοψηφίας και ενδοεταιρικές πράξεις.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

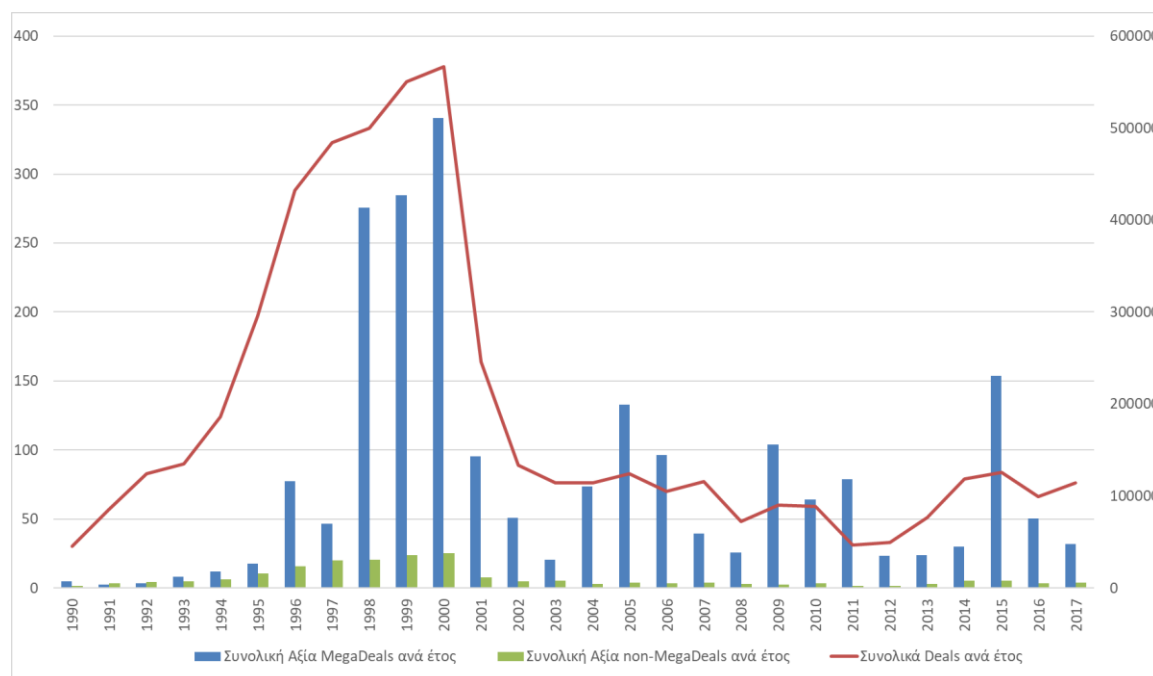
Πίνακας 3: Συνολικός Αριθμός και Αξία Deals και MegaDeals ανά έτος (ποσά σε εκατ. \$)

| Έτος | Συνολική Αξία (σε εκατ. \$) Deals ανά έτος | Συνολικά Deals ανά έτος | Συνολική Αξία (σε εκατ. \$) MegaDeals ανά έτος | Συνολικά MegaDeals ανά έτος | Συνολική Αξία (σε εκατ. \$) non-MegaDeals ανά έτος | Συνολικά non-MegaDeals ανά έτος |
|------|--|-------------------------|--|-----------------------------|--|---------------------------------|
| 1990 | 9,516.68 | 30 | 7,444.94 | 3 | 2,071.74 | 27 |
| 1991 | 8,320,074.00 | 57 | 3,579.16 | 3 | 4,740,914.00 | 54 |
| 1992 | 11,435,198.00 | 83 | 4,978.05 | 5 | 6,457,148.00 | 78 |
| 1993 | 19,527,814.00 | 90 | 12,091.10 | 11 | 7,436,714.00 | 79 |
| 1994 | 27,729,016.00 | 124 | 18,052.36 | 17 | 9,676,659.00 | 107 |
| 1995 | 41,945,173.00 | 197 | 26,336.27 | 35 | 15,608.91 | 162 |
| 1996 | 139,870.05 | 288 | 116,047.40 | 54 | 23,822.66 | 234 |
| 1997 | 99,785,464.00 | 323 | 70,070.96 | 54 | 29,714.50 | 269 |
| 1998 | 443,509,747.00 | 333 | 413,156.30 | 84 | 30,353.44 | 249 |
| 1999 | 462,379,517.00 | 367 | 426,657.00 | 84 | 35,722.51 | 283 |
| 2000 | 548,967,736.00 | 378 | 511,180.00 | 97 | 37,787.78 | 281 |
| 2001 | 154,689,514.00 | 164 | 143,369.30 | 41 | 11,320.25 | 123 |
| 2002 | 83,502,497.00 | 89 | 76,181.63 | 15 | 7,320,865.00 | 74 |
| 2003 | 38,510,561.00 | 76 | 30,496.76 | 14 | 8,013,798.00 | 62 |
| 2004 | 114,751,717.00 | 76 | 110,238.20 | 25 | 4,513,504.00 | 51 |
| 2005 | 204,606,127.00 | 83 | 199,112.30 | 28 | 5,493,867.00 | 55 |
| 2006 | 149,641,588.00 | 70 | 144,228.40 | 18 | 5,413,206.00 | 52 |
| 2007 | 65,049,846.00 | 77 | 59,180.78 | 0 | 5,869,066.00 | 77 |
| 2008 | 42,241,047.00 | 48 | 38,208.34 | 14 | 4,032,708.00 | 34 |
| 2009 | 159,976.30 | 60 | 156,216.40 | 26 | 3,759,855.00 | 34 |
| 2010 | 101,125,186.00 | 59 | 96,315.01 | 31 | 4,810,179.00 | 28 |
| 2011 | 120,844,539.00 | 31 | 118,549.70 | 13 | 2,294,794.00 | 18 |
| 2012 | 37,343,087.00 | 33 | 35,234.20 | 19 | 2,108,887.00 | 14 |
| 2013 | 39,799.13 | 51 | 35,755.04 | 12 | 4,044.09 | 39 |
| 2014 | 52,804.31 | 79 | 44,991.86 | 15 | 7,812.45 | 64 |
| 2015 | 238,519.74 | 84 | 230,354.00 | 26 | 8,165.73 | 58 |
| 2016 | 80,273.66 | 66 | 75,310.08 | 24 | 4,963.58 | 42 |
| 2017 | 53,420.33 | 76 | 47,539.39 | 20 | 5,880.94 | 56 |

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ



Γραφημα 5: Συνολικός Αριθμός Deals και Αξία ανά έτος, περίοδος 1990-2017.



Γραφημα 6: Συνολικός Αριθμός και Αξία των Deals και MegaDeals ανά έτος, περίοδος 1990-2017.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Ως πρώτο βήμα στην εμπειρική μας ανάλυση για την εκτίμηση της δημιουργίας αξίας από τη διενέργεια M&As παραγματοποιούμε την εκτίμηση με εναλλακτικά μέτρα της δημιουργίας αξίας. Η μεθοδολογία μας βασίζεται στον υπολογισμό των AR και CAAR των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών.

Για τον υπολογισμό αυτό χρησιμοποιούμε δεδομένα για τις ημερήσιες τιμές των μετοχών, μετά την αφαίρεση των αργιών και αντίστοιχα για το δείκτη αναφοράς τον S&P 500 Composite με ορίζοντα 360 ημέρες πριν το deal και 30 ημέρες μετά την ανακοίνωση.

Στη συνέχεια, υπολογίζουμε τις αποδόσεις των μετοχών με τον τύπο:

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

Όπου, το R_{it} εκφράζει την ημερήσια απόδοση της μετοχής μεταξύ των ημερών t και $t-1$. Αντίστοιχα οι μεταβλητές $P_{i,t}$ and $P_{i,t-1}$ εκφράζουν τις τιμές των μετοχών για τη μετοχή i τις ημέρες t και $t-1$.

Εν συνεχεία, προβαίνουμε στην εκτίμηση του υποδείγματος της Αγοράς (Market Model) για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών. Ο υπολογισμός των συντελεστών ευαισθησίας beta (β) και alpha (α) πραγματοποιείται με την εκτίμηση του ακόλουθου υποδείγματος:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + u_{it}$$

Οι εκτιμήσεις των παραμέτρων πραγματοποιήθηκαν με το οικονομετρικό πακέτο E-views 9.0. Το υπόδειγμα εκτιμήθηκε για την περίοδο εκτίμησης που αφορούσε 230 ημέρες πριν την περίοδο 20 ημερών πριν την ανακοίνωση της Σ&Ε.

Με τη διαδικασία αυτή πραγματοποιείται η εκτίμηση των μεταβλητών α_i και β_i για κάθε μετοχή, ως προς το δείκτη αναφοράς. Η διαδικασία της εκτίμησης του υποδείγματος της αγοράς πραγματοποιείται για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών. Οι αναμενόμενες αποδόσεις αφαιρούνται από τις πραγματοποιηθείσες για των υπολογισμό των μη-

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

κανονικών αποδόσεων. Οι μη-κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται με τον ακόλουθο τύπο:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - [\alpha_i + \beta_i R_{mt}]$$

Όπου το $E(AR_{it})$ εκφράζει την αναμενόμενη/προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής εάν δε συνέβαινε το συγκεκριμένο γεγονός, όπως αυτή προκύπτει από το Market Model. Η μέγιστη περίοδος υπολογισμού είναι 20 ημέρες πριν και μετά (δηλαδή [-20,20]) το γεγονός. Κατόπιν, για την εξαγωγή των κατάλληλων συμπερασμάτων θα πρέπει να υπολογίσουμε τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (Average Abnormal Return), για όλες τις εταιρίες ξεχωριστά και τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Return) για τα event windows που έχουμε ορίσει.

Η μεθοδολογία αυτή ακολουθείται με σκοπό τον έλεγχο των διαστρωματικών μέσων σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων εάν είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός. Ομοίως, εάν οι διαστρωματικές σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές κατά μέσο όρο, τότε αυτό σημαίνει ότι η διενέργεια Σ&Ε οδήγησε σε ενίσχυση της αξίας για τους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρείας. Αντιθέτως, εάν είναι αρνητική τότε οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η αξία για τους μετόχους έχει μειωθεί. Ουσιαστικά, η στατιστική σημαντικότητα των μη-κανονικών αποδόσεων επιβεβαιώνει ή απορρίπτει εάν το γεγονός αυτό είχε σημαντική ή μηδαμινή επίδραση στις μετοχές των αγοραστριών εταιρειών (Morck & Yeung, 1992)

Βασικά ερωτήματα προς απάντηση της συγκεκριμένης εργασίας είναι τα εξής:

1. Οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν για την περίοδο 1990-2017 (καθώς επίσης και σε υποπεριόδους, προ και μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση) εάν δημιούργησαν θετικές ή αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις στις αγοράστριες εταιρείες.
2. Ποιές είναι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αγοραστών που προέβησαν σε προτάσεις Σ&Ε για εταιρίες εντός ΗΠΑ.
3. Εάν η μέθοδος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς και το ποσοστό υπάρχουσας ιδιοκτησίας της εταιρίας έχουν επίδραση στις αποδόσεις

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

και στη δημιουργία ή μη αξίας για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών.

4. Οι οριζόντιες Σ&Ε επίσης έχουν επίδραση στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους.

Για να μελετήσουμε τα συγκεκριμένα ζητήματα, συλλέξαμε ένα δείγμα 3.492 πράξεων Σ&Ε που ολοκληρώθηκαν στις ΗΠΑ από εγχώριες εταιρείες για την περίοδο 1990-2017. Παράλληλα, για να εξετάσουμε την επίδραση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, διασπάμε το δείγμα μας στις αντίστοιχες περιόδους 1990-2008 και 2009-2017. Το συγκεκριμένο δείγμα περιλαμβάνει το σύνολο των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν από εταιρείες του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα.

Ο Πίνακας 4, που ακολουθεί, παρουσιάζει συνοπτικά τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα της εργασίας.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να αναφέρουμε ότι υπολογίστηκαν και οι αποδόσεις για ακόμη 3 Event Windows, ήτοι (-10,+10), (-5,+5) και (-1,+1) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης του deal, αλλά για λόγους οικονομίας χώρου δεν αναφέρεται, καθώς δεν αλλάζουν ουσιωδώς τα αποτελέσματα και το διάστημα (-20,+20) ενσωματώνει όλη την πληροφόρηση που μπορεί να υπάρχει πριν και μετά την ανακοίνωση εξαγοράς (standard approach in other empirical studies).

Αντίστοιχα, στον Πίνακα 5 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα.

Πίνακας 4: Περιγραφή Μεταβλητών

| Μεταβλητή | Σύμβολο | Περιγραφή μεταβλητής |
|------------------------------------|----------------------------------|---|
| CAR (-20,20) | CAAR2020 | Μέτρο επίδοσης της Σ&Ε, που υπολογίζεται με τη μεθοδολογία event study, με τη χρήση του market model. |
| Μέθοδος Πληρωμής | STOCK για όσες έγιναν με μετοχές | Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την πληρωμή του τιμήματος της Σ&Ε. Λαμβάνει την τιμή 0 για τη χρήση αμιγώς (100%) μετοχών, την τιμή 1 για πληρωμή μόνο με μετρητά και την τιμή 2 για κάθε άλλη περίπτωση. |
| Κλάδος με βάσει το SIC CODE | RELATED | Ψευδομεταβλητή που διακρίνει τις Σ&Ε μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου με κριτήριο το SIC Code των εταιρειών, λαμβάνοντας την τιμή 1 για Σ&Ε μεταξύ ίδιων κλάδων, και την τιμή 0 για κάθε άλλη περίπτωση. |
| Καθεστώς εταιρείας-στόχου | PUBLIC | Ψευδομεταβλητή για το καθεστώς (status) της εταιρείας-στόχου λαμβάνοντας την τιμή 1 για εισηγμένη εταιρεία-στόχο (public), και την τιμή 0 για κάθε άλλη περίπτωση (private). |
| Mega Deals | MEGADEALS | Ψευδομεταβλητή που διακρίνει τις Σ&Ε σε Mega Deals με όριο τα 500 εκ. \$, λαμβάνοντας την τιμή 1, και την τιμή 0 για κάθε άλλο μικρότερης αξίας deal. |
| Αξία Σ&Ε | RELSIZE | Η αξία της εταιρείας-στόχου 4 εβδομάδες πριν την ανακοίνωση (TGTMV4W) προς την αξία της αγοράστριας επιχείρησης 4 εβδομάδες πριν την ανακοίνωση (ACQMV4W). |
| Χρονική περίοδος | TIME | Ψευδομεταβλητή για την χρονία που πραγματοποιήθηκε η κάθε προσφορά (deal). Λαμβάνει την τιμή 0 για Σ&Ε που ανακοινώθηκαν πριν το 2009, και την τιμή 1 για μετά. |

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Πίνακας 5: Βασικά Στατιστικά στοιχεία μεταβλητών

| Περίοδος: 1990-2017 | | | | | | | | |
|----------------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|---------------|----------------|
| | CAAR[-20,20] | CAAR[-10,10] | CAAR[-5,5] | CAAR[-1,1] | DEALVALUE | MEGADEAL | PUBLIC | RELATED |
| Mean | 0.0269 | 0.0176 | 0.0097 | 0.0045 | 1067.9360 | 0.1732 | 0.5494 | 0.2548 |
| Median | 0.0210 | 0.0087 | 0.0069 | 0.0013 | 106.6170 | 0.0000 | 1.0000 | 0.0000 |
| Maximum | 3.6463 | 4.0308 | 1.8993 | 1.7503 | 67285.7000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Minimum | -2.2563 | -1.0919 | -0.9723 | -0.4495 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| Std. Dev. | 0.2949 | 0.2550 | 0.1609 | 0.0881 | 3797.5980 | 0.3786 | 0.4978 | 0.4359 |
| Skewness | 3.4698 | 7.4261 | 4.1801 | 8.9135 | 8.9040 | 1.7275 | -0.1986 | 1.1257 |
| Kurtosis | 48.4713 | 109.7011 | 48.4152 | 170.7271 | 114.7474 | 3.9843 | 1.0394 | 2.2671 |
| Observations | 1.146 | 1.146 | 1.146 | 1.146 | 1.146 | 1.146 | 1.146 | 1.146 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | | | | | | | |
| Mean | 0.0261 | 0.0163 | 0.0081 | 0.0037 | 1133.0030 | 0.1888 | 0.5678 | 0.2553 |
| Median | 0.0203 | 0.0089 | 0.0069 | 0.0004 | 108.8225 | 0.0000 | 1.0000 | 0.0000 |
| Maximum | 3.6463 | 4.0308 | 1.8993 | 1.7503 | 67285.7000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Minimum | -2.2563 | -1.0919 | -0.9723 | -0.4495 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| Std. Dev. | 0.3236 | 0.2848 | 0.1740 | 0.0866 | 4151.5330 | 0.3916 | 0.4957 | 0.4363 |
| Skewness | 3.7679 | 7.6204 | 4.3308 | 10.6948 | 8.7511 | 1.5901 | -0.2738 | 1.1223 |
| Kurtosis | 48.3432 | 101.9967 | 48.0008 | 224.0234 | 108.2393 | 3.5286 | 1.0750 | 2.2595 |
| Observations | 795 | 795 | 795 | 795 | 795 | 795 | 795 | 795 |
| Περίοδος: 2009-2017 | | | | | | | | |
| Mean | 0.0285 | 0.0199 | 0.0128 | 0.0060 | 928.5338 | 0.1396 | 0.5100 | 0.2536 |
| Median | 0.0229 | 0.0078 | 0.0065 | 0.0058 | 102.1790 | 0.0000 | 1.0000 | 0.0000 |
| Maximum | 1.2529 | 1.4757 | 1.2791 | 1.1679 | 37849.3100 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Minimum | -0.7732 | -0.8255 | -0.3751 | -0.4434 | 10.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| Std. Dev. | 0.2214 | 0.1750 | 0.1285 | 0.0913 | 2897.8370 | 0.3471 | 0.5006 | 0.4357 |
| Skewness | 0.5186 | 1.7110 | 2.8453 | 5.6429 | 7.7503 | 2.0798 | -0.0399 | 1.1329 |
| Kurtosis | 6.2391 | 18.3667 | 29.5386 | 78.0718 | 84.3360 | 5.3255 | 1.0016 | 2.2835 |
| Observations | 351 | 351 | 351 | 351 | 351 | 351 | 351 | 351 |

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Πίνακας 6: Συντελεστές Συσχέτισης μεταβλητών

| Περίοδος: 1990-2017 | | | | | | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|------------|------------|-----------|----------|--------|---------|--------|
| | CAAR[-20,20] | CAAR[-10,10] | CAAR[-5,5] | CAAR[-1,1] | DEALVALUE | MEGADEAL | PUBLIC | RELATED | TIME |
| CAAR[-20,20] | 1.0000 | | | | | | | | |
| CAAR[-10,10] | 0.8362 | 1.0000 | | | | | | | |
| CAAR[-5,5] | 0.6361 | 0.7638 | 1.0000 | | | | | | |
| CAAR[-1,1] | 0.2035 | 0.2841 | 0.5212 | 1.0000 | | | | | |
| DEALVALUE | -0.0291 | -0.0167 | 0.0073 | -0.0167 | 1.0000 | | | | |
| MEGADEAL | -0.0050 | 0.0168 | 0.0195 | 0.0303 | 0.0114 | 1.0000 | | | |
| PUBLIC | -0.0241 | 0.0192 | -0.0089 | -0.0227 | 0.2113 | 0.2844 | 1.0000 | | |
| RELATED | -0.0196 | -0.0135 | 0.0081 | -0.0008 | 0.4343 | 0.1174 | 0.3789 | 1.0000 | |
| TIME | 0.0041 | 0.0078 | 0.0232 | 0.0174 | 0.1321 | 0.1226 | 0.0705 | 0.1564 | 1.0000 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | | | | | | | | |
| | CAAR[-20,20] | CAAR[-10,10] | CAAR[-5,5] | CAAR[-1,1] | DEALVALUE | MEGADEAL | PUBLIC | RELATED | TIME |
| CAAR[-20,20] | 1.0000 | | | | | | | | |
| CAAR[-10,10] | 0.8541 | 1.0000 | | | | | | | |
| CAAR[-5,5] | 0.6611 | 0.7620 | 1.0000 | | | | | | |
| CAAR[-1,1] | 0.1388 | 0.2159 | 0.4632 | 1.0000 | | | | | |
| DEALVALUE | -0.0244 | -0.0134 | 0.0054 | -0.0290 | 1.0000 | | | | |
| MEGADEAL | -0.0027 | 0.0135 | 0.0329 | 0.0700 | 0.0179 | 1.0000 | | | |
| PUBLIC | -0.0092 | 0.0222 | -0.0140 | -0.0413 | 0.1979 | 0.2837 | 1.0000 | | |
| RELATED | -0.0389 | -0.0338 | -0.0103 | -0.0209 | 0.4232 | 0.1305 | 0.3816 | 1.0000 | |
| TIME | 0.0371 | 0.0264 | 0.0490 | 0.0165 | 0.1366 | 0.1377 | 0.0478 | 0.1505 | |
| Περίοδος: 2009-2017 | | | | | | | | | |
| | CAAR[-20,20] | CAAR[-10,10] | CAAR[-5,5] | CAAR[-1,1] | DEALVALUE | MEGADEAL | PUBLIC | RELATED | TIME |
| CAAR[-20,20] | 1.0000 | | | | | | | | |
| CAAR[-10,10] | 0.7488 | 1.0000 | | | | | | | |
| CAAR[-5,5] | 0.5327 | 0.7854 | 1.0000 | | | | | | |
| CAAR[-1,1] | 0.4112 | 0.5442 | 0.7045 | 1.0000 | | | | | |
| DEALVALUE | -0.0511 | -0.0354 | 0.0173 | 0.0204 | 1.0000 | | | | |
| MEGADEAL | -0.0152 | 0.0263 | -0.0199 | -0.0551 | -0.0180 | 1.0000 | | | |
| PUBLIC | -0.0733 | 0.0071 | 0.0091 | 0.0188 | 0.2591 | 0.2797 | 1.0000 | | |
| RELATED | 0.0398 | 0.0560 | 0.0620 | 0.0402 | 0.4899 | 0.0865 | 0.3748 | 1.0000 | |
| TIME | -0.0983 | -0.0554 | -0.0509 | 0.0187 | 0.1260 | 0.0893 | 0.1200 | 0.1691 | 1.0000 |

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Αναλύοντας τα χαρακτηριστικά των deals στο δείγμα μας, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η οριακή πλειονότητα των Σ&Ε που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ, από εισηγμένες (public) επιχειρήσεις, προς άλλες εισηγμένες (public) εταιρείες αφορούσαν μόλις το 51,03%, ενώ το υπόλοιπο δείγμα αφορούσε μη-εισηγμένες/ιδιωτικές (private) εταιρείες. Αναλύοντας το δείγμα δεδομένων, διαπιστώνουμε ότι, οι Σ&Ε είναι σχεδόν ισομοιρασμένες. Μάλιστα είναι χαρακτηριστικό ότι από το σύνολο των 1.782 εισηγμένων, οι 1.461 ήτοι το 81,99% του συνόλου, πραγματοποιήθηκε μέχρι το 2008, ενώ μόλις 321 μετά το 2009, όπου η πλειονότητα αφορούσε ιδιωτικές επιχειρήσεις.

Όσον αφορά στην καταβολή του αντιτίμου της εξαγοράς, από το σύνολο των 3.492 εταιριών, μόλις 432 Σ&Ε πραγματοποιήθηκαν μόνο με την καταβολή μετρητών, ενώ 2.020 μόνο με μετοχές. Το υπόλοιπο πραγματοποιήθηκε με συνδυασμό μετρητών και μετοχών ή άλλη μορφή πληρωμής. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι, η καταβολή κατά 100% με μετρητά αφορούσε κυρίως την περίοδο 1990-2008, όπου το 71,53% των Σ&Ε πραγματοποιήθηκε μόνο με μετρητά. Μετά την κρίση, η πλειονότητα των Σ&Ε πραγματοποιήθηκε με μετοχές ή συνδυασμό μετρητών και μετοχών. Στην αγορά, η πρακτική πληρωμής αντιτίμου Σ&Ε με 100% σε μετοχές φαίνεται να κυριαρχεί διαχρονικά, αλλά ιδίως μετά την κρίση. Το σταθερά υψηλό ποσοστό των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν με μετοχές ενδεχομένως σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στην σημαντική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, στις συναλλαγές με μετρητά, οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας αναλαμβάνουν το σύνολο του κινδύνου από την αναμενόμενη συνέργεια, ενώ στην περίπτωση προσφοράς μετοχών, ο κίνδυνος καταμερίζεται.

Παράλληλα, 739 deals από το σύνολο του δείγματος αφορούν Mega Deals, δηλαδή πράξεις με αξία deal υψηλότερο από \$500 εκ., ενώ τα υπόλοιπα είναι σημαντικά χαμηλότερης αξίας. Από το σύνολο των 739 mega deals τα 553 πραγματοποιήθηκαν έως το 2008, ενώ τα υπόλοιπα 186, από το 2009 και έπειτα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

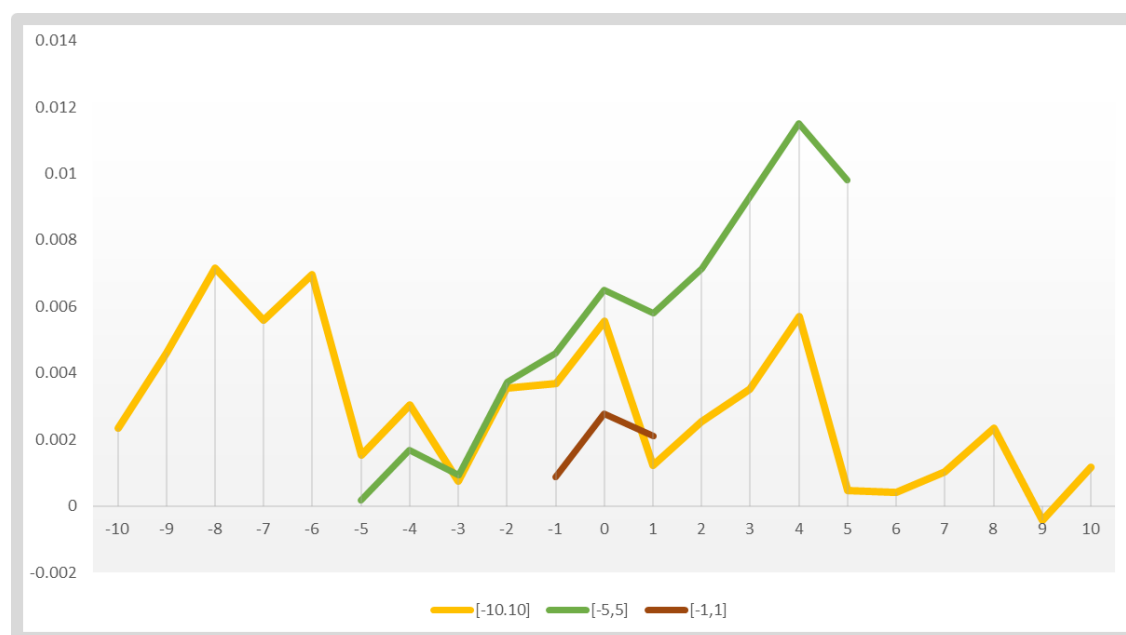
Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της έρευνάς μας, τα οποία προέκυψαν σύμφωνα με το δείγμα και την μεθοδολογία που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας. Πιο αναλυτικά, παρουσιάζονται τα στοιχεία για τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARs) και τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs), των αγοραστριών εταιριών που προέβησαν σε προσφορές Σ&Ε εταιριών εντός των ΗΠΑ, για την περίοδο 1990-2017. Επιπροσθέτως, το δείγμα διασπάται σε δύο υπο-περιόδους, με πρώτη υπο-περίοδο το διάστημα 1990-2008 και δεύτερη το υπόλοιπο, 2009-2017.

Τα αποτελέσματα μας πραγματοποιήθηκαν με τη Μέθοδο των Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study) και με τη χρήση του υποδείγματος του Δείκτη Αγοράς (Market Model). Τα χρονικά διαστήματα υπολογισμού αφορούν [-30,30] ημερες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της Σ&Ε και για να διερευνήσουμε πιο αποτελεσματικά την επίδραση, εξετάζουμε και τα διαστήματα [-20,20], [-10,10], [-5,5] και [-1,1]. Τα χρονικά διαστήματα επιλέγονται για τον εντοπισμό τόσο των σημαντικών χρονικών διαστημάτων αναφορικά με την ανακοίνωση του γεγονότος, όσο και την άμεση αντίδραση των αγορών, σε μικρότερα χρονικά διαστήματα μιας ημέρας και μιας εβδομάδας. Σαφώς, σημείο αναφοράς των χρονικών διαστημάτων αποτελεί η ημερομηνία της ανακοίνωσης, που συνιστά στην ανάλυσή μας τη χρονική στιγμή $t=0$.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί, παρατηρούμε τη συμπεριφορά των CAAR [-10,10], [-5,5] και [-1,1]. Από την απλή παρατήρηση διαπιστώνουμε ότι, η αντίδραση φαίνεται να είναι ιδιαίτερα θετική για έναν επενδυτικό ορίζοντα [-5,5] γύρω από την ανακοίνωση του deal. Επιπλέον, κατά μέσο όρο, φαίνεται μια ανοδική τάση από την παραμονή της ανακοίνωσης και μια ελαφρά διόρθωση την επόμενη ημέρα. Τέλος, για τον μεγαλύτερο ορίζοντα που παρουσιάζεται στο συγκεκριμένο διάγραμμα, τη χρονική περίοδο [-

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

10,10], φαίνεται να παρουσιάζεται σημαντική μεταβλητότητα στις σωρευτικές αποδόσεις και σημαντική διακύμανση.



Γραφημα 7: Απεικόνιση CAARs για τα χρονικά διαστήματα [-10,10], [-5,5] και [-1,1], περίοδος 1990-2017

Επιπλέον, η ανάλυσή μας παρουσιάζει τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών ανάλογα με τη μέθοδο πληρωμής του τιμήματος, ήτοι εάν είναι με ανταλλαγή μετοχών, εάν η πληρωμή ολοκληρώθηκε μόνο με μετρητά ή πραγματοποιήθηκε με κάποιον άλλο συνδυαστικό τρόπο χρηματοδότησης, ανάλογα με το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας-στόχου (ιδιωτική ή εισηγμένη).

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές απόδοσεις (CAARs) για τις μετοχές των εταιρειών του δείγματος βάσει του συνόλου του δείγματος και των επιμέρους κριτηρίων που εξετάζονται και αναπτύχθηκαν στη μεθοδολογία. Για την εμπειρική ανάλυση, από το σύνολο των 3.492 επιχειρήσεων επιλέχθηκαν 1.146 επιχειρήσεις για τις οποίες η βάση δεδομένων Eikon διαθέτει τιμές για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 7: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους

| Περίοδος: 1990-2017 | | |
|---------------------|----------------------|-------------|
| Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2.69% ^{***} | 3.4888 |
| [-10,10] | 1.76% ^{***} | 3.1782 |
| [-5,5] | 0.97% ^{**} | 2.4272 |
| [-1,1] | 0.45% ^{**} | 2.1566 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2.61% ^{***} | 2.612689 |
| [-10,10] | 1.63% ^{**} | 2.28463 |
| [-5,5] | 0.81% | 1.561888 |
| [-1,1] | 0.37% | 1.367163 |
| Περίοδος: 2009-2017 | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2.85% ^{**} | 2.429226 |
| [-10,10] | 1.99% ^{**} | 2.367319 |
| [-5,5] | 1.28% ^{**} | 2.10271 |
| [-1,1] | 0.60% [*] | 1.901569 |

*Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του t-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.*

Για το συνολικό δείγμα των 1.146 επιχειρήσεων που εξετάστηκαν, φαίνεται ότι είναι θετικά & στατιστικά σημαντικά τα CAARs για τη συνολική περίοδο .

Πιο συγκεκριμένα, φαίνεται ότι η μεταβλητή CAAR μετά το 2009 είναι στατιστικά σημαντική για τα διαστήματα [-20,20], [-10,10], [-5,5] σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και μόνο για το [-1,1] σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Για την περίοδο πριν την κρίση (1990-2008), μόνο για τα διαστήματα [-20,20] και [-10,10] είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 5% αντίστοιχα.

Τα CAAR είναι υψηλότερα την περίοδο 2009-2017, συγκριτικά με την περίοδο 1990-2008. Αντίστοιχα, για την πρώτη υπο-περίοδο, οι αποδόσεις είναι για τα ίδια χρονικά διαστήματα υπολογισμού θετικές και στατιστικά

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

σημαντικές, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% για τις υπο-περιόδους [-20,20] και [-5,5] και 5% για την υπο-περίοδο [-10,10]. Για τη συνολική περίοδο τα ευρήματα είναι στατιστικά σημαντικά για τις υπο-περιόδους [-20,20] και [-10,10] με τις αντίστοιχες αποδόσεις να είναι αντίστοιχα 2.85% και 1.99%. Ακολουθώντας, προχωρούμε σε ανάλυση των CAARs με βάση τα κριτήρια.

Πίνακας 8: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο τη μέθοδο πληρωμής

| Πληρωμή με μετρητά | | | Καταβολή σε μετοχές | | | Άλλος τρόπος πληρωμής | | |
|----------------------------|-----------|-------------|---------------------|---------|-------------|-----------------------|-----------|-------------|
| Περίοδος: 1990-2017 | | | | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2.83% * | 1.7139 | [-20,20] | 2.48% | 1.5027 | [-20,20] | 2.90% *** | 2.7384 |
| [-10,10] | 2.55% ** | 2.1556 | [-10,10] | 0.67% | 0.5663 | [-10,10] | 2.81% *** | 3.7044 |
| [-5,5] | 1.34% | 1.5704 | [-5,5] | 0.80% | 0.9370 | [-5,5] | 1.14% ** | 2.0695 |
| [-1,1] | 0.93% ** | 2.0758 | [-1,1] | 0.83% * | 1.8675 | [-1,1] | 0.08% | 0.2777 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | | | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 3.13% * | 1.8947 | [-20,20] | 2.78% | 1.058675 | [-20,20] | 2.02% | 1.638845 |
| [-10,10] | 3.42% *** | 2.8937 | [-10,10] | 0.70% | 0.373006 | [-10,10] | 2.62% *** | 2.970698 |
| [-5,5] | 1.41% * | 1.6545 | [-5,5] | 0.71% | 0.520775 | [-5,5] | 0.71% | 1.117807 |
| [-1,1] | -0.22% | -0.4963 | [-1,1] | 0.82% | 1.159569 | [-1,1] | -0.25% | -0.739325 |
| Περίοδος: 2009-2017 | | | | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2,51% | 1,5202 | [-20,20] | 1.51% | 0.782139 | [-20,20] | 4.15% *** | 2.889225 |
| [-10,10] | 1,61% | 1,3652 | [-10,10] | 0.56% | 0.406912 | [-10,10] | 3.39% *** | 3.291697 |
| [-5,5] | 1,27% | 1,4803 | [-5,5] | 1.10% | 1.092567 | [-5,5] | 1.43% | 1.922744 |
| [-1,1] | 2,16% *** | 4,8297 | [-1,1] | 0.86% * | 1.65109 | [-1,1] | -0.56% | -1.430112 |

Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του t-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.

Εξετάστηκαν οι μέσες μη-κανονικές και αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για τις Σ&Ε με κριτήριο τη μέθοδο πληρωμής του αντιτίμου, που πραγματοποιήθηκαν δηλαδή με μετρητά, με μετοχές ή με άλλο τρόπο χρηματοδότησης. Όπως φαίνεται στον ανωτέρω πίνακα, τα αποτελέσματα για

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι ανάμεικτα και διαφοροποιούνται σημαντικά ανά περίοδο και ανά διάστημα εκτίμησης.

Για το σύνολο της περιόδου, η πληρωμή με μετρητά προσφέρει στατιστικά σημαντικά CAAR για όλα τα event windows, πλην του [-5,5]. Χαρακτηριστικό είναι ότι, η πληρωμή με μετοχές έχει θετική απόδοση και στατιστικά σημαντική μόνο για το διάστημα [-1,1] της τάξης του 0.83%. Οι πληρωμές με άλλο τρόπο χρηματοδότησης έχουν θετικές και στατιστικά σημαντικές CAARs για το διάστημα [-20,20] ίσο με 2.90%, το [-10,10] ίσο με 2.81% και το [-5,5] ίσο με 1.14%. Αντιθέτως, στατιστικά μη σημαντικά αποτελέσματα δείχνει το υπο-δείγμα των Σ&Ε που πληρώθηκαν με μετοχές για την περίοδο 1990-2008, ενώ για τη δεύτερη υπο-περίοδο είναι θετικά αλλά σε επίπεδο σημαντικότητας 10% μόνο για το διάστημα [-1,1] και ίση με 0,86%.

Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν σε σημαντικό βαθμό τα αποτελέσματα των Alexandridis et al. (2017), καθώς σχεδόν το ήμισυ του δείγματος για τη περίοδο μετά την κρίση πραγματοποιήθηκε με μετρητά. Επίσης, όπως σημειώνεται, κάτι τέτοιο είναι αναμενόμενο δεδομένου ότι η ανακοίνωση μιας Σ&Ε κρίνεται περισσότερο ευνοϊκή για τους νέους επενδυτές, καθώς το υψηλότερο μέρος του κινδύνου αναλαμβάνουν οι εταιρείες που καταβάλλουν μετρητά.

Σημαντικό, επίσης, είναι το γεγονός πως από το δείγμα μας απορρέει το συμπέρασμα πως δημιουργούνται υψηλότερες και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις των εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης των Σ&Ε μετά την κρίση, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το γεγονός αυτό, υποδηλώνει πως, η αγορά προτιμά η πληρωμή του εν λόγω αντιτίμου να πραγματοποιείται με λιγότερο ρίσκο, συγκριτικά με τις μεθόδους των μετρητών και της ανταλλαγής μετοχών.

Ακολούθως, στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τα αποτελέσματα για αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για τις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν με κριτήριο το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρείας-στόχου (private/listed).

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Γενικά, οι προσφορές για εισηγμένες εταιρείες-στόχους (public deals) τείνουν να συνδέονται με χαμηλότερες αποδόσεις για την εξαγοράστρια εταιρεία (Fuller et. al, 2002; Faccio et. al, 2006 και Alexandridis et al., 2017), σε σχέση με τις προσφορές για ιδιωτικές μη-εισηγμενες εταιρείες-στόχους (private deals), όπου οδηγούν σε θετικές στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες.

Τα αποτελέσματα τείνουν να επιβεβαιώνουν τα ευρήματα αυτά της βιβλιογραφίας, καθώς, οι αποδόσεις σε σχέση με το σύνολο του δείγματος ταυτίζονται.

Πίνακας 9: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο το ιδιοκτησιακό καθεστώς

| Εισηγμένες | | | Ιδιωτικές | | |
|----------------------------|----------|-------------|--------------|----------|-------------|
| Περίοδος: 1990-2017 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2,04%** | 2,0433 | [-20,20] | 3,49%*** | 3,0907 |
| [-10,10] | 2,18%*** | 3,0532 | [-10,10] | 1,25% | 1,5424 |
| [-5,5] | 0,81% | 1,5784 | [-5,5] | 1,16%** | 1,9811 |
| [-1,1] | 0,30% | 1,1048 | [-1,1] | 0,64%** | 2,0785 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 1,40% | 1,0074 | [-20,20] | 3,95%*** | 3,0322 |
| [-10,10] | 1,95%** | 1,9599 | [-10,10] | 1,29% | 1,3810 |
| [-5,5] | 0,58% | 0,8104 | [-5,5] | 1,06% | 1,5676 |
| [-1,1] | 0,22% | 0,5793 | [-1,1] | 0,54% | 1,5253 |
| Περίοδος: 2009-2017 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 3,11%** | 2,1907 | [-20,20] | 2,48% | 1,1876 |
| [-10,10] | 2,56%** | 2,5254 | [-10,10] | 1,16% | 0,7745 |
| [-5,5] | 1,21% | 1,6394 | [-5,5] | 1,38% | 1,2783 |
| [-1,1] | 0,43% | 1,1276 | [-1,1] | 0,85% | 1,5052 |

Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του t-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Πιο αναλυτικά, τα CAARs για το σύνολο της περιόδου για τις public εταιρείες-στόχους είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5% για το διάστημα [-20,20] και ίση με 2,04% και με $\alpha=1\%$ για το διάστημα [-10,10] και ίση με 2,18%. Για την περίοδο 1990-2008 είναι σημαντικές μόνο στο διάστημα [-10,10] και ίση με 1,95%. Επίσης, για το διάστημα 2009-2017 είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές για τα διαστήματα [-20,20], [-10,10] με τις αποδόσεις αντίστοιχα να ισούνται με 3.11%, 2.56%, σε επίπεδα εμπιστοσύνης 5%.

Το συμπέρασμα αυτό συνάδει με τα ευρήματα των Alexandridis et al. (2017) για τις υψηλότερες αποδόσεις των public επιχειρήσεων-στόχων μετά την κρίση, καθώς κάτι τέτοιο δε φαίνεται να επιβεβαιώνεται για τη συνολική περίοδο και για την πρώτη υπο-περίοδο.

Το ίδιο δε φαίνεται να συμβαίνει για τις private επιχειρήσεις-στόχους, καθώς οι υψηλότερες αποδόσεις φαίνονται να δημιουργούνται στο μεγαλύτερο διάστημα [-20,20] πριν την κρίση και σε ορίζοντα [-10,10] μετά την κρίση.

Πίνακας 10: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο τα MegaDeals

| Mega deals | | | Other Deals | | |
|----------------------------|--------|-------------|--------------|----------|-------------|
| Περίοδος: 1990-2017 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 2.37% | 1.6128 | [-20,20] | 2.81%*** | 3.2469 |
| [-10,10] | 1.47% | 1.4022 | [-10,10] | 1.85%*** | 2.9979 |
| [-5,5] | 1.28% | 1.6794 | [-5,5] | 0.86%* | 1.9316 |
| [-1,1] | 0.42% | 1.0606 | [-1,1] | 0.46%** | 1.9689 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 1.56% | 0.719021 | [-20,20] | 2.89%** | 2.656842 |
| [-10,10] | 1.88% | 1.213504 | [-10,10] | 1.57%** | 2.017109 |
| [-5,5] | 1.73% | 1.543097 | [-5,5] | 0.57% | 1.005482 |
| [-1,1] | 0.24% | 0.401153 | [-1,1] | 0.40% | 1.377229 |
| Περίοδος: 2009-2017 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 3.28%* | 1.692001 | [-20,20] | 2.62%* | 1.745265 |
| [-10,10] | 1.01% | 0.727066 | [-10,10] | 2.51%** | 2.337868 |

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

| | | | | | |
|--------|-------|----------|--------|---------|----------|
| [-5,5] | 0.76% | 0.757391 | [-5,5] | 1.55%** | 1.996595 |
| [-1,1] | 0.63% | 1.203298 | [-1,1] | 0.59% | 1.447927 |

Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του *t*-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.

Από τον ανωτέρω πίνακα παρατηρούμε ότι, τα CAARs για το σύνολο των υπο-περιόδων και των χρονικών διαστημάτων εκτίμησης προσφέρουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις στους μετόχους, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%. Είναι χαρακτηριστικό ότι, οι αποδόσεις των Mega Deals δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Τα μικρότερα deals φαίνονται να έχουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τις δύο υπο-περιόδους και τη συνολική περίοδο για όλα τα μικρά event windows. Όμως, για το μεγάλο event window [-20,20] που είναι και το πλέον αντιπροσωπευτικό της συνολικής σωρευτικής επίδρασης των προσφορών εξαγοράς, φαίνεται ότι ισχύει το αντίστροφο.

Έτσι, για την περίοδο 2009-2017, στην περίπτωση των Mega deals τα CAARs είναι υψηλότερα μετά την κρίση, όπως επιβεβαιώνεται και στο βασικό μας άρθρο, ενώ για το σύνολο της περιόδου, τα CAARs είναι ίσα με 3.28% για το διάστημα [-20,20] και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5%. Χαρακτηριστικό είναι ότι, για την περίοδο 1990-2008 τα μικρά deals παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικό CAAR μόνο για τα μεγαλύτερα windows.

Το αποτέλεσμα της παροχής θετικής απόδοσης, συνάδει με την ύπαρξη θετικής και στατιστικά σημαντικής απόδοσης των Alexandridis et al. (2017). Οι μεγάλες συμφωνίες (mega deals), αξίας άνω 500 εκατ. \$, που συνήθως συνδέονται με έντονα προβλήματα αντιπροσώπευσης, το αυτηρό έλεγχο των επενδυτών και την προσοχή των MME, φαίνεται να οδηγεί σε αλλαγή του status quo, δηλαδή δημιουργούν και δεν καταστρέφουν αξία για τους μετόχους για την περίοδο μετά την κρίση (7^ο κύμα) καταγράφοντας θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Πίνακας 11: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, με κριτήριο το ίδιο SIC CODE

| Ίδιο SIC Code | | | Διαφορετικό SIC Code | | |
|----------------------------|---------|-------------|----------------------|----------|-------------|
| Περίοδος: 1990-2017 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 1.39% | 1.2470 | [-20,20] | 3.72%*** | 3.7893 |
| [-10,10] | 1.28% | 1.6101 | [-10,10] | 2.13%*** | 3.0295 |
| [-5,5] | 0.94% | 1.6367 | [-5,5] | 0.99%** | 1.9483 |
| [-1,1] | 0.61%** | 2.0256 | [-1,1] | 0.32% | 1.2210 |
| Περίοδος: 1990-2008 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 1.85% | 1.142176 | [-20,20] | 3.04%*** | 2.586266 |
| [-10,10] | 1.42% | 1.224285 | [-10,10] | 1.76%** | 2.086704 |
| [-5,5] | 0.94% | 1.114678 | [-5,5] | 0.74% | 1.211315 |
| [-1,1] | 0.83%* | 1.888438 | [-1,1] | 0.11% | 0.352777 |
| Περίοδος: 2009-2017 | | | | | |
| Event Window | CAAR | t-Statistic | Event Window | CAAR | t-Statistic |
| [-20,20] | 0.86% | 0.578226 | [-20,20] | 5.76%*** | 3.259336 |
| [-10,10] | 1.13% | 1.060898 | [-10,10] | 3.25%** | 2.568131 |
| [-5,5] | 0.95% | 1.241295 | [-5,5] | 1.75%* | 1.910689 |
| [-1,1] | 0.36% | 0.897761 | [-1,1] | 0.96%** | 2.003375 |

Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του t-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.

Τέλος, με βάση το κριτήριο του βαθμού συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται (SIC Code), ήτοι αν η συγχώνευση είναι οριζόντια, κάθετη ολοκλήρωση, συσχετισμένη ή ασυσχέτιση (conglomerates) διαφοροποίηση, είναι χαρακτηριστικό ότι οι Σ&Ε μεταξύ εταιριών διαφορετικού κλάδου, παρουσιάζουν υψηλότερα CAARs μετά το 2009, αλλά χαμηλότερες για τη συνολική περίοδο και τις δύο υπο-περιόδους, σε αντίθεση με τη βιβλιογραφία, η οποία συνηγορεί υπέρ των συσχετιζόμενων Σ&Ε για μεγαλύτερα κέρδη. Σαφώς μια τέτοια διαφορά μπορεί οφείλεται στη διαφοροποίηση του δείγματος και του μεγέθους.

Πιο αναλυτικά, τα CAARs για τις εταιρείες με το ίδιο SIC Code είναι στατιστικά σημαντικές για τα διαστήματα [-1,1] και ίση με 0.61% για τη

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

συνολική περίοδο και [-1,1] και ίση με 0,83% πριν την κρίση, ενώ για μετά την κρίση τα αποτελέσματα είναι στατιστικά ασήμαντα.

Για διαφορετικό SIC Code, είναι στατιστικά σημαντικές και υψηλότερες για την περίοδο μετά την κρίση. Για τα διαστήματα [-20,20] και ίση με 3,72%, [-10,10] και ίση με 2,13% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Μετά την κρίση η σχέση αυτή φαίνεται να αντιστρέφεται καθώς για Σ&Ε με διαφορετικό SIC Code είναι ίση με 3,04% για το διάστημα [-20,20] και ίση με 1,76% για το διάστημα [-10,10] πριν την κρίση, ενώ μετά την κρίση τα αντίστοιχα είναι 5,76% για το διάστημα [-20,20] και ίση με 3,25% για το διάστημα [-10,10].

Στον πίνακα 12 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα σε ένα ενιαίο πίνακα και στον πίνακα 13, τα αποτελέσματα των στατιστικών ελέγχων διαφοράς των μέσων αποδόσεων ανά κατηγορία.

Πίνακας 12: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για όλες τις περιόδους, ανά κριτήριο

| Μεταβλητή | CAARs και t-stats για το σύνολο του δείγματος | | | | | | | | | | | |
|---------------|---|----------|---------|----------|---------------------|----------|--------|--------|---------------------|----------|---------|----------|
| | Περίοδος: 1990-2017 | | | | Περίοδος: 1990-2008 | | | | Περίοδος: 2009-2017 | | | |
| | [-20,20] | [-10,10] | [-5,5] | [-1,1] | [-20,20] | [-10,10] | [-5,5] | [-1,1] | [-20,20] | [-10,10] | [-5,5] | [-1,1] |
| Cash | 2.83%* | 2.55%** | 1.34% | 0.93%** | 3.13%* | 3.42%*** | 1.41%* | -0.22% | 2.51% | 1.61% | 1.27% | 2.16%*** |
| | 1.7139 | 2.1556 | 1.5704 | 2.0758 | 1.8947 | 2.8937 | 1.6545 | 0.4963 | 1.5202 | 1.3652 | 1.4803 | 4.8297 |
| Stock | 2.48% | 0.67% | 0.80% | 0.83%* | 2.78% | 0.70% | 0.71% | 0.82% | 1.51% | 0.56% | 1.10% | 0.86% |
| | 1.5027 | 0.5663 | 0.9370 | 1.8675 | 1.0587 | 0.3730 | 0.5208 | 1.1596 | 0.7821 | 0.4069 | 1.0926 | 1.6511* |
| Other | 2.94%*** | 2.95%*** | 1.02%* | -0.38% | 2.02% | 2.62%*** | 0.71% | -0.25% | 4.15%*** | 3.39%*** | 1.43%** | -0.56% |
| | 2.7750 | 3.8917 | 1.8647 | -1.3260 | 1.6388 | 2.9707 | 1.1178 | 0.7393 | 2.8892 | 3.2917 | 1.9227 | -1.4301 |
| Public | 2.04%** | 2.18%*** | 0.81% | 0.30% | 1.40% | 1.95%** | 0.58% | 0.22% | 3.11% | 2.56% | 1.21% | 0.43% |
| | 2.0433 | 3.0532 | 1.5784 | 1.1048 | 1.0074 | 1.9599 | 0.8104 | 0.5793 | 2.1907 | 2.5254 | 1.6394 | 1.1276 |
| Private | 3.49%*** | 1.25% | 1.16%** | 0.64%** | 3.95%*** | 1.29% | 1.06% | 0.54% | 2.48% | 1.16% | 1.38% | 0.85% |
| | 3.0907 | 1.5424 | 1.9811 | 2.0785 | 3.0322 | 1.3810 | 1.5676 | 1.5253 | 1.1876 | 0.7745 | 1.2783 | 1.5052 |
| Megadeals | 2.37% | 1.47% | 1.28% | 0.42% | 1.56% | 1.88% | 1.73% | 0.24% | 3.28% | 1.01% | 0.76% | 0.63% |
| | 1.6128 | 1.4022 | 1.6794* | 1.0606 | 0.7190 | 1.2135 | 1.5431 | 0.4012 | 1.6920 | 0.7271 | 0.7574 | 1.2033 |
| non-Megadeals | 2.81%*** | 1.85%*** | 0.86% | 0.46% | 2.89%*** | 1.57%** | 0.57% | 0.40% | 2.62% | 2.51% | 1.55% | 0.59% |
| | 3.2469 | 2.9979 | 1.9316* | 1.9689** | 2.6568 | 2.0171 | 1.0055 | 1.3772 | 1.7453 | 2.3379 | 1.9966 | 1.4479 |
| Related | 1.39% | 1.28% | 0.94% | 0.61%** | 1.85% | 1.42% | 0.94% | 0.83% | 0.86% | 1.13% | 0.95% | 0.36% |
| | 1.2470 | 1.6101 | 1.6367 | 2.0256 | 1.1422 | 1.2243 | 1.1147 | 1.8884 | 0.5782 | 1.0609 | 1.2413 | 0.8978 |
| Unrelated | 3.72%*** | 2.13%*** | 0.99%* | 0.32% | 3.04%** | 1.76%** | 0.74% | 0.11% | 5.76% | 3.25% | 1.75% | 0.96%** |
| | 3.7893 | 3.0295 | 1.9483 | 1.2210 | 2.5863 | 2.0867 | 1.2113 | 0.3528 | 3.2593 | 2.5681 | 1.9107 | 2.0034 |
| Time Dummy | | | | | 2.61%** | 1.63%** | 0.81% | 0.37% | 2.85%** | 1.99%** | 1.28%** | 0.60%* |
| | | | | | 2.6127 | 2.2846 | 1.5619 | 1.3672 | 2.4292 | 2.3673 | 2.1027 | 1.9016 |

Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του t-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Πίνακας 13: Αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) και t-statistics αγοραστριών εταιριών για τις δύο υπο-περιόδους, και έλεγχο διαφορών προ και μετά κρίσης (p-values)

| Μεταβλητή | Περίοδος: 1990-2008 | | | | Περίοδος: 2009-2017 | | | | Διαφορές (p-values) | | | |
|---------------|---------------------|----------|--------|---------|---------------------|----------|---------|----------|---------------------|----------|--------|--------|
| | (1) | | | | (2) | | | | (1)-(2) | | | |
| | [-20,20] | [-10,10] | [-5,5] | [-1,1] | [-20,20] | [-10,10] | [-5,5] | [-1,1] | [-20,20] | [-10,10] | [-5,5] | [-1,1] |
| Cash | 3.13%* | 3.42%*** | 1.41%* | -0.22% | 2.51% | 1.61% | 1.27% | 2.16%*** | 0.62% | 1.81% | 0.15% | -2.38% |
| | 1.8947 | 2.8937 | 1.6545 | -0.4963 | 1.5202 | 1.3652 | 1.4803 | 4.8297 | 0.4496 | 1.9740 | 0.4792 | 0.1119 |
| Stock | 2.78% | 0.70% | 0.71% | 0.82% | 1.51% | 0.56% | 1.10% | 0.86% | 1.27% | 0.14% | -0.39% | -0.04% |
| | 1.0587 | 0.3730 | 0.5208 | 1.1596 | 0.7821 | 0.4069 | 1.0926 | 1.6511* | 0.2624 | 0.4681 | 0.3882 | 0.4840 |
| Other | 2.02% | 2.62%*** | 0.71% | -0.25% | 4.15%*** | 3.39%*** | 1.43%** | -0.56% | -2.13% | -0.77% | -0.72% | 0.31% |
| | 1.6388 | 2.9707 | 1.1178 | -0.7393 | 2.8892 | 3.2917 | 1.9227 | -1.4301 | 0.2898 | 0.4195 | 0.3555 | 0.2883 |
| Public | 1.40% | 1.95%** | 0.58% | 0.22% | 3.11% | 2.56% | 1.21% | 0.43% | -1.71% | -0.62% | -0.62% | -0.22% |
| | 1.0074 | 1.9599 | 0.8104 | 0.5793 | 2.1907 | 2.5254 | 1.6394 | 1.1276 | 0.2564 | 0.4039 | 0.3217 | 0.3758 |
| Private | 3.95%*** | 1.29% | 1.06% | 0.54% | 2.48% | 1.16% | 1.38% | 0.85% | 1.48% | 0.13% | -0.32% | -0.31% |
| | 3.0322 | 1.3810 | 1.5676 | 1.5253 | 1.1876 | 0.7745 | 1.2783 | 1.5052 | 0.3191 | 0.4768 | 0.4318 | 0.3966 |
| Megadeals | 1.56% | 1.88% | 1.73% | 0.24% | 3.28% | 1.01% | 0.76% | 0.63% | -1.72% | 0.87% | 0.97% | -0.40% |
| | 0.7190 | 1.2135 | 1.5431 | 0.4012 | 1.6920 | 0.7271 | 0.7574 | 1.2033 | 0.3037 | 0.3631 | 0.2920 | 0.3503 |
| non-Megadeals | 2.89%*** | 1.57%** | 0.57% | 0.40% | 2.62% | 2.51% | 1.55% | 0.59% | 0.27% | -0.94% | -0.99% | -0.18% |
| | 2.6568 | 2.0171 | 1.0055 | 1.3772 | 1.7453 | 2.3379 | 1.9966 | 1.4479 | 0.4586 | 0.3450 | 0.2480 | 0.4080 |
| Related | 1.85% | 1.42% | 0.94% | 0.83% | 0.86% | 1.13% | 0.95% | 0.36% | 0.99% | 0.29% | -0.02% | 0.47% |
| | 1.1422 | 1.2243 | 1.1147 | 1.8884 | 0.5782 | 1.0609 | 1.2413 | 0.8978 | 0.3375 | 0.4363 | 0.4943 | 0.2459 |
| Unrelated | 3.04%** | 1.76%** | 0.74% | 0.11% | 5.76% | 3.25% | 1.75% | 0.96%** | -2.72% | -1.49% | -1.01% | -0.85% |
| | 2.5863 | 2.0867 | 1.2113 | 0.3528 | 3.2593 | 2.5681 | 1.9107 | 2.0034 | 0.2124 | 0.3263 | 0.2976 | 0.2405 |
| Time Dummy | 2.61%** | 1.63%** | 0.81% | 0.37% | 2.85%** | 1.99%** | 1.28%** | 0.60%* | -0.24% | -0.35% | -0.47% | -0.23% |
| | 2.6127 | 2.2846 | 1.5619 | 1.3672 | 2.4292 | 2.3673 | 2.1027 | 1.9016 | 0.4522 | 0.4197 | 0.3348 | 0.3553 |

Σημείωση: Οι κριτικές τιμές για $\alpha = 1\%$ (***) η τιμή του t-statistic είναι 2,58, για $\alpha = 5\%$ (**) είναι 1,96 και για $\alpha = 10\%$ (*) είναι 1,65.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Από τον έλεγχο για διαφορά μέσων (mean difference) με άνισες διακυμάνσεις για την μέθοδο πληρωμής, του καθεστώτος ιδιοκτησίας και για τα άλλα κριτήρια δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές διαφορές. Η εκτίμηση των P-values πραγματοποιήθηκε με την Εφαρμογή Analysis σε περιβάλλον Excel.

Επιπλέον, η ανάλυση μας περιλαμβάνει την ανάλυση των CAARs με την εκτίμηση παλινδρόμησης με τη χρήση panel δεδομένων. Η ανάλυση γίνεται με την βοήθεια ανάλυσης παλινδρόμησης που αναφέρεται σε διαχρονικό-διαστρωματικό επίπεδο, χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση με OLS με σκοπό να εξετάσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες των Σ&Ε μέσω υποδειγμάτων πολλαπλών παλινδρομήσεων.

Οι εν λόγω παλινδρομήσεις αποκαλύπτουν την αιτιώδη σχέση μεταξύ όπου οι συντελεστές ευαισθησίας beta εκτιμούν την επίδραση μιας μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής, που θα είναι το CAAR, λόγω μιας αντίστοιχης μεταβολής των ανεξάρτητων μεταβλητών. Με τον τρόπο αυτό, θα εξετάσουμε ποιά είναι η επίδραση των χαρακτηριστικών της συμφωνίας στην αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση των μετοχών των αγοραστριών εταιριών.

Η μορφή των παλινδρομήσεων είναι η εξής:

$$CAAR = \alpha_0 + \sum_{i=1}^N \beta_i X_i + u_{it}$$

όπου

- ✓ CAAR: η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση
- ✓ α_0 = ο σταθερός όρος
- ✓ X_i : οι μεταβλητές ελέγχου της παλινδρόμησης
- ✓ μ_i = ο όρος που εκφράζει τη διαστρωματική επίδραση
- ✓ λ_t = ο όρος που εκφράζει τη διαχρονική επίδραση
- ✓ u_{it} = ο όρος σφάλματος της παλινδρόμησης

Η εκτίμηση πραγματοποιήθηκε με τη μέθοδο της ελαχιστοποίησης των τετράγωνων (OLS). Η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος είναι το CAAR

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

(-20,20) (CAAR2020) που εκφράζει το μέτρο επίδοσης της Σ&Ε,, που υπολογίζεται με τη μεθοδολογία Event Study, με τη χρήση του Market Model. Οι αντίστοιχες ψευδομεταβλητές ελέγχου είναι οι εξής κάτωθι:

- **Μέθοδος Πληρωμής (CASH):** για όσες έγιναν με μετρητά, STOCK με μετοχές και OTHER για εναλλακτικούς τρόπους πληρωμής: Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την πληρωμή του τιμήματος της Σ&Ε. Λαμβάνει την τιμή 0 για τη χρήση αμιγώς (100%) μετοχών, την τιμή 1 για πληρωμή μόνο με μετρητά και την τιμή 2 για κάθε άλλη περίπτωση.
- **Κλάδος με βάση το SIC CODE (RELATED):** Ψευδομεταβλητή που διακρίνει τις Σ&Ε μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου με κριτήριο το SIC Code των εταιρειών, λαμβάνοντας την τιμή 1 για Σ&Ε μεταξύ ίδιων κλάδων, και την τιμή 0 για κάθε άλλη περίπτωση.
- **Καθεστώς εταιρείας-στόχου (PUBLIC):** Ψευδομεταβλητή για το καθεστώς (status) της εταιρείας-στόχου λαμβάνοντας την τιμή 1 για εισηγμένη εταιρεία-στόχο (public), και την τιμή 0 για κάθε άλλη περίπτωση (private).
- **Ύψος συναλλαγής (MEGADEALS):** Ψευδομεταβλητή που διακρίνει τις Σ&Ε σε Mega Deals με όριο τα 500 εκ. \$, λαμβάνοντας την τιμή 1, και την τιμή 0 για κάθε άλλο μικρότερης αξίας deal.
- **Αξία Σ&Ε (RELSIZE):** Η αξία της εταιρείας-στόχου 4 εβδομάδες πριν την ανακοίνωση (TGTMV4W) προς την αξία της αγοράστριας επιχείρησης 4 εβδομάδες πριν την ανακοίνωση (ACQMV4W).
- **Χρονική περίοδος (TIME):** Ψευδομεταβλητή για την χρονία που πραγματοποιήθηκε η κάθε προσφορά (deal). Λαμβάνει την τιμή 0 για Σ&Ε που ανακοινώθηκαν πριν το 2009, και την τιμή 1 για μετά.

Στις συγκεκριμένες παλινδρομήσεις, οι συντελεστές ευαισθησίας β εκφράζουν την επίδραση των χαρακτηριστικών του deal στη διαμόρφωση της CAAR. Το εάν ο εκτιμητής του beta προσφέρει μια καλή προσέγγιση για τον προσδιορισμό του CAAR, εξαρτάται από τις υποθέσεις που πραγματοποιούνται για την κατανομή του σφάλματος και τη σχέση του με τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Οι εκτιμητές του υποδείγματος OLS θα είναι συνεπείς σε κάθε περίπτωση. Οι επιδράσεις μεταβλητών που παραλείπονται ενσωματώνονται στον μεταβαλλόμενο για κάθε επιχείρηση σταθερό όρο, επιτρέποντας να ελέγχεται η σπουδαιότητα των επεξηγηματικών μεταβλητών.

Ο Πίνακας 14, παρουσιάζει τα αποτελέσματα για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Το σύνολο των ψευδομεταβλητών είναι στατιστικά μη-σημαντικό για το σύνολο της περιόδου 1990-2017. Η περίοδος αφορά σε 250 cross-sections για τις μεταβλητές και 3.492 παρατηρήσεις με τη μέθοδο OLS.

Πίνακας 14: Αποτελέσματα παλινδρομήσεων OLS για τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) με ψευδομεταβλητές και μεταβλητή Deal Value.

| Περίοδος 1990-2017 | | | | |
|--|-----------------------|-----------------------|-------------|----------|
| CAAR[-20, 20] | | | | |
| $= a_0 + a_1 Time + a_2 CashD + a_3 Public + a_4 Megadeals + a_5 Related + a_6 DealValue + u_{it}$ | | | | |
| Αριθμός Παρατηρήσεων: 1.146 | | | | |
| Μεταβλητές | Συντελεστής | Τυπικό Σφάλμα | t-Statistic | p-value. |
| C | 0.061974 | 0.190092 | 0.326019 | 0.7446 |
| TIME | -0.178570 | 0.220998 | -0.808019 | 0.4197 |
| CASH_ONLY | 0.020466 | 0.047129 | 0.434265 | 0.6644 |
| PUBLIC | -0.022732 | 0.033217 | -0.684365 | 0.4943 |
| MEGADEALS | -0.016349 | 0.187236 | -0.087317 | 0.9305 |
| RELATED | 0.006543 | 0.030692 | 0.213167 | 0.8313 |
| DEAL VALUE | 3.77E-05 | 4.02E-05 | 0.938388 | 0.3488 |
| R² | 0.377458 | Μέσος όρος CAAR | 0.017987 | |
| Adjusted R² | 0.090130 | Τυπική απόκλιση CAAR | 0.272668 | |
| Τ.Σφ. παλινδρόμησης | 0.260090 | Akaike info criterion | 0.397351 | |
| Αθρ. Καταλοίπων | Τετρ. 20.22642 | Schwarz criterion | 1.692850 | |
| Log likelihood | 51.98015 | Hannan-Quinn criter. | 0.908522 | |
| F-statistic | 1.313685 | Durbin-Watson stat | 1.221877 | |
| Prob(F-statistic) | 0.027462 | | | |

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Από τις εκτιμήσεις του υποδείγματος και από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με τη μέθοδο OLS προκύπτει ότι οι ψευδομεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για το δείγμα των 1.146 Σ&Ε δεν είναι στατιστικά σημαντικές για την περίοδο 1990-2017. Επίσης, στατιστικά μη-σημαντική είναι και η σταθερά της παλινδρόμησης C, με τιμή σημαντικότητας (p-value) ίση με 0,7446. Ο Συντελεστής Προσδιορισμού, R^2 (regression R^2) της παλινδρόμησης είναι στο επίπεδο του 37,75%, επομένως, η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι περιορισμένη. Επιπλέον, όσον αφορά τις υπόλοιπες ψευδομεταβλητές παρατηρούμε ότι είναι στατιστικά ασήμαντες και η εκτιμώμενη επίδρασή τους είναι μηδενική στο CAAR[-20,20].

Επομένως, οι εξαγοράστριες εταιρίες, οι οποίες όπως είδαμε αναμένουν θετική δημιουργία αξίας για το συγκεκριμένο δείγμα από πράξεις Σ&Ε, θα πρέπει να γνωρίζουν ότι το ύψος αυτών δεν οφείλεται άμεσα και δεν ερμηνεύεται από τα χαρακτηριστικά των Σ&Ε. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψιν την υπόθεση ότι η μέθοδος πληρωμής επηρεάζει θετικά τα οφέλη των εξαγοραστριών εταιρειών, κάτι τέτοιο επιβεβαιώνεται σε όρους προσήμου, αλλά η συμβολή της είναι σχεδόν μηδενική.

Συμπερασματικά, για το σύνολο της περιόδου, όπως προκύπτει από το συγκεκριμένο δείγμα των 1.146 επιχειρήσεων, οι υποθέσεις μπορούν να απορριφθούν, δεδομένου ότι οι συντελεστές των ψευδομεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικοί. Από τα συγκεκριμένα αποτελέσματα, δεν προκύπτει κάποιο πρόσθετο χρήσιμο συμπέρασμα, πέραν της απόρριψης των υποθέσεων.

Προκύπτει μηδενική προστιθέμενη αξία των μετόχων από τα ασυγκεκριμένα χαρακτηριστικά των Σ&Ε. Οι στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις μπορεί να οφείλονται σε άλλα χαρακτηριστικά που χρήζουν αναλυτικότερης διερεύνησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία μελετήθηκαν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) στην αγορά των ΗΠΑ για την περίοδο 1990-2017, για τις εταιρείες του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα. Το σύνολο των πράξεων που μελετήθηκαν αφορά ένα δείγμα 3.542 Σ&Ε για το σύνολο της περιόδου.

Όσον αφορά ενδεικτικές προτάσεις για μελλοντική έρευνα, το δείγμα εξαταζόμενων αγορών θα μπορούσε να διευρυνθεί και να εξεταστούν εναλλακτικές χώρες. Αντίστοιχα, το δείγμα θα μπορούσε να διαφοροποιηθεί και με βάση άλλα χαρακτηριστικά, που δε σχετίζονται μόνο με τα χαρακτηριστικά του deal. Επιπλέον, το σύνολο των ερμηνευτικών μεταβλητών θα μπορούσε να διευρυνθεί, για τη μελέτη και ιδιοσυγκρατικών των εταιρειών-στόχων και των αγοραστριών.

Η σχετιζόμενη με τις Σ&Ε βιβλιογραφία τείνει να υποστηρίζει ότι οι εξαγοράστριες εταιρείες καταστρέφουν την αξία των μετόχων, κυρίως όταν οι εξαγορές αφορούν mega-deals, όπου το τίμημα είναι ιδιαίτερα υψηλό. Σε πρόσφατο άρθρο τους οι Alexandridis et al. (2017) έδειξαν ότι η τάση αυτή, ιδίως μετά το 2010, έχει αντιστραφεί ριζικά.

Για το συνολικό δείγμα των 1.146 επιχειρήσεων που εξετάστηκαν, φαίνεται ότι η μεταβλητή CAAR μετά το 2009 είναι στατιστικά σημαντική για τα διαστήματα [-20,20], [-10,10], [-5,5] σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και μόνο για το [-1,1] σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Για την συμολική περίοδο, όλα τα CAARs είναι στατιστικά σημαντικά, ενώ για την περίοδο πριν την κρίση μόνο για τα διαστήματα [-20,20] και [-10,10] είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 5% αντίστοιχα.

Τα CAAR είναι υψηλότερα την περίοδο 2009-2017, συγκριτικά με την περίοδο 1990-2008. Αντίστοιχα, για την πρώτη υπο-περίοδο, οι αποδόσεις είναι για τα ίδια χρονικά διαστήματα υπολογισμού θετικές και στατιστικά σημαντικές, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% για τις υπο-περιόδους [-20,20] και [-5,5] και 5% για την υπο-περίοδο [-10,10]. Για τη συνολική

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

περίοδο τα ευρήματα είναι στατιστικά σημαντικά για τις υπο-περιόδους [-20,20] και [-10,10] με τις αντίστοιχες αποδόσεις να είναι αντίστοιχα 2.85% και 1.99%. Ακολουθώντας, προχωρούμε σε ανάλυση των CAARs με βάση τα κριτήρια. Με βάση τα κριτήρια που επιλέγησαν για την ανάλυση προκύπτει ότι, οι αποδόσεις των Mega Deals μετά την κρίση εντούτοις μειώθηκαν συγκριτικά με την περίοδο πριν την κρίση. Χαρακτηριστικό είναι ότι, για την περίοδο 1990-2008 τα μικρά deals παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικό CAAR μόνο για το διάστημα [-5,5], αλλά τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά για τα μεγαλύτερα διαστήματα.

Το αποτέλεσμα της επίτευξης θετικής απόδοσης, συνάδει με την ύπαρξη θετικής και στατιστικά σημαντικής απόδοσης των Alexandridis et al. (2017), εντούτοις η διαφορά οφείλεται στη διαφορά μεταξύ του μεγέθους των δύο δειγμάτων, καθώς το δείγμα μας περιλαμβάνει μόνο τα deals από public αγοράστριες επιχειρήσεις, ενώ το δείγμα των Alexandridis et al. περιλαμβάνει το σύνολο των 26.078 deals.

Στη συνέχεια, εξετάστηκαν οι μέσες μη-κανονικές και αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για τις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά, όπου οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARs) μετά το 2009, είναι υψηλότερες από την πρώτη υπο-περίοδο και στατιστικά σημαντικές για το διάστημα [-20,20] ίση με 2.88% με 10% επίπεδο εμπιστοσύνης, για το διάστημα [-10,10] ίση με 2.12% σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και για το διάστημα [-5,5] ίση με 0.79% σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%.

Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν σε σημαντικό βαθμό τα αποτελέσματα των Alexandridis et al. (2017), καθώς σχεδόν το ήμισυ του δείγματος για τη περίοδο μετά την κρίση πραγματοποιήθηκε με μετρητά. Επίσης, όπως σημειώνεται, κάτι τέτοιο είναι αναμενόμενο δεδομένου ότι η ανακοίνωση μιας Σ&Ε κρίνεται περισσότερο ευνοϊκή για τους νέους επενδυτές, καθώς το υψηλότερο μέρος του κινδύνου αναλαμβάνουν οι εταιρείες που καταβάλλουν μετρητά.

Τα public deals τείνουν να συνδέονται με χαμηλότερες αποδόσεις για την εξαγοράστρια εταιρεία (Fuller et. al, 2002; Faccio et. al, 2006 και Alexandridis et al., 2017). Τα CAARs για το σύνολο της περιόδου για τις

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

public εταιρείες είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5% για το διάστημα $[-20,20]$ και ίση με 2,04% και με $\alpha=1\%$ για το διάστημα $[-10,10]$ και ίση με 2,18%. Για την περίοδο 1990-2008 είναι σημαντικές μόνο στο διάστημα $[-10,10]$ και ίση με 1,95%. Επίσης για το διάστημα 2009-2017 είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές για τα διαστήματα $[-20,20]$, $[-10,10]$ με τις αποδόσεις αντίστοιχα να ισούνται με 3.11%, 2.56%, σε επίπεδα εμπιστοσύνης 5%. Το συμπέρασμα αυτό συνάδει με τα ευρήματα των Alexandridis et al. (2017) για τις υψηλότερες αποδόσεις των public επιχειρήσεων, μετά την κρίση καθώς κάτι τέτοιο δε φαίνεται να επιβεβαιώνεται για τη συνολική περίοδο και για την πρώτη υπο-περίοδο.

Το ίδιο δε φαίνεται να συμβαίνει για τις private επιχειρήσεις, καθώς οι υψηλότερες αποδόσεις φαίνονται να δημιουργούνται στο μεγαλύτερο διάστημα $[-20,20]$ πριν την κρίση και σε ορίζοντα $[-10,10]$ μετά την κρίση.

Από την ανάλυση παλινδρόμησης προκύπτει ότι, για το σύνολο της περιόδου 1990-2017, οι ψευδομεταβλητές δεν παρουσιάζουν κάποια στατιστική σημαντικότητα.

Τέλος, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι, είναι χαρακτηριστικό ότι τα συμπεράσματα των μελετών στον τομέα των Σ&Ε διαφοροποιούνται σημαντικά, όταν μεταβάλλονται οι παράμετροι του δείγματος και η χρονική περίοδος εξέτασης. Για το λόγο αυτό, παρουσιάζονται αποκλίσεις στα αποτελέσματα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Adelaja A., Nayga R., Farooq Z., (1999) “Predicting Mergers and Acquisitions in the Food Industry”, *Agribusiness*, Vol 15 (1) pp 1p 23.

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., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.

Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13.

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

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.

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

Asquith, P., Bruner, R. F., & Mullins Jr, D. W. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 121-139.

Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future. *Journal of Management*, 34(3), 594-634.

Bayazitova, D., Kahl, M., & Valkanov, R. (2010). Which mergers destroy value. Only mega-mergers. UNC Chapel Hill Working Paper.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405.

Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(3), 347-362.

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.

Boston Consulting Group, Inc. (2007) *The Brave New World of M&A*. by Cools, K., Gell, J.,Kengelback, J., Roos, A.

Bloomberg, (2002, October 12). Mergers: why most big deals don't pay off., by Henry, D., Jespersen, FD.

Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of financial Economics*, 21(1), 3-40.

Brealey A. R., Myers C. S., Marcus J. A., (2001), *Fundamentals of Corporate Finance*, 3rd Edition, McGraw – Hill.

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.

Caiazza, Rosa., & Volpe, Tiziana. (2013, November). "M&A process: a literature review and research agenda". *Business Process Management Journal*, Vol. 21 Iss 1 pp. 205 - 220.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Chambers J., The art of friendly acquisition, Schleier, C. (2001). "How to think like the world's greatest masters of M & A".

Dedhia, N. S. (2004). Quality imperatives for global acquisitions and mergers. *Total Quality Management & Business Excellence*, 15(2), 221-227.

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

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., Fisher L, Jensen M.C. and Roll R., (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, Vol. 10, No 1, pp. 1-21

Fich, E. M., Nguyen, T., & Officer, M. (2012). Large wealth creation in mergers and acquisitions. *Financial Management*.

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

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.

Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

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

Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2013). Empirical mergers and acquisitions research: A review of methods, evidence and managerial implications. *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, 287.

Gort, M. (1969). An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 624-642.

Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30(1), 1-15.

Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of management*, 35(3), 469-502.

Halpern, P. (1983). Corporate acquisitions: A theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions. *The Journal of Finance*, 38(2), 297-317.

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.

Kleinert, J., & Klodt, H. (2002). Causes and consequences of merger waves (No. 1092). Kiel Working Paper.

Kronimus, A., Roos, A., & Stelter, D. (2009). M&A: Ready for Liftoff?. A Survey of European Companies' Merger and Acquisition Plans for 2010.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Lipton, M. (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School, York University, 14, 21.

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

Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. Academy of Management review, 8(2), 218-225.

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

Malatesta, P. H., & Thompson, R. (1993). Government regulation and structural change in the corporate acquisitions market: The impact of the Williams Act. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 28(3), 363-379.

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. Merger Waves". Kiel Insitut of World Economics. Kiel Working paper No.1092.

Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. Journal of business and psychology, 26(2), 161-168.

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.

McKinsey Quarterly, (2012). Taking a longer-term look at M&A value creation, by Rehm, W.,

Uhlaner, R., & West, A.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., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of corporate finance*, 6(2), 117-139.

Pearce II, J. A., & Robinson Jr, R. B. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), 15-24.

Rosen, R.J. (2006) 'Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements', *Journal of Business*, Vol.79, pp. 987-1017.

Schipper, K., & Thompson, R. (1983). The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms. *Journal of Accounting research*, 184-221.

Schmidt, J., Ilzkovitz, F., Meiklegohn, R., Garnier, G., Buelens, C., & Gomez Villalba, R. (2007, April). Mergers & Acquisitions NOTE. DG ECFIN European Commission (Vol. 4)

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.

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of international management*, 10(3), 307-353.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic management journal*, 12(S2), 51-59.

Vancea, M. (2012). An Overview on the Determinants of Mergers and Acquisitions Waves. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 21(2).

Weston J.F. & Brigham E.F., 1986, "Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής", Εκδόσεις Παπαζήση, σελ.753

B. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γεωργόπουλος, Α. (2004). Αναδιοργάνωση επιχειρήσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.

Κόλια Δ (2014). Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων- μελέτη περίπτωσης εξαγοράς επιχειρήσεως Olympic Air από την Aegean (Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας).

Κυριαζής Δημήτριος, 2017, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Εκδόσεις Διπλογραφία, 2η έκδοση επαυξημένη και βελτιωμένη ΑΘΗΝΑ.

Κυριαζόπουλος, Γ., Ζησσόπουλος, Δ., & Σαριγιαννίδης, Ν. (2009). Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων των τραπεζών στην διεθνή και ελληνική οικονομία. Φλώρινα: Ελληνικό Συνέδριο Διοίκησης και Οικονομίας.

Παζάρσκης, Μ. (2008). Διερεύνηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την εφαρμογή στατιστικών μεθόδων (Doctoral dissertation, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών).

Παπαδάκης, Β. 2002, "Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία", Εκδόσεις Μπένου, Τόμος Α', 4η Έκδοση, σελ. 399.

Πασιούρας, Φ., Δούμπος, Μ., & Ζοπουνίδης, Κ. (2006). Πρόβλεψη εξαγορών: Μεθοδολογικό πλαίσιο και εφαρμογές. Αθήνα: Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

Η απόδοση των αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιριών στις λεγόμενες «μεγάλες συμφωνίες Σ&Ε» στην αγορά των ΗΠΑ

Τσαγκανός, Α. (2008). Χαρακτηριστικά και πρόβλεψη επιχειρήσεων στόχων εξαγοράς-συγκριτική ανάλυση και ανάπτυξη νέων οικονομετρικών υποδειγμάτων (Doctoral dissertation).