



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟ-**  
**ΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ» ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ**  
**«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»**

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

*Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩ-  
ΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ (Σ&Ε) ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΑΥΤΗΝ ΣΤΙΣ ΚΑΘΕΤΕΣ Σ&Ε  
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ 10ΕΤΙΑ (2012-2022).*

ΤΟΥ ΠΟΡΦΥΡΙΔΗ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΣΤΥΛΙΑΝΟΥ Α.Μ.: ΜΧΡΗ 2228

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

Κυριαζής Δημήτριος (Αναπληρωτής Καθηγητής)

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Τσιριτάκης Εμμανουήλ (Καθηγητής)

Ασημακόπουλος Παναγιώτης (Επίκουρος Καθηγητής)

Κυριαζής Δημήτριος (Αναπληρωτής Καθηγητής)

Πειραιάς, Φεβρουάριος 2024

## Ευχαριστίες

Με την παρούσα διπλωματική εργασία ολοκληρώνονται οι σπουδές μου στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική» με ειδίκευση στην «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική» του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Σε αυτό το σημείο θέλω να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Κυριαζή Δημήτριο για την άριστη συνεργασία και την βοήθεια που μου πρόσφερε σε επιστημονικό και συμβουλευτικό επίπεδο, σε όλα τα στάδια της εργασίας, με στόχο την επίτευξη μιας άρτιας διπλωματικής εργασίας.

Τέλος θα ήθελα να πω ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου για την στήριξη που μου πρόσφεραν όλα αυτά τα χρόνια, στους οποίους οφείλω την ακαδημαϊκή μου πορεία μέχρι σήμερα.

## Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία παρουσιάζεται ένα από τα πιο σημαντικά εταιρικά γεγονότα στο οποίο μπορεί να προβεί μια επιχείρηση στην επιχειρηματική της ζωή. Αυτό είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Σ&Ε). Σε αυτή την εργασία αναλύσαμε ένα δείγμα 876 συμφωνιών οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α κατά την περίοδο της δεκαετίας 2012-2023. Το κύριο θέμα εξέτασης της εργασίας ήταν η διαφορά που μπορεί να αντιμετωπίζουν οι αγοραστές των συμφωνιών στις αποδόσεις τους, η οποία βασίζεται στον τύπο των Σ&Ε με βάση το βαθμό ολοκλήρωσης των δραστηριοτήτων, δηλαδή κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση. Τα αποτελέσματα μας βασίστηκαν πάνω στις βραχυχρόνιες μετοχικές αποδόσεις των αγοραστών και αναλύθηκαν με την μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns) ανάλυσης γεγονότων (event study analysis) εφαρμόζοντας το υπόδειγμα του δείκτη της αγοράς (market index model). Τα συμπεράσματα ήταν ότι γενικά οι αγοραστές σε αυτή την δεκαετία αντιμετωπίζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις και στα 3 event windows που επιλέξαμε να αναλύσουμε. Τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης έδειξαν ότι ξεκάθαρα η κάθετη ολοκλήρωση υπερτερεί σε όρους αποδόσεων για τους αγοραστές από αυτή της οριζόντιας με την διαφορά στην απόδοση να φτάνει και το 2,82% και να είναι στατιστικά σημαντική. Το αποτέλεσμα αυτό επιβεβαιώθηκε και από την ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης όπου η αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μη αθροιστικών κανονικών αποδόσεων των αγοραστών και των οριζόντιων Σ&Ε ήταν στατιστικά σημαντική.

## Λέξεις κλειδιά

Συγχωνεύσεις, εξαγορές, κάθετη, οριζόντια, ολοκλήρωση, ανάλυση γεγονότων, μη κανονικές αποδόσεις, βραχυχρόνια περίοδος, υπόδειγμα δείκτη της αγοράς.

## **Abstract**

This Master's thesis presents one of the most important corporate events that a company can undertake in its business life which is Mergers and Acquisitions (M&As). In this study we analyzed a sample of 876 deals that took place in the U.S. during the decade 2012-2023. The main topic of examination of the paper was the difference in the abnormal returns of acquirers upon the short-term announcement period of takeover bids based on the type of integration they choose to follow, i.e. vertical and horizontal integration. The abnormal returns were produced by the Market Index model. We discovered that in general acquirers over the aforementioned decade experience positive abnormal returns on all 3 event windows we chose to analyze. Furthermore, univariate analysis documented that vertical M&As overperform the horizontal deals by a difference of about 2.82% which is statistically significant. This result was vindicated in the model of multiple regression analysis by which the relation between the cumulative abnormal returns (CARs) of acquirers and the horizontal type of M&As continued to be negative and statistically significant.

## **Key words**

Mergers and Acquisitions, vertical, horizontal, integration, event study analysis, short-term, abnormal returns, market index model.

<b>Περιεχόμενα</b>	
<b>Ευχαριστίες</b> .....	<b>1</b>
<b>Περίληψη, Λέξεις κλειδιά</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract, Key Words</b> .....	<b>3</b>
<b>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Εισαγωγή</b> .....	<b>6</b>
<b>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Βιβλιογραφική επισκόπηση</b> .....	<b>9</b>
2.1 Βασικές Έννοιες.....	9
2.1.1 Στρατηγικές Επιχειρήσεων, η Καθετή και Οριζόντια Ολοκλήρωση.....	9
2.1.2 Τρόποι για Ολοκλήρωση.....	10
2.1.3 Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	11
2.1.4 Η ελληνική αγορά Σ&Ε.....	14
2.2 Θεωρητική Επισκόπηση.....	16
2.2.1 Δημιουργία ή Καταστροφή Αξίας.....	16
2.2.2 Βραχυχρόνια Αποτελέσματα.....	18
2.2.3 Μακροχρόνια Αποτελέσματα και άλλοι παράγοντες επηρεασμού των εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	24
<b>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Δεδομένα και Μεθοδολογία</b> .....	<b>32</b>
3.1 Συλλογή Δείγματος.....	32
3.2. Μεθοδολογία.....	35
3.2.1 Η Μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return).....	35
3.2.2 Μεθοδολογία πολλαπλής παλινδρόμησης.....	38
<b>Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Αποτελέσματα</b> .....	<b>41</b>
4.1 Αποτελέσματα μη κανονικών αποδόσεων.....	41
4.1.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία.....	41
4.1.2 Αποτελέσματα συνολικού δείγματος.....	42
4.1.3 Αποτελέσματα για οριζόντιες και κάθετες συμφωνίες.....	43
4.1.4 Έλεγχος διαφοράς μέσω μη αθροιστικών κανονικών αποδόσεων.....	45
4.2 Αποτελέσματα παλινδρόμησης.....	46
<b>Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup> Συμπέρασμα</b> .....	<b>49</b>
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	<b>52</b>
<b>Παράρτημα (Appendix)</b> .....	<b>56</b>

## Περιεχόμενα γραφημάτων και πινάκων

Γράφημα 1°. Ιστορικά στοιχεία για τον αριθμό και την αξία συμφωνιών των Σ&Ε στις Η.Π.Α.....	13
Γράφημα 2°. Είδος Ολοκλήρωσης.....	34
Γράφημα 3°. Status της εταιρίας στόχου.....	34
Γράφημα 4°. Τρόπος Πληρωμής της Συμφωνίας.....	34
Γράφημα 5°. Περίοδοι Abnormal Return.....	36
Πίνακας 1. Συγκεντρωτικός πίνακας βραχυχρόνιας ανάλυσης.....	24
Πίνακας 2. Τιμές για Dummy Variables.....	40
Πίνακας 3. Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των CARs και άλλων μεταβλητών για το σύνολο του δείγματος.....	42
Πίνακας 4. Αποτελέσματα συνολικού δείγματος.....	43
Πίνακας 5. Αποτελέσματα για οριζόντιες και κάθετες συμφωνίες.....	44
Πίνακας 6. Έλεγχος t δύο δειγμάτων με υποτιθέμενες άνισες διακυμάνσεις.....	46
Πίνακας 7. Μήτρα συσχέτισης (correlation matrix).....	47
Πίνακας 8. Στατιστικά Αποτελέσματα για event window (-10,10).....	48
Πίνακας 9. Στατιστικά Αποτελέσματα για event window (0).....	56
Πίνακας 10. Στατιστικά Αποτελέσματα για event window (-2,2).....	57

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Εισαγωγή

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια ολοκλήρωσης του μεταπτυχιακού μου προγράμματος με τίτλο «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική» του πανεπιστημίου Πειραιώς. Η εργασία αυτή, είχε ως γνώμονα την ανάλυση των στρατηγικών συμφωνιών που αφορούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Πιο συγκεκριμένα, ο στόχος της ήταν να παρατηρήσουμε τις μη κανονικές αποδόσεις από την πλευρά των αγοραστών, δηλαδή αυτών που προτείνουν την συμφωνία σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, με βάση την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας για τα έτη από το 2012 έως και το 2022 και πως διαφοροποιούνται οι αποδόσεις αυτές ανάλογα το είδος ολοκλήρωσης της συμφωνίας, δηλαδή αν αφορούν κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση. Έτσι, η εργασία χωρίζεται σε 5 κεφάλαια, εκ των οποίων το 1<sup>ο</sup> είναι η βασική εισαγωγή. Στο 2<sup>ο</sup> γίνεται μια βιβλιογραφική επισκόπηση όπου αρχικά αναλύονται βασικές έννοιες των στρατηγικών που υιοθετούν οι επιχειρήσεις όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και πως αυτές χωρίζονται με βάση το είδος της ολοκλήρωσης τους σε κάθετες και οριζόντιες. Έπειτα, αναλύεται το είδος των συναλλαγών που υπάρχουν σε τέτοιες συμφωνίες και αφορούν συναλλαγές σε μετρητά ή και ανταλλαγή μετοχών. Επίσης, αναλύεται η συμπεριφορά της διοίκησης που έχει η εταιρεία στόχος σε μια τέτοια συμφωνία όπου μπορεί να την χαρακτηρίσει εχθρική ή φιλική ανάλογα με την στάση της. Ακόμη, γίνεται αναφορά στα κύματα εξαγορών που υπήρχαν ιστορικά κατά διαστήματα στην αγορά των Η.Π.Α και ποιο είδος ολοκλήρωσης προτιμούσαν οι αγοραστές στην πορεία των χρόνων αλλά και το πόσο κερδίζουν ανάλογα τον χρόνο που θα εισέλθουν σε αυτό το κύμα. Στην συνέχεια, γίνεται μια μικρή αναφορά στην ελληνική αγορά των Σ&Ε η οποία θεωρείται πολύ διαφορετική αγορά Σ&Ε λόγω της φύσης του ανταγωνισμού που υπάρχει. Επιπροσθέτως, σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται η θεωρητική επισκόπηση με σκοπό να μελετήσουμε και να αναλύσουμε βιβλιογραφικές έρευνες και τα αποτελέσματα τους στα οποία έχουν προβεί ανά καιρούς οι ακαδημαϊκοί ερευνητές που τους απασχολούσε το θέμα τέτοιων συμφωνιών. Η θεωρητική επισκόπηση χωρίζεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος, γίνεται ανάλυση των βραχυχρόνιων μελετών όπου και είναι η πιο ενδελεχής λόγω της φύσης της εργασίας και στο δεύτερο μέρος γίνεται μια αναφορά για τα μακροχρόνια αποτελέσματα των Σ&Ε αλλά και σε άλλους παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν τις αποδόσεις των συμβαλλόμενων μερών σε τέτοιες συμφωνίες. Η θεωρητική έρευνα ξεκινάει από το 1995 και φτάνει έως το 2023 ώστε να αναλυθούν τα στοιχεία αλλά και ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζουν τις Σ&Ε από αρκετά παλιά έως και πιο πρόσφατα.

Στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο γίνεται αρχικά η ανάλυση της συλλογής του δείγματος και η αναφορά της βασικής μας υπόθεσης. Όλη η διαδικασία της δειγματοληψίας έγινε με την βοήθεια της Refinitiv Eikon μέσω του εργαστηρίου του πανεπιστημίου Πειραιώς. Σε αυτό το κεφάλαιο, αναλύεται πλήρως ο τρόπος συλλογής του δείγματος και τα φίλτρα που θέσαμε για την τελική επιλογή των συμφωνιών

αλλά και τα στοιχεία που πήραμε για τους συμβαλλόμενους και για την ίδια την συμφωνία. Ακόμη, προβήκαμε στον διαχωρισμό του δείγματος με βάση το εάν η συμφωνία αφορά κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση. Αυτό έγινε με τον 4ψηφιο SIC Code και την επεξήγηση του όπου χωρίσαμε τις συμφωνίες σε κάθετες, οριζόντιες και ασυσχέτιστες. Επίσης, στο κεφάλαιο 3 γίνεται πλήρη ανάλυση της μεθοδολογίας που μας βοήθησε για να προβούμε στα τελικά συμπεράσματα. Η μέθοδος που ακολουθήσαμε ήταν των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns) όπου θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις ( $R_{jt}$ ) του αγοραστή κατά την περίοδο την ανακοίνωσης της συμφωνίας με τις αντίστοιχες αναμενόμενες αποδόσεις ( $E(R_{jt})$ ). Έτσι, δημιουργήθηκαν δυο χρονικές περιόδοι με την μέθοδο αυτή. Η πρώτη, είναι η περίοδος υπολογισμού (estimation period), η οποία αφορά τον υπολογισμό των ( $E(R_{jt})$ ) που έγινε με την βοήθεια του Υποδείγματος δείκτη Αγοράς (Market Index Model) και ως αντιπροσωπευτικό δείκτη της αγοράς χρησιμοποιήθηκε ο Standard and Poor's 500 (S&P 500). Η δεύτερη περίοδος αφορά αυτή των παρατηρήσεων (observation period) στην οποία υπολογίζονται οι πραγματικές αποδόσεις ( $R_{jt}$ ) στα event windows που επιλέξαμε τα οποία είναι, (-2,+2), (0), (-10,+10) ώστε να μπορέσουμε να συμπεριλάβουμε τυχών ασύμμετρη πληροφόρηση που υπήρχε πριν το γεγονός και τυχών καθυστερημένες κινήσεις του επενδυτικού κοινού μετά το πέρας του γεγονότος. Επίσης, σε αυτό το κεφάλαιο αναφέρεται το βασικό μας υπόδειγμα για την πολλαπλή παλινδρόμηση που τρέξαμε ώστε να δούμε εάν και πώς οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις  $CAR$  εξαρτώνται και από άλλους βασικούς παράγοντες, όπως το είδος της πληρωμής, το είδος της ολοκλήρωσης και από ένα ακόμα λογιστικό μέγεθος το οποίο επιλέχτηκε να είναι το Total Debt/Total Capital.

Στο κεφάλαιο 4 γίνεται η παρουσίαση των τελικών αποτελεσμάτων της έρευνας μας. Αρχικά, γίνεται η παρουσίαση των μη κανονικών αποδόσεων για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος μας και μια σύγκριση των αποδόσεων αναλόγως το είδος της ολοκλήρωσης που αφορούσε η συμφωνία. Τα αποτελέσματα τα οποία βγήκαν ήταν ότι οι αγοραστές την δεκαετία 2012-2022 παρουσίαζαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις κάτι που συμβαδίζει με την υπάρχουσα βιβλιογραφία και ειδικότερα με αυτές μετά την κρίση του 2007. Επίσης, οι κάθετες συμφωνίες παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις οριζόντιες, με τις αποδόσεις των CAAR σε event window (-10,10) για κάθετες συμφωνίες να είναι σχεδόν κατά 2,82 μονάδες μεγαλύτερη, κάτι που δείχνει ότι οι αγοραστές που ήρθαν σε κάθετες συμφωνίες Σ&Ε τα έτη 2012 έως 2022 κέρδισαν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτούς που έκλεισαν συμφωνίες οριζόντιου χαρακτήρα με τα αποτελέσματα να συμβαδίζουν με την βιβλιογραφία που αναλύθηκε στο κεφάλαιο 2.

Τέλος, σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται και η παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης, της συσχέτισης των μεταβλητών και το πόσο καλά ή όχι το μοντέλο μας επεξηγεί την εξαρτημένη μεταβλητή  $CAR$  για ένα event window (-10,10), αλλά και την στατιστική σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών σε ένα επίπεδο εμπιστοσύνης 10%. Όπου, φαίνεται ότι η μεταβλητή που ελέγχει



το είδος της ολοκλήρωσης επηρεάζει αρνητικά την εξαρτημένη μεταβλητή κάτι που σημαίνει ότι οι οριζόντιες συμφωνίες προσδίδουν αρνητικές αποδόσεις στους αγοραστές. Οι άλλες δυο όμως μεταβλητές δείχνουν θετικό επηρεασμό των *CAR*. Επίσης, φαίνεται να υπάρχει θετική συσχέτιση, αλλά μη στατιστικά σημαντική, της εξαρτημένης μεταβλητής με τις μεταβλητές που παρακολουθούν τον τρόπο πληρωμής της συμφωνίας και του λογιστικού δείκτη Total Debt/Total Capital.

Τέλος, στο 5<sup>ο</sup> κεφάλαιο αναλύονται τα τελικά συμπεράσματα στα οποία προβήκαμε μέσω της θεωρητικής έρευνας αλλά και μέσω των μεθόδων που θα αναλυθούν παρακάτω καταλήγοντας στο πόσο σημαντικό είναι το γεγονός των Σ&Ε για τους συμβαλλόμενους και πως αυτοί επηρεάζονται από το επενδυτικό κοινό που παρακολουθούν και προσπαθούν να εξηγήσουν αυτές τις κινήσεις. Επιπλέον, στο τέλος της εργασίας γίνεται αναφορά όλης της βιβλιογραφίας και των πηγών που χρησιμοποιήθηκαν σε όλη την διπλωματική εργασία, όπως και η παρουσίαση του παραρτήματος που αφορά αποτελέσματα για περισσότερα event window από αυτά που παρουσιάζονται στο κύριο μέρος της εργασίας που αφορούν το κομμάτι της πολλαπλής παλινδρόμησης.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Βιβλιογραφική Επισκόπηση.

### 2.1 Βασικές Έννοιες

#### 2.1.1 Στρατηγικές Επιχειρήσεων, η Καθετή και Οριζόντια Ολοκλήρωση.

Κάθε επιχείρηση στην διάρκεια της λειτουργίας της μπορεί να προβεί σε κάποιες στρατηγικές ταχείας ανάπτυξης με σκοπό την αύξηση των πωλήσεων & μεριδίου αγοράς, κερδών και της αξίας του πλούτου των μετόχων της μέσω μη οργανικού τρόπου, δηλαδή, μέσω Συγχωνεύσεων & Εξαγορών. Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με τις εταιρικές στρατηγικές των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών που πραγματοποιούνται μέσω της κάθετης και οριζόντιας ολοκλήρωσης. (Κυριαζής 2016)

Πιο συγκεκριμένα, ο λόγος για κάθετη ολοκλήρωση είναι η επιχείρηση να καταφέρει μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης να γίνει ο προμηθευτής ή ο διανομέας του εαυτού της, δηλαδή, προσπαθεί να έχει στην κατοχή της μεγαλύτερο μέρος από την εφοδιαστική αλυσίδα, είτε αυτό αφορά προς τα πίσω, δηλαδή κομμάτια προηγούμενων σταδίων όπως την παραγωγή των πρώτων υλών, είτε προς τα εμπρός, δηλαδή, επόμενου σταδίου όπως την διανομή των προϊόντων – υπηρεσιών προς τον τελικό πελάτη. Ο λόγος για μια τέτοια επένδυση από την πλευρά της επιχείρησης είναι η μείωση της εξάρτησης είτε από τους προμηθευτές της, είτε από τα δίκτυα διανομής. Ακόμη, μέσω αυτής της στρατηγικής προσπαθεί να μειώσει τα κόστη παραγωγής αλλά και να λάβει γνώση που ίσως δεν κατείχε. Όμως, όπως όλες οι επενδύσεις έτσι και αυτή, εμπεριέχουν κάποιους κινδύνους.

Η οριζόντια ολοκλήρωση από την άλλη, είναι η διαδικασία όπου μια επιχείρηση προσπαθεί να μειώσει το αντίκτυπο που δέχεται από τον ανταγωνισμό παρόμοιων επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να εισέρχεται σε συμφωνίες εξαγορών ή συγχωνεύσεων με σκοπό την δημιουργία ενός μονοπωλιακού πλεονεκτήματος (αν είναι εφικτό από τους νόμους της χώρας που δραστηριοποιείται), ώστε να αυξήσει το μερίδιο και την δύναμη που έχει στην αγορά και να κατέχει ηγετική θέση στον κλάδο. (Dess et. all 2019)

Μελέτες έχουν δείξει ότι υπάρχει τάση για την οριζόντια ολοκλήρωση σε σύγκριση με την κάθετη, διότι είναι πιο δύσκολο να βρεθεί στόχος που να ταιριάζει στην παραγωγική διαδικασία και την εφοδιαστική αλυσίδα μιας αγοράστριας εταιρίας από το να ταιριάξουν δυο παρόμοιες επιχειρήσεις που ήδη είναι ανταγωνιστές. Σύμφωνα με τους Gross and Lindstädt (2006) οδηγηθήκαμε στο συμπέρασμα ότι ο αριθμός των οριζόντιων συμφωνιών ξεπερνάει αυτές των κάθετων, διότι στην πρώτη συμφωνία ο αγοραστής περιορίζεται μόνο στον αριθμό των παρόμοιων εταιρειών, ενώ στις κάθετες περιορίζονται και στον αριθμό αλλά και στην αντιστοιχία της γραμμής παραγωγής των επιχειρήσεων.

### 2.1.2 Τρόποι για Ολοκλήρωση.

Ο τρόπος με τον οποίο μια διοίκηση μπορεί να πραγματοποιήσει τις στρατηγικές της κινήσεις είναι οι συνέργειες, δηλαδή η συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων με σκοπό την ταχύτερη ανάπτυξη, την διεύθυνση σε νέες αγορές (ίσως και σε παγκόσμιο επίπεδο), την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης, την ανάπτυξη νέων προϊόντων, την λήψη γνώσεων σε τεχνολογικό και επιχειρηματικό επίπεδο, την αξιοποίηση φορολογικών πλεονεκτημάτων και την μείωση του αντίκτυπου του ανταγωνισμού. (Renneboog and Vansteenkiste 2019, Meador et.al. 1996, Lubatkin 1983, Golubov et.al. 2012).

Έτσι θα δούμε δυο τρόπους συνέργειας: την *εξαγορά* και την *συγχώνευση*.

Η *εξαγορά* είναι η διαδικασία με την οποία μια επιχείρηση αποκτά τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, η αγοράστρια εταιρία κάνει συνήθως μια δημόσια προσφορά σε μια εταιρία στόχο, ώστε να αποκτήσει τον συνολικό έλεγχο ή ένα ποσοστό από αυτή, με σκοπό την ενσωμάτωση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, που δύναται όμως να συνεχίζει να υφίσταται ως ξεχωριστό νομικό πρόσωπο, δηλαδή ως θυγατρική της αγοράστριας εταιρίας (μητρική). (Dess et. all 2019)

Η *συγχώνευση* από την άλλη, είναι ένας τρόπος ώστε μια επιχείρηση να αποκτήσει τον πλήρη έλεγχο μιας άλλης. Η διαφορά με την εξαγορά, είναι ότι η εταιρία στόχος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου και απορροφάται στο σύνολο της από την απορροφούσα επιχείρηση, η οποία πράξη, σηματοδοτεί μια επιτυχή συγχώνευση. (Dess et. all 2019)

Και οι δυο συμφωνίες πραγματοποιούνται με *αντάλλαγμα είτε σε μετρητά, είτε με ανταλλαγή μετοχών*, το οποίο μπορεί να επηρεάσει την αξία της συμφωνίας για τους συμβαλλόμενους. Πιο συγκεκριμένα, σε ένα περιβάλλον ασύμμετρης πληροφόρησης, ακόμα και ο τρόπος πληρωμής όπως δείχνουν οι έρευνες παίζει σημαντικό ρόλο.

Οι αγοράστριες εταιρείες θα πραγματοποιήσουν μια προσφορά σε μετρητά όταν βλέπουν ότι η εταιρία είναι υποτιμημένη, ενώ θα προσφέρουν μετοχές όταν αυτές είναι υπερτιμημένες. Έτσι, η αγορά θα μεταφράσει την εξαγορά με μετρητά ως θετικό νέο, ενώ την προσφορά με μετοχές ως όχι και τόσο καλό. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι αγοραστές στην πρώτη περίπτωση να εμφανίζουν θετικές αποδόσεις, σε αντίθεση με μια συμφωνία με μετοχές, όπου, οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές πωλούν τις μετοχές της αγοράστριας εταιρίας που εκδίδει νέες μετοχές, φοβούμενοι πιθανή υπερτίμηση της μετοχής της. Ακόμη, φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη δανειακής μόχλευσης είναι απίθανο να προβούν σε μια συμφωνία με μετρητά διότι η πληρωμή με μετρητά ίσως να σημαίνει αύξηση δανειακών κεφαλαίων αν δεν υπάρχουν αποθεματικά. Έτσι, αυτές οι επιχειρήσεις τείνουν να έρχονται σε συμφωνία με ανταλλαγή μετοχών με ότι σημαίνει αυτό. Τέλος, σε έρευνα των Alexandridis et.al. (2016) έδειξαν ότι την περίοδο μετά του 2010 η προσφορά μετοχών για την επίτευξη των συμφωνιών

άρχισε να εμφανίζει και αυτή θετικές αποδόσεις για τους αγοραστές λόγω εκμετάλλευσης των συνεργιστικών ωφελειών από αυτές τις συμφωνίες. (Travlos 1987, Harford et al. 2009)

Αναλυτικότερα, οι συμφωνίες ανάλογα με την συμπεριφορά της διοίκησης της εταιρίας στόχου μπορεί να θεωρηθούν εχθρικές ή φιλικές εξαγορές/συγχωνεύσεις. Ως φιλική συμφωνία ορίζεται όταν ο αγοραστής κάνει μια προσφορά στην εταιρία στόχος και η τελευταία την κάνει δεκτή, ενώ ως εχθρική ορίζεται όταν η συμφωνία δεν γίνεται δεκτή και η αγοράστρια εταιρία κάνει κατευθείαν πρόταση στους μετόχους (public tender offer) της εταιρίας στόχου που στη συνέχεια είτε αυξάνει το τίμημα, ή προσπαθεί να εξαγοράζει αργά μικρά ποσοστά από τους μετόχους της επιχείρησης στόχου (bidder's toehold). Έτσι, η συμπεριφορά της διοίκησης της εταιρίας στόχου επηρεάζει την τελική απόδοση των αγοραστών, διότι σε μια εχθρική συμφωνία η εταιρία στόχος ενδεχομένως να διαθέτει «όπλα» και τακτικές εναντίον τέτοιων κινήσεων από τους ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα να μειώνεται η απόδοση των αγοραστριών επιχειρήσεων. Τέτοια όπλα μπορεί να είναι τα λεγόμενα 'χρυσά αλεξίπτωτα' (golden parachutes) τα οποία είναι ουσιαστικά ένα συμβόλαιο που προστατεύει και αποζημιώνει με ένα προκαθορισμένο ποσό τους μάνατζερ των επιχειρήσεων στόχου σε περίπτωση εχθρικής εξαγοράς/συγχώνευσης. Επίσης, υπάρχουν και τα 'greenmail' όπου δίνουν το δικαίωμα στην εταιρία στόχος αφού γίνει μια εχθρική αγορά από μια άλλη επιχείρηση, να αγοράσει πίσω τις μετοχές της με ένα premium, μια τακτική που έχει χαρακτηριστεί και ως εκβιαστική από την αγορά. (Mallette and Fowler 1992, Dess et. all 2019).

Η αγορά ως συνήθως δίνει θετική αξία σε φιλικές εξαγορές, αλλά υπάρχει και η περίπτωση όπου σε μια εχθρική εξαγορά η αγορά μπορεί να θεωρήσει ότι ο αγοραστής είναι ορθολογικός και είναι σίγουρος για την αύξηση της αξίας του μέσω της συμφωνίας και να την μεταφράσει θετικά. (Schwert, 2000)

Τέλος, για να πραγματοποιηθεί μια εξαγορά/συγχώνευση και να θεωρηθεί ολοκληρωμένη, θα πρέπει η αγοράστρια επιχείρηση να κατέχει μετά την συμφωνία την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας στόχου, δηλαδή ποσοστό άνω του 50%.

### **2.1.3 Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.**

Λόγο της φύσεως της εργασίας που θα ασχοληθούμε κυρίως με την αγορά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, θα αναλυθούν ιστορικά τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων σε αυτή την χώρα. Τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων συμβαίνουν κατά κύριο λόγο όταν οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε οικονομικά σοκ (π.χ. νέες τεχνολογίες) και όταν θεωρούν υπερτιμημένες τις μετοχές τους. (Golubov et.al. 2012)

Η δραστηριότητα των επιχειρήσεων σε τέτοιες στρατηγικές στις Η.Π.Α ξεκινούν τον 19<sup>ο</sup> αιώνα με το πρώτο κύμα να ήταν από το 1890 έως το 1905, το οποίο βασίστηκε σε οριζόντιες συγχωνεύσεις, με αποτέλεσμα την δημιουργία μονοπωλίων, σε αντίθεση με το δεύτερο κύμα του 1919 έως το 1929, στο οποίο έλαβαν κάθετες συγχωνεύσεις ως επί τω πλείστων και τερματίστηκε με το κραχ του χρηματιστηρίου την ίδια εποχή. Το τρίτο κύμα, ήταν βασισμένο σε στρατηγικές συμφωνίες, όπου προσπάθησαν οι επιχειρήσεις να επεκταθούν σε ασυσχετίστους κλάδους, δηλαδή σε κλάδους με διαφορετικές δραστηριότητες από αυτούς που ανήκαν, ξεκίνησε το 1955 έως το 1969. Το τέταρτο κύμα το οποίο ξεκίνησε το 1974 και έληξε το 1989, χαρακτηρίστηκε από μανία εξαγορών σε μια προσπάθεια των εταιρειών να διεθνοποιηθούν. Επίσης, υπήρξαν πολλές εχθρικές εξαγορές και χρηματοδότηση αυτών κυρίως από ομόλογα με υψηλό κίνδυνο τα λεγόμενα junk bonds. Το πέμπτο κύμα, αφορούσε επιχειρήσεις τεχνολογίας όπου ήταν και το μεγαλύτερο από άποψη χρηματικών συναλλαγών στις συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν και βασίστηκε κυρίως σε πληρωμή με μετοχές αφού υπήρχε μια τεράστια ανάπτυξη του χρηματιστηρίου. Το κύμα αυτό κράτησε από το 1993 μέχρι το 2001 που έληξε μαζί με την λεγόμενη φούσκα dot-com και αφορούσε εταιρίες τεχνολογίας. Το έκτο κύμα, έρχεται λίγο αργότερα το 2003 και έληξε και αυτό με παρόμοιο τρόπο, δηλαδή με το σπάσιμο μιας φούσκας που τώρα αφορούσε την αγορά των ακινήτων. Το κύμα αυτό βασίστηκε στα χαμηλά επιτόκια που υπήρχαν μετά το 2001 που έδωσαν φθινό δανεισμό στις επιχειρήσεις και μπορούσαν να το διαθέσουν για επέκταση. Τέλος, το 7<sup>ο</sup> κύμα της περιόδου 2013-2015 βασίστηκε και αυτό στην αυξημένη ρευστότητα των εταιριών λόγω χαμηλών επιτοκίων αφού υπήρχε επεκτατική νομισματική πολιτική για να αποτραπούν τα χειρότερα μετά την κρίση των ακινήτων. Το κύμα αυτό έσπασε όλα τα ρεκόρ από άποψη αξίας συναλλαγών παγκοσμίως και στις Η.Π.Α. να έχει πραγματοποιηθεί το μισό ποσοστό της συνολικής αξίας του. Ακόμα, σε αυτό το κύμα αυξήθηκαν και οι εξαγορές εκτός συνόρων μέσα σε ένα κλίμα παγκοσμιοποίησης και επέκτασης στη διεθνή αγορά. (Κυριαζής 2016, Alexandridis et.al 2016 )

Σε γενικές γραμμές όπως δείχνουν και οι έρευνες έως το 1998 η αγορά αντιδρούσε θετικά στις κάθετες ολοκληρώσεις, κάτι που άλλαξε έπειτα και πλέον συνδεόταν με αρνητικές αποδόσεις. (Fan and Goyal 2006).

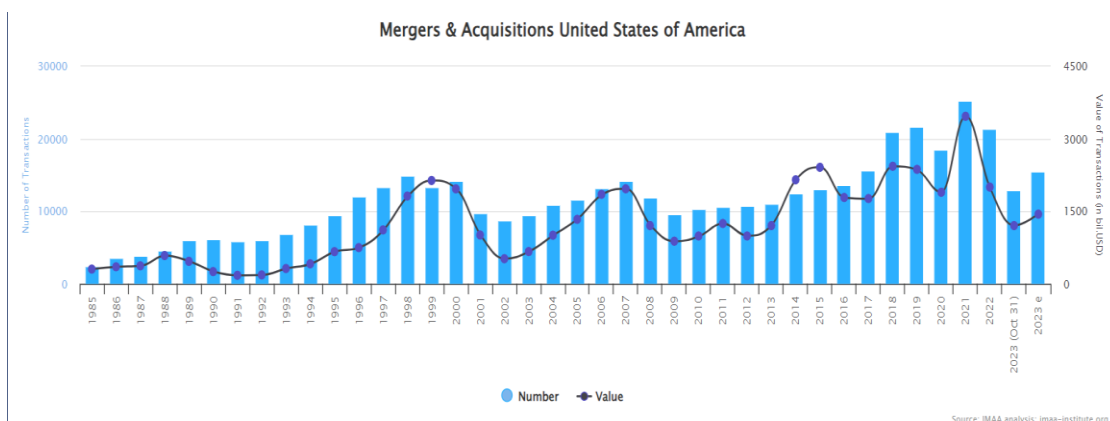
Έρευνα των McNamara et.al (2008) βασισμένη στο ερώτημα «*ποιες επιχειρήσεις κερδίζουν και ποιες χάνουν σε όλα τα στάδια ενός κύματος εξαγορών*», συμπεράναν ότι οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μια εξαγορά ή συγχώνευση στην αρχή του κύματος θα επωφεληθούν περισσότερο σε θέματα απόδοσης από μια επιχείρηση που θα πραγματοποιήσει την συμφωνία αφού έχει ξεκινήσει το κύμα. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι βασισμένος στο ότι οι πρώτοι στο κύμα έχουν μια ασύμμετρη πληροφόρηση και γι' αυτό πραγματοποιούν την κίνηση πρώτοι, με αποτέλεσμα να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες κόστους, ώστε να αποκτήσουν τον στόχο με χαμηλότερο κόστος και με σκοπό να βάζουν εμπόδια

στους ανταγωνιστές (μεταγενέστερους αγοραστές) και τέλος να ενσωματώνουν την εταιρία στόχο στο δυναμικό τους πριν το αντιληφθούν οι ανταγωνιστές.

Επίσης, για τις επιχειρήσεις που θα εισέλθουν αργότερα στο κύμα η έρευνα έδειξε ότι θα αντιμετωπίσουν αρνητικές αποδόσεις και αυτό όχι μόνο της μεγαλύτερης δαπάνης για την ολοκλήρωση της συμφωνίας αλλά και γιατί όπως αναφέρουν οι Abrahamson and Rosenkopf (1993), αυτές οι επιχειρήσεις θα εισέλθουν σε αυτό το κύμα εξαγορών με κριτήριο να ακολουθήσουν τις κινήσεις των ανταγωνιστών και όχι για να εκμεταλλευτούν μια στρατηγική ευκαιρία. Ακόμη, οι εταιρείες στόχοι, όσο βρισκόμαστε στην διάρκεια του κύματος θα λιγοστεύουν και μπορεί να μην τους ταιριάζει η στρατηγική που θέλουν να ακολουθήσουν. Επιπλέον, το κόστος απόκτησης θα είναι αυξημένο αφού θα υπάρχουν πιέσεις από τον ανταγωνισμό. Όμως, αξιοσημείωτο είναι το συμπέρασμα ότι προς το τέλος του κύματος οι αρνητικές αποδόσεις και πιέσεις ανταγωνισμού τείνουν να μειώνονται, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να μπορούν να αυξήσουν την αξία τους μέσω συμφωνίας εξαγοράς. Όλα αυτά τα πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα πρόωρης ή μεταγενέστερης στρατηγικής κίνησης, αφορούν αγορές οι οποίες είναι είτε μεγάλες και ανταγωνιστικές είτε σταθερές. Ακόμη, μια κίνηση που θα περιορίζε την αρνητική απόδοση των αργοπορημένων αγοραστών στο κύμα, είναι η πληρωμή της συμφωνίας με μετρητά και όχι με μετοχές, διότι όπως έχουμε δει και σε άλλες έρευνες η χρήση μετρητών δίνει ένα καλό σήμα στους επενδυτές για την βεβαιότητα που νιώθει η διοίκηση για την στρατηγική.

Τέλος, παρακάτω παρουσιάζεται ένα γράφημα (από το imma institute) που δείχνει τον αριθμό και την αξία των συμφωνιών ιστορικά που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. από το 1985 έως σήμερα. Όπως φαίνεται και στο γράφημα, στις πρόσφατες μεγάλες κρίσεις (βλ. 2001,2008) ο αριθμός των συμφωνιών μειώνεται όπως και η αξία τους.

**Γράφημα 1<sup>ο</sup>.** Ιστορικά στοιχεία για τον αριθμό και την αξία συμφωνιών των Σ&Ε στις Η.Π.Α.



\*Πηγή: IMMA analysis

### 2.1.4 Η ελληνική αγορά Σ&Ε

Με μια μικρή έρευνα φαίνεται ο σημαντικός λόγος για να πραγματοποιηθεί μια μικρή αναφορά στην αγορά των Σ&Ε της ελληνικής αγοράς διότι τα αποτελέσματα για τα συμβαλλόμενα μέρη των συμφωνιών έρχονται σε αντίθεση με τα αντίστοιχα αποτελέσματα των Η.Π.Α.

Πιο συγκεκριμένα, οι Πρωτόπαπας κ.α. το 2003 βασισμένοι στις έκτακτες αποδόσεις των εταιρειών μετά την περίοδο 1988-1997 από εξαγορά ή συγχώνευση στην Ελλάδα, έδειξε ότι παρατηρείται θετική απόδοση στις αγοράστριες επιχειρήσεις μετά την συμφωνία, ενώ για τις αγοραζόμενες (στόχος) είχαν μικρότερες αποδόσεις, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την πλειοψηφία της υπάρχουσας βιβλιογραφίας για τις αναπτυσσόμενες αγορές των ΗΠΑ & ΗΒ.

Επίσης, σε μία έρευνα των Kyriazis and Diacogiannis (2008) έδειξαν πως συμπεριφέρονται οι μη κανονικές αποδόσεις των συμβαλλόμενων μερών σε μια εξαγορά, βασισμένοι στον τρόπο πληρωμής και στο εάν ο στόχος είναι δημόσια επιχείρηση ή ιδιωτική. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι αγοραστής γενικά έχουν απόδοση περίπου 3,81% σε περίοδο κοντά στην ανακοίνωση της συμφωνίας, ποσοστό μεγαλύτερο από συμφωνίες σε άλλες αγορές, με τους στόχους να έχουν θετική μεν απόδοση αλλά μικρότερη δε από τις υπόλοιπες αγορές, κάτι που δεν συνηθίζεται στην αγορά των Η.Π.Α και του Ηνωμένου Βασιλείου. Επίσης, οι αγοραστής κερδίζουν πιο μεγάλες αποδόσεις όταν δίνουν μετρητά από ότι σε συμφωνίες με μετοχές, κάτι που είναι κοινό και με τις άλλες αγορές.

Στην περίπτωση των ιδιωτικών στόχων όμως, τα πράγματα είναι πιο δυσνόητα διότι, από την μια η μη ιδιωτική επιχείρηση πιθανότατα να είναι μικρή χωρίς υψηλή ρευστότητα και να δεχθεί οποιαδήποτε ευκαιρία για εξαγορά, αλλά από την άλλη και ειδικά στην Ελλάδα, όπου οι μη ιδιωτικές εταιρίες είναι κυρίως οικογενειακές και οι διαχειριστές μπορεί να είναι και ιδιοκτήτες, αυτό τους δίνει μια μεγαλύτερη δύναμη στο να διαπραγματευτούν με τους αγοραστής για να κερδίζουν ένα υψηλότερο αντίτιμο της συμφωνίας, κάτι που μπορεί να μειώσει την απόδοση του αγοραστή. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των αγοραστών σε συμφωνίες όπου ο στόχος είναι δημόσιος να είναι μεγαλύτερες από αυτές που ο στόχος ήταν ιδιωτικός.

Τέλος, έδειξαν ότι όταν ο αγοραστής κατέχει από πριν ένα μερίδιο της εταιρίας στόχου, τότε με την εξαγορά θα κερδίσει μεγαλύτερες και θετικές αποδόσεις σε αντίθεση με την εταιρία στόχο.

Ο λόγος γι' αυτό το παράδοξο αποτέλεσμα βασίζεται στην διαφορετική ιδιοκτησιακή δομή των ελληνικών επιχειρήσεων, όπου η ιδιοκτησία συγκεντρώνεται σε λίγα άτομα και πολλές φορές αφορούν μια συγκεκριμένη οικογένεια, με αποτέλεσμα να έχει μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ αλλά και στην μη ανταγωνιστική αγορά των εξαγορών στον ελληνικό χώρο με αποτέλεσμα να «δίνει το

προνόμιο στις αγοράζουσες επιχειρήσεις που απορροφούν/εξαγοράζουν επιχειρήσεις» και γι' αυτό οι αγοραζόμενες εταιρείες είχαν μικρότερες αποδόσεις, κάτι που σε μια ανταγωνιστική αγορά δεν ισχύει πάντα. Όπως και ο Stigler (1950) έδειξε ότι σε μη ανταγωνιστικές αγορές η ολοκλήρωση και κυρίως η κάθεται είναι επωφελής, σε αντίθεση με τις οριζόντιες που κερδίζουν σε ανταγωνιστικές αγορές λόγω αύξησης του μεριδίου της αγοράς που έδειξαν οι Fee and Thomas (2004).

Ακόμη, σε έρευνα των Alexandridis et al. (2010) είχαν παρατηρήσει ότι οι Σ&Ε στις περισσότερες έρευνες που αφορούσαν τις αγορές των Η.Π.Α και Η.Β οι αγοραστές δημόσιων στόχων παρουσίαζαν αρνητικές αποδόσεις κάτι που προσπάθησαν να εξηγήσουν αφού θεωρητικά μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι ένα εταιρικό γεγονός το οποίο συμβαίνει για να μπορούν τα συμβαλλόμενα μέρη να δημιουργήσουν αξία και κερδοφορία σε μεγαλύτερο ποσοστό από αυτό που θα μπορούσαν μόνοι τους. Μια αρχική εξήγηση που έδωσαν ήταν ότι οι αγοραστές σε ανταγωνιστικά περιβάλλοντα δίνουν μεγάλα υπερτιμήματα (premium) ώστε να καταφέρουν να κλείσουν την συμφωνία προλαβαίνοντας την προσφορά του ανταγωνιστή. Αυτό έχει ως τελικό αποτέλεσμα όμως, τα κέρδη του αγοραστή να μειώνονται. Από την άλλη, σε μη ανταγωνιστικές αγορές όπου δεν είναι οι επιθετικές Σ&Ε μπορεί και η εταιρία στόχος και ο αγοραστής να έχουν καλύτερη κατανομή στα κέρδη τους μέσω των χαμηλότερων premia.

Γι' αυτό το λόγο χώρισαν το δείγμα τους σε 2 μέρη με βάση των ανταγωνισμό που υπάρχει στις χώρες όσο αφορά στις Σ&Ε. Το πρώτο αφορούσε χώρες των Η.Π.Α, Η.Β και του Καναδά, όπου υπάρχει γενικά σε πολύ μεγάλο επίπεδο το φαινόμενο της ανταγωνιστικότητας μεταξύ των αγοραστών σε τέτοιες συμφωνίες και το δεύτερο αφορούσε όλο τον υπόλοιπο κόσμο όπου δεν παρουσιάζεται τόσο μεγάλη ανταγωνιστικότητα σε τέτοιες συμφωνίες. Τα αποτελέσματα στα οποία προβήκαν ήταν τα εξής: Ότι στις χώρες του δεύτερου δείγματος οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές είναι θετικές και η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων με τις χώρες του πρώτου δείγματος αγγίζει το ποσοστό του 2,93% και είναι στατιστικά σημαντικό. Με τους αγοραστές στις 3 πιο ανταγωνιστικές χώρες να είναι αρνητικά και ίσα με -1,38%. Επίσης, όσο αφορά στους στόχους του δεύτερου δείγματος οι αποδόσεις τους είναι πιο χαμηλές από αυτές του πρώτου κάτι που δείχνει ότι σε μη ανταγωνιστικά περιβάλλοντα τα κέρδη κατανέμονται πιο ομοιόμορφα μεταξύ στόχου και αγοραστή. Τέλος, παρατήρησαν ότι οι αγοραστές που προσφέρουν μετοχές σε μη ανταγωνιστικές αγορές δεν χάνουν σε αξία από τους αντίστοιχους αγοραστές σε ανταγωνιστικά πλαίσια όπως έχουμε δει και σε άλλες μελέτες, όπου οι αγοραστές με προσφορά μετοχών κερδίζουν λιγότερα από αυτούς που προσφέρουν μετρητά. Αυτό εξηγείται διότι σε μη ανταγωνιστικά περιβάλλοντα οι επενδυτές γνωρίζουν ότι θα υπάρξει θετική αξία άρα δεν τους επηρεάζει τόσο μια συμφωνία με ίσως υπερτιμημένες μετοχές.



Όλα αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν και επιβεβαιώνουν τη διαφορετική δομή της ελληνικής αγοράς στον τομέα των εξαγορών/συγχωνεύσεων που βασίζεται στην ιδιαίτερη ιδιοκτησιακή δομή αλλά και στον μη ανταγωνιστικό χαρακτήρα που έχει και γι' αυτό δεν παρατηρούνται αρκετές εχθρικές εξαγορές.

## 2.2 Θεωρητική Επισκόπηση

### 2.2.1 Δημιουργία ή Καταστροφή Αξίας

Η αξία όπου αναφέρθηκε προηγουμένως, αντικατοπτρίζει την αξία που θα δημιουργηθεί από την 'ένωση' των δυο επιχειρήσεων όπου θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των μεμονωμένων αυτών επιχειρήσεων, αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης σε όρους παρούσας αξίας. (Κυριαζής 2016)

Η διεθνής βιβλιογραφία διαθέτει πολλές μελέτες που εξετάζουν τις συμφωνίες των Σ&Ε, λόγω της βαρύτητας που έχουν αυτές οι συμφωνίες όχι μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις αλλά και για τους επενδυτές και την αγορά – κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται. Έτσι, η καθεμία αναλόγως τον χρονικό ορίζοντα που παρατηρεί με βάση την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας (βραχυχρόνια, μακροχρόνια), την αγορά και τον κλάδο που δραστηριοποιούνται οι εταιρίες και την μεθοδολογία μέτρησης αποδόσεων, όπου εδώ έχουμε την μέθοδο που βασίζεται σε λογιστικά μεγέθη (π.χ. καθαρά κέρδη πωλήσεις, ταμειακές ροές κ.α.) και συγκρίνοντας αυτά πριν και μετά την συμφωνία. Την μέθοδο μη κανονικών αποδόσεων (event study analysis ή abnormal returns methodology) η οποία παρατηρεί τις μετοχικές αποδόσεις στόχου και αγοραστή βασισμένη στην θεωρία των αποτελεσματικών αγορών όπου οι επενδυτές θα εκτιμήσουν σωστά τις πληροφορίες που υπάρχουν στην αγορά κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας και η τιμή των μετοχών αγοραστή και στόχου θα βασίζεται μόνο σε αυτές. Επίσης, ανάλογα άλλες παραμέτρους που μελετάνε ως μεταβλητές στις αναλύσεις τους (π.χ. μέγεθος, είδος επιχειρήσεις, τρόπος πληρωμής κ.α.) φτάνουν σε συμπεράσματα για την αξία των συμφωνιών που πολλές φορές έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους, στο αν τελικά δημιουργήθηκε ή καταστράφηκε αξία μετά την συμφωνία, αλλά και για το ποιος κερδίζει περισσότερο (αγοραστής ή στόχος) σε όρους μετοχικών αποδόσεων.

Ενδεικτικά οι Franks et.al το 1989 σε έρευνα στις Η.Π.Α και στο Ηνωμένο Βασίλειο σε βραχυχρόνια περίοδο έδειξαν ότι οι αποδόσεις των αγοραζόμενων ήταν θετικές σε αντίθεση με τις αποδόσεις των αγοραστών που ήταν αρνητικές. Οι Oler, et.al το 2008 έφτασαν σε ένα αποτέλεσμα το οποίο έδειχνε ότι βραχυχρόνια υπάρχουν πιο θετικά αποτελέσματα για οριζόντιες συμφωνίες στις αποδόσεις των συμμετεχόντων από ότι σε μακροχρόνια περίοδο. Ακόμη, οι Draper and Paudyal (2006) έδειξαν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών εξαρτώνται από το εάν η εταιρία στόχος είναι *δημόσια* (εισηγμένη στο χρηματιστήριο) ή *ιδιωτική*.

Έτσι συμπεράναν ότι, «οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων κερδίζουν και οι αγοραστές εισηγμένων στόχων υφίστανται ζημία». Πιο συγκεκριμένα, το κέρδος που εισπράττουν οι πρώτοι είναι περίπου στο 2,19%, ενώ η μείωση της απόδοσης των αγοραστριών εταιρειών στην δεύτερη περίπτωση είναι -0,4%. Βασικοί λόγοι πίσω από αυτό είναι η ικανότητα διαπραγματεύσεως και τα κίνητρα των μετόχων-διαχειριστών της εταιρίας που κάνει την προσφορά. Τα στελέχη της αγοράστριας επιχείρησης θα προβούν σε μια συμφωνία εξαγοράς/συγχώνευσης ώστε να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης τους, με αποτέλεσμα να πληρώνουν μεγάλα ασφάλιστρα για εταιρείες στόχους με 'κύρος' στην αγορά, σε αντίθεση με μια μικρότερη ιδιωτική εταιρία. Αυτό το μεγάλο premium, έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του πλούτο των μετόχων και σε επακόλουθη μείωση της απόδοσής της. Όσον αφορά την διαπραγματευτική ικανότητα οι ιδιωτικές επιχειρήσεις στόχοι δεν έχουν μεγάλο διαμερισμό των μετοχών τους, με αποτέλεσμα όταν τους έρθει μια πρόταση για εξαγορά να έχουν μια μεγαλύτερη διαπραγματευτική ικανότητα. Σε αντίθεση με δημόσια επιχείρηση, όπου κατέχουν πολλοί κομμάτια μετοχών και ίσως να έχουν χωριστεί σε ομάδες που η κάθε μια να έχει διαφορετική άποψη για την αποδοχή ή όχι μιας συμφωνίας εξαγοράς/συγχώνευσης. Επίσης, σύμφωνα με τους Renneboog and Vansteenkiste (2019) οι δημόσιες συμφωνίες είναι ως συνήθως εχθρικές αφού ο αγοραστής έχει την δυνατότητα να κάνει προσφορά κατευθείαν στους μετόχους και να παρακάμψει την διοίκηση. Τέλος, φαίνεται έπειτα από το 2009 και την χρηματοπιστωτική κρίση στην Αμερική ότι η τάση για αγοραστές δημόσιων συμφωνιών δημιουργούν θετική απόδοση για πρώτη φορά, με την απόδοση να κυμαίνεται σε όρος μη κανονικών αποδόσεων στο 1,05% (Alexandridis et.al. 2016). Επιπλέον, φαίνεται ότι κατά τα χρόνια 1990 έως και 2000 οι συμφωνίες εξαγορών/συγχωνεύσεων παρουσίαζαν αρνητικές ή πολύ κοντά στο μηδέν αποδόσεις, κάτι που αλλάζει με την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-9 που όπως φαίνεται την πενταετία 2010-2015 μετά την κρίση και την δημιουργία αυστηρότερου νομοθετικού πλαισίου για την προστασία των μετόχων, φαίνεται να υπάρχει θετική απόδοση στις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών. Αυτό βασίζεται στην αύξηση των συνεργατικών οφελών που μπορεί να βασίζονται στην εξοικονόμηση πόρων και εξάλειψη διπλών λειτουργιών, στην δημιουργία οικονομικών κλίμακας με σκοπό να μειώσουν τα κόστη παραγωγής και στην λήψη νέας γνώσης πάνω σε νέες τεχνολογίες με αποτέλεσμα να αυξάνουν την κερδοφορία, την ισχύ στην αγορά και των πλούτο των μετόχων (Alexandridis et.al. 2016).

Έτσι, στην παρούσα εργασία θα μας απασχολήσει το κομμάτι της αξίας από τις συμφωνίες με την μέτρηση τους σε όρους μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών επιχειρήσεων σε ένα σύντομο χρονικό διάστημα (βραχυχρόνιο) ανάλογα με τον τρόπο την στρατηγικής ολοκλήρωσης (κάθετη ή οριζόντια).

### 2.2.2 Βραχυχρόνια Αποτελέσματα.

Αρχικά θα αναλυθούν οι βιβλιογραφικές έρευνες για μια περίοδο πολύ κοντά στην περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση για μια συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η σημαντικότητα της βραχυχρόνιας ανάλυσης βασίζεται στο ότι σε σύντομο χρονικό διάστημα πριν την ανακοίνωση οι αποδόσεις βασίζονται σε πληροφορίες που μπορεί να έχουν διαρρεύσει ενώ λίγο αργότερα από την ημερομηνία ανακοίνωσης, οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις θα αντιπροσωπεύουν τυχόν καθυστερήσεις ή λανθασμένες αντιδράσεις των επενδυτών που θα προσπαθήσουν να τις διορθώσουν και να εκλάβουν όλη την πληροφόρηση σε σύντομο χρονικό διάστημα. (Golubov et.al. 2012)

Αναλυτικότερα, σε έρευνα των Fan and Goyal (2006) που ανέλυσαν μια μεγάλη περίοδο συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αμερικάνικη αγορά την περίοδο 1962-1996 στην οποία διαδραματίστηκαν πολλά κύματα εξαγορών, συμπέραναν ότι, σε όλη την διάρκεια αυτή το μεγαλύτερο μέρος των στρατηγικών ήταν κάθετες εξαγορές, με την περίοδο 1980 έως 1990 να υπάρχουν πολλές ευκαιρίες για τέτοιες εξαγορές σε σχέση με την δεκαετία 1960-70. Πιο συγκεκριμένα, συμφωνίες σε όρους μη κανονικών αποδόσεων σε event window (-1,1) και (-10,10) για όλο το δείγμα ανεξάρτητα στο είδος της ολοκληρώσεως έδειξαν ότι υπάρχουν θετικές αποδόσεις για τον αγοραστή, κάτι που δείχνει ότι οι στρατηγικές Σ&Ε δημιουργούν θετική αξία. Επίσης, για τα ίδια event windows έδειξε ότι οι κάθετες ολοκληρώσεις προσφέρουν μεγαλύτερη συνολική αξία από άλλες στρατηγικές (π.χ. οριζόντιες) με την απόδοση να είναι θετική και στατιστικά σημαντική για κάθε περίοδο ανάλυσης. Επιπροσθέτως, παρατηρήσαν ότι στις ασυσχέτιστες Σ&Ε υπήρχε μικρότερη απόδοση σε σχέση με τις άλλες με την απόδοση να βρίσκεται κοντά στο 1,4%. Όλα αυτά δείχνουν η κάθετη ολοκλήρωση προφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις για την αγοράστρια εταιρία σε σχέση με άλλες συμφωνίες, με αποτέλεσμα να μην είναι καθόλου τυχαίο ότι σε τόσο μεγάλη περίοδο υπάρχει κλίση για κάθετες ολοκληρώσεις και ούτε ότι αυτά τα κύματα βασίζονται σε έναν ή δύο κλάδους, αλλά δείχνουν μια ξεκάθαρη τάση της αγοράς για προτίμηση τέτοιων στρατηγικών.

Σε έρευνα των Gross and Lindstädt (2006) εξέτασαν πως επηρεάζονται οι μη αποδόσεις των εταιρειών της αμερικάνικης και ευρωπαϊκής αγοράς που εισέρχονται σε μια συμφωνία εξαγοράς με βάση την ολοκλήρωση και το κλάδο που ανήκουν σε ένα διάστημα 4 ημερών κοντά στην περίοδο ανακοίνωσης (-2,1). Οι κλάδοι που αναλύθηκαν ήταν αρκετοί και μέσα σε αυτούς είχαν τα μέσα μαζικής ενημέρωσης (MME), οι τηλεπικοινωνίες, χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και εταιρείες με φαρμακευτικά προϊόντα και αφορούσαν συμφωνίες κάθετης και οριζόντιας ολοκλήρωσης. Για τις εταιρίες του κλάδου των MME τα αποτελέσματα ήταν θετικά για τις αγοράστριες επιχειρήσεις με τις κάθετες να είναι στο 5% και τις οριζόντιες στο 2,7%, κάτι που δείχνει ότι οι επενδυτές μεταφράζουν πιο αποδοτικά την συνέργεια στις κάθετες συμφωνίες σε αυτό το κλάδο. Στο κλάδο των τηλεπικοινωνιών οι αποδόσεις των συμφωνιών είναι πολύ κοντά με

3% και 2,6% για οριζόντια και κάθετη ολοκλήρωση αντίστοιχα. Στον χρηματοοικονομικό τομέα, η έρευνα έδειξε αρνητική απόδοση σε οριζόντιες εξαγορές/συγχωνεύσεις και θετική απόδοση για τις κάθετες κάτι που δείχνει ότι επενδυτές δε θεωρούν καλό σημάδι να εξαγοράζονται ανταγωνιστικές επιχειρήσεις σε αυτό τον κλάδο. Τέλος, για επιχειρήσεις στον φαρμακευτικό τομέα οι επενδυτές φαίνονται ουδέτεροι σε μια ανακοίνωση κάθετης ολοκλήρωσης αλλά αποτιμούν αρνητικά μια οριζόντια συμφωνία με τις αποδόσεις να είναι στο -1,5% για τις αγοράστριες εταιρίες.

Έπειτα, σε έρευνα των Kedia et.al (2011) που έδειξαν ότι οι κάθετες συγχωνεύσεις σε μη ανταγωνιστικές αγορές (μονοπώλια, ολιγοπώλια) δημιουργούν θετική αξία σε όρους μη κανονικών αποδόσεων και μεγαλύτερη από άλλων ειδών συγχωνεύσεων και ανταγωνιστικών αγορών. Ο λόγος γι' αυτό το αποτέλεσμα, σε ένα δείγμα ανάμεσα στο 1979 έως το 2002, ήταν ότι σε μη ανταγωνίστηκα περιβάλλοντα, όπως σε ένα ολιγοπώλιο όταν πραγματοποιηθεί μια κάθετη συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης προς τα πίσω (δηλαδή προμηθευτή), οι ανταγωνιστές θα επηρεαστούν από αυτή την συμφωνία μέσω της αύξησης των τιμών των πρώτων υλών, με αποτέλεσμα ο αγοραστής και ο στόχος της συμφωνίας θα πρέπει να έχουν κυρίαρχο ρόλο στον κλάδο ώστε να μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές να πραγματοποιούν αυξημένα έσοδα, ενώ οι υπόλοιποι ανταγωνιστές που αποκλείστηκαν από την συμφωνία και επηρεάζονται τα κόστη τους, να έχουν ζημίες και αρνητική απόδοση όταν ανακοινώνεται η συμφωνία, κάτι που στις οριζόντιες εξαγορές δεν φαίνεται να ισχύει.

Επίσης, συμπέραναν ότι ένας τρόπος που φαίνεται ότι η κάθετη ολοκλήρωση δημιουργεί συνολική θετική αξία είναι όταν μια εταιρία θέλει να επενδύσει σε πάγια στοιχεία ενεργητικού (αποθέματα) που είναι εξειδικευμένα και υψηλής τεχνολογίας (microchips). Έτσι, θα προτιμήσει να προβεί σε μια κάθετη εξαγορά ώστε να κατέχει αυτά τα στοιχεία μέσω κάποιας εταιρίας στόχου με σκοπό να μειώνεται ο χρόνος προμήθειας και η ανεπάρκειες που ίσως υπάρχουν. Τα αποτελέσματα σε event window (-1,1) για τέτοιου είδους κάθετες συγχωνεύσεις είναι περίπου στο 4% μεγαλύτερα από τις άλλες συγχωνεύσεις και για τους δυο συμβαλλόμενους (αγοραστής-στόχος).

Ακόμη, ήλεγξαν τον ρόλο της ασύμμετρης πληροφόρησης καταλήγοντας στο γεγονός ότι στις κάθετες συμφωνίες δεν δείχνει να έχει σημαντικό ρόλο στις συνολικές αποδόσεις. Σε αντίθεση με τις οριζόντιες ολοκληρώσεις όπου η ασυμμετρία προσδίδει υψηλότερες αποδόσεις στους συμβαλλόμενους.

Επίσης, είδαν ότι ο παράγοντας γεωγραφική απόσταση αγοραστή στόχου δεν επηρεάζει καθόλου τις αποδόσεις σε μια κάθετη συμφωνία σε αντίθεση με την θετική απόδοση που παρουσίασαν οι οριζόντιες συμφωνίες.

Επόμενη έρευνα που είναι σημαντική να αναφερθεί είναι αυτή του 2012 των Schijven and Hitt οι οποίοι βασισμένοι στην κλασική χρηματοοικονομική θεωρία με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αλλά και την βοήθεια της

συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, δηλαδή την επιστήμη που εντάσσει μέσα της και την ψυχολογία του επενδυτή και μειώνει την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή, προέβησαν σε κάποια αποτελέσματα για τις μη κανονικές αποδόσεις που κέρδισαν οι αγοραστές στην Αμερική την περίοδο 1990 έως 2004 σε 3 διαφορετικά event windows (-1,1) (-2,2) και (-3,3) που βασίζονται στην αντίδραση των επενδυτών όταν ανακοινώνεται μια εξαγορά. Οι τρεις πυλώνες αυτής της έρευνας είναι οι εξής: ο πρώτος είναι ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και οι άλλοι δυο είναι ότι οι επενδυτές βασίζονται στο ποσό εξαγοράς - ασφάλιστρο (premium) και ότι αντλούν δημόσιες πληροφορίες για να καταλάβουν και να αξιολογήσουν την κίνηση της αγοράστριας εταιρίας.

Έτσι έχουμε το επιχείρημα «ότι οι αντιλήψεις των επενδυτών για τις δυνατότητες δημιουργίας αξίας των εξαγορών διαμορφώνονται, σε σημαντικό βαθμό, από τις αντιλήψεις της διοίκησης» και όχι μόνο από τις διαθέσιμες πληροφορίες που έχει το κοινό (αποτελεσματική αγορά). Ο λόγος αυτού, όπως εξηγείται και στην έρευνα, είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση, δηλαδή ότι τα στελέχη των εταιρειών κατέχουν περισσότερες και πιο γρήγορα ανανεωμένες πληροφορίες από τους επενδυτές με αποτέλεσμα να αναζητούν «σήματα» όπως το premium το οποίο είναι η «συνολική αντίληψη της διοίκησης για τις δυνατότητες συνέργειας μιας συμφωνίας» (Hayward and Hambrick, 1997). Όμως, για την χρηματοοικονομική το υψηλότερο premium μειώνει την αξία που θα δημιουργήσει η εξαγορά. Η συμπεριφορική αντιθέτως, δεν θεωρεί πάντα ότι επιδρά αρνητικά διότι μπορεί να είναι μια απόφαση της διοίκησης η οποία θεωρεί ότι το κέρδος της στρατηγικής θα υπερκαλύψει το κόστος της, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να στρέφονται και σε άλλες δημόσιες πληροφορίες με σκοπό να διαμορφώσουν την απόφασή τους και να αξιολογήσουν σωστά την επικείμενη εξαγορά και την αξία που θα δημιουργήσει ή θα καταστρέψει αυτή η στρατηγική έτσι ώστε να μειώσουν την έλλειψη πληροφοριών για την συμφωνία.

Κάποιες από αυτές τις δημόσιες πληροφορίες που αναζητάνε οι επενδυτές ερευνήθηκαν και αξιολογήθηκαν ως προς την σημαντικότητά τους από τους Schijven and Hitt (2012) και παρατίθενται παρακάτω. Αρχικά, αναλύθηκε το κομμάτι της ομοιότητας του κλάδου δηλαδή στο κατά πόσο οι λειτουργίες αγοραστική και στόχου συνδέονται μεταξύ τους κάτι που έδειξε ότι όσο μεγαλύτερη η ομοιότητα τόσο θα αυξηθεί και αξία της συμφωνίας. Επίσης, σημαντικό ρόλο παίζει για τους επενδυτές ο τρόπος πληρωμής της στρατηγικής αν θα γίνει με μετρητά ή μετοχές. Τα συμπεράσματα ήταν ότι, όταν γίνεται εξαγορά με μετοχές είναι αρνητικό σημάδι για τους επενδυτές διότι ως συνήθως οι μετοχές της αγοράστριας είναι υπερτιμημένες σε αντίθεση με το αν γίνει με μετρητά που δεν υπάρχει ο κίνδυνος της πτώσης της τιμής της μετοχής ώστε να έρθει σε τιμή ισορροπίας. Ακόμη, οι επενδυτές βλέπουν το κατά πόσο υπάρχει συμμετοχή κάποιων εξωτερικών συμβούλων στην συμφωνία, όπως μια τράπεζα, που αυτό συνεπάγεται με μια αμοιβή, αν τελικά πραγματοποιηθεί η συμφωνία και ως συνήθως σε ποσοστό του ποσού της εξαγοράς. Έτσι, οι επενδυτές το εκλαμβάνουν σαν αρνητικό σημάδι και μειώνεται η εμπιστοσύνη τους προς την

αγοράστρια επιχείρηση. Επιπροσθέτως, σημαντικό ρόλο δείχνει να έχει και η αμυντική τακτική (όπως εξηγηθήκαν οι λειτουργίες παραπάνω) που μπορεί να έχει η εταιρία στόχος, κάτι που σηματοδοτεί ότι «είναι λιγότερο αξιόπιστη σε σύγκριση με ένα σενάριο στο οποίο είτε η διοίκηση του στόχου είτε οι μέτοχοι διαπραγματεύονται ανοιχτά με τον αγοραστή», κάτι που μειώνει την αξία της συμφωνίας. Στη συνέχεια, αναλύθηκε ο ρόλος της τρέχουσας απόδοσης και της κεφαλαιακής δομής της αγοράστριας επιχείρησης. Για την τρέχουσα απόδοση, το σήμα είναι αρνητικό για μια εταιρία όπου έχει καλή τρέχουσα απόδοση και αυτό διότι οι διαχειριστές της ίσως έχουν το αίσθημα της ύβρης και την δημιουργία «αυτοκρατοριών» με αποτέλεσμα να εμπλέκονται τελικά σε συμφωνίες που θα καταστρέψουν την συνολική αξία της στρατηγικής. Σχετικά με την κεφαλαιακή δομή, η έρευνα έδειξε ότι ένας υψηλός δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια είναι ένα καλό σημάδι για το επενδυτικό κοινό και ο λόγος είναι ότι η διοίκηση έχοντας περιορισμούς στα κεφάλαια της δεν θα ήθελε με τίποτα να τα θέσει σε κίνδυνο σε μια στρατηγική που δεν θα της πρόσθετε αξία. Τέλος, η έρευνα σε μακροχρόνια περίοδο δηλαδή σε event window (-30,331) κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς όπου ενέχεται να έχει καθυστερημένες κινήσεις επενδυτών, έδειξε ότι μια εξαγοράζουσα επιχείρηση η οποία έχει κάνει και στο παρελθόν και άλλες προσφορές εξαγορών έχει μια σχετική εμπειρία την οποία οι επενδυτές μόνο θετικά μπορούν να την εκλάβουν.

Επίσης, οι Fich et.al (2018) ανέλυσαν ένα δείγμα εξαγορών και συγχωνεύσεων την περίοδο 1995 έως 2010 στις Η.Π.Α ώστε να σκιαγραφήσουν τα χαρακτηριστικά που δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους αγοραστής σε μεγάλο βαθμό, βασισμένοι στις βραχυχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις σε όρους δολαρίων. Αναλυτικότερα, ήθελαν να δείξουν πως κυμαίνονται οι ακραίες διαφορές στις αξίες του αγοραστή. Σαν μεγάλη αξία (κέρδος ή απώλεια) έθεσαν το ελάχιστο όριο των 500 εκατομμυρίων δολαρίων που εμφανίζουν οι μη κανονικές αποδόσεις. Η περίοδος αυτή όπως αναφέρουν και οι ίδιοι, επιλέχτηκε ώστε να εμφανιστούν κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων σε περιόδους οικονομικής συρρίκνωσης (κρίσεις-φούσκες) αλλά και οικονομικής άνθησης, με σκοπό να αξιολογηθούν αυτά τα γεγονότα στο κατά πόσο επηρεάζουν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Έτσι, κατέληξαν ότι σε αυτή την περίοδο τα κύματα αυτά ανεξάρτητα αν υπήρχε οικονομική άνθηση ή ύφεση υπήρχαν συμφωνίες μεγάλων κερδών αλλά και ζημιών, με αποτέλεσμα να δείξουν ότι η ζημία ή το κέρδος δεν εξαρτάται από την εικόνα της οικονομίας αλλά από την *ικανότητα* των αγοραστών να κλείσουν μια επικερδή συμφωνία γι' αυτούς.

Αρχικά, έδειξαν ότι το μέγεθος του υπερτιμήματος (premium) της εξαγοράς επηρεάζει την απόδοσή του αγοραστή, με το συμπέρασμα να είναι διαφορετικό από αυτό που έχουμε συνηθίσει. Αναλυτικότερα, συμπέραναν ότι σε πολλές περιπτώσεις η υπερβολική πληρωμή premium επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις του αγοραστή. Η εξήγηση που έδωσαν ήταν ότι αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι τα συνεργατικά οφέλη που δημιουργεί η συμφωνία και για τους δυο συμβαλλόμενους αλλά και η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (περιουσία

επιχείρησης) υπερκαλύπτουν το μεγάλο premium που δίνεται γι' αυτή. Ωστόσο, δεν παύει να ισχύει ότι σε μια υπερβολική πληρωμή υπερτιμήματος για έναν στόχο που είναι υπερτιμημένος η αγορά θα πράξει ορθολογικά και η συνδυασμένη απόδοση αγοραστή στόχου θα έχει καθοδική πορεία.

Επίσης, ανέλυσαν την διαφορά στο είδος των συμφωνιών με βάση την ολοκλήρωση (κάθετη, οριζόντια). Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι, οι αποδόσεις σε περίοδο παρακολούθησης (-1,1) σε κάθετες συμφωνίες δείχνουν πιο θετική τάση από ότι στις οριζόντιες και για τα δυο μέρη της συμφωνίας. Ο βασικός λόγος γι' αυτό το συμπέρασμα είναι ότι, τα οφέλη της συνέργειας που δημιουργεί αυτό του είδους η ολοκλήρωση έχουν μεγάλο αντίκτυπο για τους συμβαλλόμενους με αποτέλεσμα να δημιουργεί μεγάλα κέρδη για τους αγοραστές αλλά και για την συνδυασμένη επιχείρηση. Η μόνη παρατήρηση σε αυτό ήταν ότι θα πρέπει αγοραστής και στόχος να έχουν μεγάλη αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση όσο αφορά τις συναλλαγές τους στο κομμάτι της εφοδιαστικής αλυσίδας (είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω).

Όμως, δυο κοινά συμπεράσματα με την υπόλοιπη βιβλιογραφία που έχουμε μελετήσει ήταν, πρώτων ότι οι συμφωνίες που απέφεραν μεγάλα κέρδη για τους αγοραστές ήταν αυτές που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά και όχι με ανταλλαγή μετοχών. Όπως παρατήρησαν και αυτοί, ο τελευταίος τρόπος μειώνει την απόδοση και δημιουργεί μεγάλες ζημιές. Ο λόγος γι' αυτό ήταν ότι, ως συνήθως όταν γίνεται ανταλλαγή μετοχών για την πραγματοποίηση της συμφωνίας οι μετοχές είναι υπερτιμημένες με αποτέλεσμα στην ανακοίνωση της εξαγοράς η αγορά να αντιδράει αρνητικά. Δεύτερον, μεγάλα κέρδη αποκομίζουν και οι αγοραστές που έχουν ως στόχο ιδιωτικές εταιρείες και όχι δημόσιες.

Τέλος, είδαν ότι ανάλογα με τον κλάδο υπάρχει και διαφορά στον αντίκτυπο του μεγέθους των αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα, συμπέραναν ότι σε κλάδους όπως της τεχνολογίας και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι πιο πιθανό τα αποτελέσματα να έχουν μεγάλες διακυμάνσεις, από ότι σε κλάδους όπως υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και διαρκή αγαθών. Κάτι που συμπίπτει και με το μέγεθος της αποτίμησης του κάθε κλάδου.

Ακόμη, σε έρευνα των Frésard et.al (2020) εξέτασαν την σημασία της καινοτομίας για τις επιχειρήσεις και την σχέση της με τις κάθετες και οριζόντιες συγχωνεύσεις σε ένα δείγμα εξαγορών και συγχωνεύσεων από το 1990 έως το 2013. Η έρευνα έγινε με βάση την ανάλυση κειμένου προϊόντων και έδειξε τους λόγους που οι επιχειρήσεις προτιμούν την καθετοποίηση σε περιβάλλον με υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας περιουσιακά στοιχεία, τα οποία προστατεύονται από διπλώματα ευρεσιτεχνίας.

Πιο συγκεκριμένα, χώρισαν τις επιχειρήσεις σε δύο μέρη. Σε εκείνες που έχουν μη πραγματοποιημένη καινοτομία δηλαδή δεν έχουν ακόμα εξελίξει πλήρως την καινοτόμα ιδέα και βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο έρευνα και ανάπτυξης της με αποτέλεσμα να μην την έχουν 'πατεντάρει' ακόμα και σε αυτές που οι ιδέες

τους και τα προϊόντα προστατεύονται από διπλώματα ευρεσιτεχνίας, δηλαδή έχουν πραγματοποιημένη καινοτομία. Έτσι, έκαναν την βασική τους υπόθεση ότι είναι πιο πιθανή η εξαγορά όταν ο στόχος έχει τελειοποιήσει και κατοχυρώσει την καινοτομία από το να μην την έχει κατοχυρώσει και βρίσκεται ακόμα σε στάδια ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα στα οποία προέβησαν αφορούσαν συμφωνίες τουλάχιστον 5 εκατ. US\$ και επαλήθευσαν την υπόθεση που είχαν κάνει.

Αναλυτικότερα, ένας από τους βασικούς λόγους αυτής της προτίμησης είναι ότι όταν μια επιχείρηση βρίσκεται σε στάδια ανάπτυξης θα προτιμήσει να κατέχει τον έλεγχο της επιχείρησης ώστε να ελέγχει πλήρως την παραγωγή ενός καινοτόμου προϊόντος, διότι σε μια εξαγορά εκτός ότι θα χαθεί ο έλεγχος της παραγωγής υπάρχει και ο φόβος φυγής του εξειδικευμένου προσωπικού που θα πάρει μαζί και τις ιδέες του (ανθρώπινο κεφάλαιο) (Hart and Moore 1994) που θα έχει ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση αλλά και ίσως την οριστική αναβολή της παραγωγής, κάτι που αφορά και τον αγοραστή όσο αφορά το ρίσκο που θα πάρει από την συμφωνία. Στην άλλη περίπτωση όμως, που η επιχείρηση έχει καινοτομήσει και κατέχει και τα νομικά δικαιώματα του προϊόντος (πατέντα) τότε η πιθανότητα να γίνει στόχος αλλά και να δεχτεί μια συμφωνία εξαγοράς είναι πολύ μεγάλη. Ο λόγος είναι η μείωση-εξάλειψη της ενδεχόμενης καθυστέρησης της παραγωγής αλλά και της συνολικής θετικής απόδοσης που θα έχουν αγοραστής και εταιρία στόχος, όπως και ότι ο αγοραστής θα κατέχει περιουσιακά στοιχεία για να προβεί σε εξειδικευμένες επενδύσεις.

Το γεγονός αυτό δείχνει μια αλλαγή στα συμφέροντα της επιχείρησης στόχου αφού έχει πατεντάρει το προϊόν ενδιαφέρεται περισσότερο για την εμπορευματοποίηση της ιδέας από το να την αναπτύξει κι άλλο. Έτσι ήθελαν να ερευνήσουν τα κίνητρα αυτής, ότι ίσως οι στόχοι μπαίνουν στην διαδικασία για έρευνα και ανάπτυξη με σκοπό την δημιουργία καινοτόμων προϊόντων με διπλώματα ώστε να προσελκύσουν υψηλότερο τίμημα αγοράς κάτι όμως που έδειξε ασήμαντα αποτελέσματα. Αυτό που βρήκαν ήταν αρχικά ότι οι πατέντες αυξάνονται πολύ κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης εξαγοράς και όχι πιο πριν. Δεύτερον, ότι μετά από την συμφωνία παρατήρησαν μείωση της έντασης της έρευνας αφού υπάρχει φθίνουσα οριακή αξία για περαιτέρω καινοτομία αλλά αυξανόμενη αξία για την εμπορευματοποίηση της και δημιουργία νέων προϊόντων.

Τέλος, παρατήρησαν πως συμπεριφέρονται οι μη κανονικές αποδόσεις για τις συνδυασμένες επιχειρήσεις σε 2 event windows. Το πρώτο ήταν την ημέρα της ανακοίνωσης (0) και το δεύτερο σε διάστημα 3 ημερών δηλαδή (-1,1). Τα αποτελέσματα ήταν θετικά και βρισκόταν στο 0,61% την ημέρα της ανακοίνωσης και στο 0,94% για event window (-1,1) για κάθετες συμφωνίες και στο 0,49 και 0,79% για οριζόντιες για τα ίδια event window αντίστοιχα. Κάτι που δείχνει ελαφρώς καλύτερες αποδόσεις για εταιρείες που καθετοποιούνται όταν κατέχουν διπλώματα ευρεσιτεχνίας.



**Πίνακας 1.** Συγκεντρωτικός πίνακας βραχυχρόνιας ανάλυσης.

Μελέτη	Περίοδος, Χώρα	Υπόδειγμα	Event windows	Vertical CAR	Horizontal CAR
Fan and Goyal (2006)	1962-1996 Η.Π.Α	Μη κανονικές αποδόσεις	(-10,10)	4,2%	3,3%
Gross and Lindstädt (2006)	1998-2001 Η.Π.Α Ευρώπη	Μη κανονικές αποδόσεις	(-2,1)	5% (MME)	2,7% (MME)
Simi Kedia et.al (2011)	1979-2002 Η.Π.Α	Μη κανονικές αποδόσεις	(-1,1)	2,6%	1,3%
Frésard et.al (2020)	1990-2013 Η.Π.Α	Μη κανονικές αποδόσεις	(0) (-1,1)	0,61% 0,94%	0,49 0,79%

### 2.2.3. Μακροχρόνια Αποτελέσματα και άλλοι παράγοντες επηρεασμού των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Αν και η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται με τις βραχυχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις σε αυτό το κομμάτι θα γίνει μια μικρή βιβλιογραφική αναφορά στις αντίστοιχες μακροχρόνιες αποδόσεις των αγοραστών στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, αλλά και σε άλλους παράγοντες που επηρεάζουν αυτό το εταιρικό γεγονός.

Ο βασικός λόγος μέτρησης μακροχρόνιων αποδόσεων από την ακαδημαϊκή κοινότητα είναι ότι πολλές φορές οι βραχυπρόθεσμες μετρήσεις δεν μπορούν να είναι ένα στοιχείο ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού λόγω μεροληψιών που τις διακατέχουν. Όπως η υπερεκτίμηση κάποιων στοιχείων, η δημιουργία συνεργειών που έπειτα η αγορά αναιρεί και προσπαθεί να την διορθώσει σε χρονικό ορίζοντα πάνω από 1 έτος, αλλά και ότι δεν υπάρχει αρκετός χρόνος για μέτρηση και έλεγχο για το αν υπάρχει τελικά αξία από την συμφωνία εντός και εκτός των επιχειρήσεων για την περίοδο μετά την ανακοίνωση και την επίτευξη της συμφωνίας. Έτσι, οι ερευνητές ελέγχουν τις μακροπρόθεσμες

αποδόσεις ώστε να αξιολογήσουν καλύτερα την επιτυχία και την τυχόν δημιουργία αξίας των συμφωνιών. (Renneboog and Vansteenkiste 2019)

Αναλυτικότερα, στην έρευνα του Colangelo (1995) η οποία αφορούσε τις προληπτικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, αναφέρει ότι ο κύριος λόγος μιας κάθετης ολοκλήρωσης είναι «η πρόληψη της απειλής μιας επιζήμιας οριζόντιας ολοκλήρωσης». Έτσι, σύμφωνα με κάποιες μελέτες η κάθετη ολοκλήρωση παρουσιάζει συνολικά οφέλη μεγαλύτερα από την οριζόντια και πραγματοποιείται πιο συχνά. Μόνο σε κάποιες ειδικές περιπτώσεις μπορεί να ισχύει το αντίθετο αλλά και πάλι κυρίαρχη θέση σε τέτοιες συγχωνεύσεις έχει η κάθετη ολοκλήρωση.

Αυτό σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποιήθηκε παρατηρείται ότι όταν υπάρχει μια επιχείρηση **A** για παραγωγή πρώτων υλών (δηλαδή εταιρία που είναι στο προηγούμενο στάδιο μιας εφοδιαστικής αλυσίδας) και υπάρχουν δύο ξεχωριστές εταιρείες **B,Γ** επόμενου σταδίου της αλυσίδας που τις προμηθεύει, αν η επιχείρηση **A** δεν έχει άμεσο κέρδος από μια καθετή συγχώνευση θα προτιμήσει να προβεί σε αυτή και με μεγαλύτερο τίμημα ώστε να αποφύγει μια ενδεχόμενη οριζόντια ολοκλήρωση των δύο αυτών εταιρειών και αυτό διότι «η ζημία της ως μη καθετοποιημένης επιχείρησης μετά από οριζόντια ολοκλήρωση θα ήταν υψηλότερη από το κόστος της κάθετης ολοκλήρωσης».

Όμως, η περίπτωση στην οποία παρατηρείται ότι η οριζόντια προτιμάται από την κάθετη ολοκλήρωση είναι η συνθήκη όπου έχουμε δυο εταιρείες προηγούμενου σταδίου που παράγουν τέλεια υποκατάστατα προϊόντα και δύο επόμενου. Τότε, η οριζόντια συγχώνευση είναι πιο συχνή και στα δυο στάδια από μια κάθετη «δεδομένου ότι είναι πιο ικανές να εκμεταλλευτούν τις τιμές». Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών, κάτι που σημαίνει ότι η επιχείρηση θα κερδίσει ενώ ο καταναλωτής θα χάσει.

Όλα τα παραπάνω συμπεράσματα της έρευνας ισχύουν και με μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων, διότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των εταιρειών τόσο αυξάνεται και η ανάγκη για προληπτικές αντιδράσεις κάθετων συγχωνεύσεων ώστε να προλάβουν τις τυχόν οριζόντιες ολοκληρώσεις που θα προβούν οι μεγάλοι παίκτες του ανταγωνισμού.

Στην συνέχεια, με βάση το Kannan and Ramaswamy το 1997 πάνω στις οριζόντιες συγχωνεύσεις στο τραπεζικό τομέα των Η.Π.Α. την περίοδο 1984 έως 1990 ήρθε για να δείξει ότι οι ομοιότητες στην στρατηγική των συμμετεχόντων (αγοραστής-στόχος) της συμφωνίας παίζει σημαντικό ρόλο ώστε αυτή να φέρει θετική απόδοση στα μέλη της συμφωνίας αφού ολοκληρωθεί. Ως ομοιότητες στην στρατηγική έθεσε να έχουν κοινά στοιχεία στην διαχείριση του κινδύνου, στους τρόπους μάρκετινγκ, στην διαχείριση των στελεχών και στο μείγμα των πελατών που εξυπηρετούν. Έτσι, αν υπάρχουν αυτές οι ομοιότητες, η συνέργεια σε μια οριζόντια ολοκλήρωση ώστε να αποφευχθούν μελλοντικές συγκρούσεις της διοίκησης, θα φέρει θετικές αποδόσεις. Όμως, σε μια κάθετη ολοκλήρωση αυτές οι διαφορές πολλές φορές είναι αυτές που θέλουν οι αγοραστές

ώστε να μπορέσουν να αποκτήσουν γνώσεις για επιχειρηματικά κομμάτια και στρατηγικές που αφορούν επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους. (Harrison et.al., 1991).

Επίσης, οι Oler et.al.(2008) θέλησαν να μελετήσουν τις *μακροχρόνιες αποδόσεις των αγοραστών* από μια συμφωνία εξαγοράς. Ο λόγος για την μακροχρόνια έρευνα ήταν ότι θεωρήσαν ότι οι επιπτώσεις από ένα τόσο σημαντικό και πολύπλοκο θέμα για μια επιχείρηση με το οποίο αλλάζει τα δομικά συστατικά της, είναι δύσκολο να παρατηρηθεί σωστά και να προβλεφθεί η αξία του από την αγορά σε ένα μικρό ορίζοντα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς, όπως κάνουν οι περισσότερες έρευνες αφού κάθε φορά θεωρείται ένα ξεχωριστό γεγονός. Έτσι, έφτασαν στο αποτέλεσμα «ότι η θετική αρχική αντίδραση της αγοράς σε μια ανακοίνωση εξαγοράς αντικρούεται από αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις μετά την εξαγορά, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αρχική απόκριση είναι εσφαλμένη και ότι το σφάλμα διορθώνεται αργότερα», με σκοπό να δείξουν ότι σε τέτοια σημαντικά γεγονότα όπως οι εξαγορές/συγχωνεύσεις, ο μικρός ορίζοντας εξέτασης μπορεί να θεωρηθεί παραπλανητικός για τα μελλοντικά αποτελέσματα.

Η ανάλυση βασίστηκε στην θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς και στα προβλήματα που αντιμετωπίζει στην σωστή αποτύπωση των πληροφοριών στις τιμές των μετοχών. Γι' αυτό ήθελαν να αναλύσουν τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών σε οριζόντιες συγχωνεύσεις σε ορίζοντα 3<sup>ωv</sup> ετών ώστε να μειώσουν τα σφάλματα, της ίσως αρχικής μετάφρασης της αγοράς για το αποτέλεσμα της συμφωνίας, ώστε να δώσουν σωστή εκτίμηση στις κατευθύνσεις των αποδόσεων των συμβαλλόμενων.

Τα αποτελέσματα στα οποία έφτασαν ήταν ότι οι οριζόντιες συμφωνίες έχουν βραχυχρόνια θετική απόδοση, αλλά σε μακροχρόνιο ορίζοντα οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές. Η εξήγηση αυτού του φαινομένου ήταν ότι γενικώς υπάρχει το κλίμα ότι οι οριζόντιες εξαγορές λόγω αύξησης του μεριδίου αγοράς θα επιφέρει αύξηση κερδών στον αγοραστή και αύξηση της τιμής της μετοχής. Έτσι η αρχική αντίδραση της αγοράς είναι θετική στο άκουσμα μια οριζόντιας συμφωνίας. Όμως, υπάρχει και η πιθανότητα τελικά τα συμβαλλόμενα μέρη να μην μπορούν να ωφεληθούν από μια τέτοια συμφωνία με αποτέλεσμα αυτή η υπεραντίδραση όπως αναφέρουν και οι συγγραφείς είναι μεροληπτική και βασίζεται σε ένα θετικό συναίσθημα για τέτοιου είδους συμφωνίες, με αποτέλεσμα η ίδια η αγορά θα διορθώσει αυτή την αντίδραση σε βάθος χρόνου με την εξέλιξη των γεγονότων και των νέων πληροφοριών μετά την συμφωνία, με αποτέλεσμα σε μακροχρόνιο ορίζοντα οι οριζόντιες συμφωνίες να διορθώνονται και να χάνουν αξία σε σχέση με τις μη οριζόντιες εξαγορές. Αυτό εξηγείται διότι μπορεί να βρεθούν επιχειρήσεις που να ολοκληρωθούν κάθετα και μέσω συνεργειών να έχουν καλύτερη απόδοση και στην αγορά αλλά και στην τιμή της μετοχής τους.

Επιπρόσθετα, σε έρευνα των Hoberg and Phillips (2010) σύγκριναν την απόφαση ενός αγοραστή σε μια εξαγορά/συγχώνευση στο να έρθει σε συμφωνία

με έναν στόχο που είναι παρόμοια επιχείρηση η οποία κατέχει συμπληρωματικά προϊόντα (κάθετη ολοκλήρωση) ώστε να κερδίσει από την δημιουργία συνεργειών και να αυξηθεί η απόδοση του, σε αντίθεση με το να έρθει σε συμφωνία με παρόμοιους ανταγωνιστές του κλάδου (οριζόντια ολοκλήρωση) και να κερδίσει από την μείωση του ανταγωνιστικού αντίκτυπου και την αύξηση της θέσης του εντός του κλάδου. Η ανάλυση τους βασίστηκε στην ανάλυση κειμένου (text-based analysis) δηλαδή ανάλυση βασισμένη στην περιγραφή των προϊόντων που προσφέρουν αγοραστής και στόχος, ώστε να μετρήσουν το κατά πόσο είναι όμοιες οι επιχειρήσεις, στο αν συμπληρώνουν η μια την άλλη στην γραμμή παραγωγής ή στην ομοιότητα τους με βάση τον κλάδο. Το συμπέρασμα τους ήταν ότι υπάρχει σχετική προτίμηση και πιο θετικές αποδόσεις για τον πρώτο τρόπο ολοκλήρωσης.

Αναλυτικότερα, αυτό το αποτέλεσμα το επεξήγησαν στο ότι οι αγοραστές θα κερδίσουν περισσότερο όταν ο στόχος είναι επιχείρηση με παρόμοια περιουσιακά στοιχεία ώστε να συμπληρώνει ο ένας τον άλλο σε θέματα εφοδιαστικής αλυσίδας. Ο σκοπός αυτής της στρατηγικής είναι η δημιουργία συνεργατικών οφελών, η παραγωγή νέων προϊόντων που θα διαφοροποιήσει την επιχείρηση από τους ανταγωνιστές και η αύξηση των ταμειακών ροών μέσω της αύξησης εδάφους στην αγορά. Σημειώνουν επίσης ότι αυτή η στρατηγική έχει πολύ πιο μεγάλα αποτελέσματα κερδών όταν η αγορά που βρίσκεται ο αγοραστής πριν την συμφωνία είναι ήδη ανταγωνιστική λόγω του μεγάλου αντικτύπου που θα έχει η παραγωγή διαφοροποιημένων προϊόντων από τους ανταγωνιστές που θα αυξήσει τις πωλήσεις, αλλά και όταν ο κύριος στόχος είναι επιχειρήσεις με μοναδικά προϊόντα, δεξιότητες, διπλώματα ευρεσιτεχνίας (πατέντες) και κατέχουν προϊόντα υψηλής τεχνολογίας. Ο λόγος γι' αυτό είναι ότι όταν ένας αγοραστής θέλει μια γνώση που προστατεύεται νομικά ή είναι πολύ δύσκολη ή ακριβή θα προτιμήσει να έρθει σε συμφωνία εξαγοράς με αυτόν που την έχει ήδη ώστε να δημιουργήσουν ένα προϊόν που θα κερδίσει τον ανταγωνισμό. Τέλος, το κλειδί για να είναι οικονομικά επικερδής η στρατηγική εξαγοράς/συγχωνεύσεις θα πρέπει ο στόχος να είναι τόσο «παρόμοιος με τον αγοραστή όσο και διαφορετικός από τους αντιπάλους» για λόγους διαφοροποίησης των προϊόντων με σκοπό την αύξηση των πωλήσεων και όχι για λόγους εξοικονομήσεις κόστους.

Επίσης, προέβησαν στην υπόθεση ότι επιχειρήσεις του ίδιου ανταγωνιστικού κλάδου είναι πιο δύσκολο να γίνουν στόχοι ή αγοραστές λόγω του μεγάλου αριθμού εταιρειών με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγάλος ανταγωνισμός και στο ποιος θα προλάβει να προβεί σε συμφωνία εξαγοράς/συγχωνεύσεις.

Τέλος, αναλύονται οι ίδιες υποθέσεις (για παρόμοιες επιχειρήσεις με συμπληρωματικά στοιχεία ενεργητικού) και για την περίοδο μετά την συγχώνευση/εξαγορά δηλαδή σε *μακροχρόνιο ορίζοντα*, τα οποία όπως δείχνει η μελέτη είναι ακόμα καλύτερα και εντονότερα από τα βραχυχρόνια. Ο σκοπός ήταν να μελετήσουν το τι συμβαίνει αφού πραγματοποιηθεί η συμφωνία για την νέα επιχείρηση (σε συγχώνευση) ή και για της δυο συνολικά (σε εξαγορά). Τα

αποτελέσματα έδειξαν ότι σε συμφωνίες κάθετων Σ&Ε αν μπορέσει ο αγοραστής να διαχειριστεί, να εντάξει στην παραγωγή σωστά τον στόχο και να χρησιμοποιήσει τις δεξιότητες αποτελεσματικά ώστε να παράγουν ένα διαφοροποιημένο προϊόν τότε σε ορίζοντα 1-3<sup>ων</sup> ετών θα υπάρχει αύξηση της κερδοφορίας μετρούμενη σε όρους λειτουργική ταμειακή ροή διαιρούμενη με τις πωλήσεις. Αυτό θα συμβεί μέσω της αύξησης των πωλήσεων και τις συσσωρεύσεις των κερδών που θα έρθει τουλάχιστον μετά από ένα χρόνο διότι η παραγωγή των νέων προϊόντων θα απαιτεί χρόνο για έρευνα και ανάπτυξη.

Ακόμη με βάση τους Renneboog and Zhao (2014) κατέληξαν στο ότι οι επιχειρήσεις που είναι συνδεδεμένες, δηλαδή ο αγοραστής κατέχει ένα μικρό ποσοστό του στόχου σχέσεις πριν από την ανακοίνωση της συμφωνίας τότε υπάρχουν θετικές βραχυχρόνιες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις που βασίζονται στην εσωτερική πληροφόρηση που έχει ο αγοραστής και πιθανόν θα έρθει σε μια συμφωνία που είναι σίγουρος ότι θα φέρει αξία.

Ήλεγξαν επίσης, τον τρόπο χρηματοδότησης μιας συμφωνίας όταν αυτή γίνεται με μετρητά. Όπως έχουμε δει οι συμφωνίες με μετρητά κερδίζουν πιο μεγάλες αποδόσεις από αυτές με μετοχές. Έτσι, η πηγή χρηματοδότησης συμφωνιών με μετρητά γίνεται με εξωτερικά κεφάλαια δηλαδή δανεισμό. Και αυτό διότι η αγορά μεταφράζει πιο θετικά αυτή την κίνηση διότι ο εξωτερικός δανεισμός δεσμεύει την εταιρία στους δανειστές της (π.χ. τράπεζες, ομολογιούχους) με αποτέλεσμα να έρχεται σε συμφωνίες που είναι σίγουρη για την θετική τους έκβαση.

Στην συνέχεια, παρατήρησαν ότι η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο του αγοραστή είναι ένα στοιχείο που μπορεί να αποτρέψει με την ψήφο τους τον διευθύνοντα σύμβουλο από μια καταστροφική συμφωνία, με θετικά αποτελέσματα στις αποδόσεις τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροπρόθεσμα (Gaspar et al. 2005)

Τέλος, στο κομμάτι που συγκρίνουν ποιο είδος διαφοροποίησης (συσχετισμένη, ασυσχετιστη) επιφέρει καλύτερες αποδόσεις για τους αγοραστές παρατήρησαν ότι, οι συσχετισμένες συμφωνίες (οριζόντια, κάθετη) επιφέρουν πιο θετικά αποτελέσματα σε όλες τις περιόδους λόγω της καλύτερης χρήσης του στόχου από τον αγοραστή, την μείωση διπλών κοστών (μισθοί, υπάλληλοι) και την συμπληρωματικότητα των περιουσιακών στοιχείων. Ειδικότερα με τις κάθετες συγχωνεύσεις να επιφέρουν πιο υψηλά βραχυχρόνια αποτελέσματα από τις οριζόντιες.

Ακόμη, μελετήθηκε η εμπειρική έρευνα της Rozen-Bakher (2017) όπου ήθελε να δείξει τυχόν διαφορές στην *επιτυχία* των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε οριζόντιες και κάθετες συμφωνίες και στην συνέχεια αν υπάρχουν διαφορές ανάλογα τον τομέα που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α.

Η έρευνα βασίστηκε στο να δείξει τυχόν επιτυχία από εξαγορές και συγχωνεύσεις βασισμένη σε τρεις σταθερές οι οποίες επεξηγούν την επιτυχία μιας τέτοιας

στρατηγικής μέσα από την «επιτυχία στην ενσωμάτωση, την συνέργεια και την κερδοφορία».

Πιο συγκεκριμένα, για την πτυχή της *ενσωμάτωσης* βασίστηκε στο πόσο οι δυο επιχειρήσεις (στόχος και αγοραστής) θα μπορούν να εξαλείψουν τυχόν διπλές θέσεις εργασίας και διπλές λειτουργίες στην παραγωγική διαδικασία (Krishnan, and Park. 2002, Lehto and Böckerman, 2008), όπως και στο αν θα γίνει σωστή διαχείριση όσον αφορά στους στόχους των δυο εταιρειών ώστε να γίνουν πιο αποτελεσματικές και να αυξηθεί η επίδοση των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Για την επιτυχία στην *συνέργεια* όπως ορίζεται και από την ίδια την λέξη, είναι η έννοια στο αν θα καταφέρουν τελικά οι δυο επιχειρήσεις να συνεργαστούν και να παράγουν αξία μεγαλύτερη από την αξία που θα παρήγαγαν ξεχωριστά η καθεμία. (Calipha et.al. 2010). Τέλος, ο βασικός παράγοντας επιτυχίας μιας τέτοιας στρατηγικής, είναι η αύξηση *κερδοφορίας* των εταιρειών με βάση τη μεταβολή των καθαρών κερδών.

Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας είναι αρχικά ότι «*οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν θετική επίδραση στην επιτυχία της ενσωμάτωσης, στην επιτυχία της συνέργειας και στην επιτυχία της κερδοφορίας*», σε αντίθεση με τις *κάθετες συγχωνεύσεις* και εξαγορές που έχουν «*θετική επίδραση στην επιτυχία της κερδοφορίας, αλλά αρνητική επίδραση στην επιτυχία της ενσωμάτωσης και της συνέργειας*». Έτσι, έχουμε ένα τελικό συμπέρασμα όπου μας δείχνει ότι η επιτυχία των στρατηγικών που βασίζεται στους 3 πυλώνες της έρευνας είναι πιο μεγάλη στις οριζόντιες απ' ότι στις κάθετες, κάτι που ίσως σηματοδοτεί και μεγαλύτερη αξία.

Ακόμη, η έρευνα έδωσε αποτελέσματα στο εάν η επιτυχία βασίζεται και στον τομέα που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις δηλαδή αν είναι εταιρία βιομηχανική ή αν προσφέρει υπηρεσίες.

Τα συμπεράσματα ήταν ότι η *οριζόντια* ολοκλήρωση στην *βιομηχανία* θα οδηγήσει σε επιτυχία στο τομέα της ενσωμάτωσης και στην συνέργεια, ενώ στο τομέα των *υπηρεσιών* θα έχουμε αποτυχία στην συνέργεια με αποτέλεσμα να χάνεται η κερδοφορία και στους δυο τομείς. Για τις *κάθετες* συγχωνεύσεις και εξαγορές, στο τομέα *υπηρεσιών*, θα έχουμε επιτυχή συνεργασία κάτι που δεν φαίνεται να ισχύει στην *βιομηχανία*.

Επίσης, η βιβλιογραφική έρευνα των Renneboog and Vansteenkiste (2019) επικεντρώθηκε στην εξέταση αποδόσεων των εταιρειών που έρχονται σε συμφωνία εξαγοράς και συγχώνευσης σε *βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο ορίζοντα*.

Πιο συγκεκριμένα, παρατήρησαν εάν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις σε συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων διατηρούνται ή/και έχουν προβλεπτικό χαρακτήρα μακροπρόθεσμα, όπως και ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την δημιουργία θετικών αποδόσεων σε τέτοιες συμφωνίες.

Αρχικά, το γενικό συμπέρασμα ήταν ότι «οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις συχνά δεν διατηρούνται μακροπρόθεσμα». Ο λόγος γι' αυτό το συμπέρασμα ήταν ότι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις έχουν στοιχεία μεροληψίας αλλά και έλλειψη πληροφοριών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης ώστε να προβλέψουν με βεβαιότητα τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις, με αποτέλεσμα οι αγοραστές όπως έχουμε δει και μέχρι ώρας έχουν μηδενικές ή και αρνητικές αποδόσεις όταν ανακοινώνουν μια εξαγορά/συγχώνευση. Έτσι πολλές μελέτες δείχνουν ότι και σε περίοδο 2-3 ετών (μακροχρόνια) οι αγοραστές αντιμετωπίζουν ελάχιστα θετικές αποδόσεις ή και μηδενικές πολλές φορές λόγω υπερεκτίμησης των επενδυτών για την αναμενόμενη αποτελεσματική συνέργειας από την συμφωνία. (Moeller et.al., 2004)

Επίσης, ήλεγξαν αρκετούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν μια συμφωνία εξαγοράς/συγχώνευσής. Κάποιοι από αυτούς αναφέρονται παρακάτω.

Πρώτον, ο παράγοντας του διευθύνοντα σύμβουλου (CEO) από την σκοπιά των αριθμών συμφωνιών που πραγματοποιεί και τα στοιχεία του χαρακτήρα του όπως η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση ότι μπορούν να βρουν στόχους που θα τους αποφέρουν κέρδη. Τα αποτελέσματα, τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια, δείχνουν να είναι χαμηλά όταν ο αγοραστής αυξάνει τον αριθμό εξαγορών που πραγματοποιεί. Η μόνη παρατήρηση είναι ότι η αγορά εμπιστεύεται αυτούς που θα κάνουν μια πρώτη θετική εξαγορά αλλά μετά η θετική απόδοση θα μειώνεται με φθίνοντα αριθμό ενώ οι αγοραστές που η πρώτη τους εξαγορά ήταν αρνητική η αγορά δεν θα τους εμπιστευτεί και θα συνεχίσουν τις αρνητικές αποδόσεις.

Ακόμη, είδαν ότι όταν οι CEOs πληρώνονται με βάση τα κέρδη από την συμφωνία ή υπάρχει ο φόβος απόλυσής τους αν η συμφωνία δεν επιφέρει κέρδος, τότε είναι πιο επιρρεπείς στις συμφωνίες που θα προβούν και δεν κάνουν επικίνδυνες εξαγορές, με αποτέλεσμα η αγορά να το μεταφράζει θετικά και να αυξάνονται οι αποδόσεις τέτοιων εταιρειών βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Επίσης, στον παράγοντα του CEO είδαν ότι όσο αυξάνεται η γνώση του για τον κλάδο και τις επιχειρήσεις που των απαρτίζουν τόσο θα αυξηθεί η βραχυχρόνια απόδοση. Όμως, με την μακροχρόνια θα πρέπει ο επενδυτής να ελέγξει και τους παραπάνω παράγοντες. Τέλος, σε έρευνα των Alexandridis et al. (2016) έδειξε ότι ο παράγοντας CEO και οι επιλογές του μετά την χρηματοπιστωτική κρίση και στις συμφωνίες εξαγορών κατά την περίοδο 2010-2015 έπαψε να είναι τόσο σημαντικός για την απώλεια αξίας των συμφωνιών. Αυτό το αποτέλεσμα ήρθε μετά τις μεταρρυθμίσεις της κρίσης όπου βελτιώθηκε ο εσωτερικός έλεγχος, αυξήθηκε η αμοιβή τους με βάση τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας και οι ίδιες οι εταιρίες προσπάθησαν να βελτιωθούν στο κομμάτι της εταιρικής διακυβέρνησης ώστε να ευθυγραμμιστούν τα κίνητρα των μετόχων και του διευθύνων σύμβουλου. Αυτό έγινε και λόγω της πίεσης που ασκήθηκε και από πιο απαιτητικούς μετόχους/επενδυτές (έξαρση του λεγόμενου μετοχικού ακτιβισμού).

Επιπροσθέτως, παρατήρησαν ότι όσο αυξάνεται η γεωγραφική απόσταση του αγοραστή και στόχου αυτό θα αυξήσει τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις λόγω

εισχώρησης σε νέες αγορές, γνώσεις, αποφυγή φορολογίας, σε ένα θεσμικό περιβάλλον πιο ευνοϊκό αλλά και μέσω διαφοροποίησης κινδύνων της χώρας, αλλά τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα θα βασιστούν εάν ο αγοραστής θα καταφέρει να επωφεληθεί από αυτές τις ευκαιρίες που του δίνονται. Από την άλλη όμως, υπάρχει και η πεποίθηση ότι η γεωγραφική απόσταση μπορεί να προκαλέσει προβλήματα λόγω μείωσης της έντασης και χρονικής υστέρησης στις πληροφορίες για τον στόχο με αποτέλεσμα να υπάρχουν προβλήματα τα οποία θα επηρεάσουν τις αποδόσεις.

Τέλος, οι Flannery et.al. (2023) εξέτασαν το πώς προσαρμόζεται η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης μετά από μια εξαγορά ή συγχώνευση και το πώς επηρεάζει η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης στο αν γίνει εύκολος στόχος ή αγοραστής σε μια συμφωνία Σ&Ε. Με τον όρο κεφαλαιακή δομή οι συγγραφείς αναφέρονται στη μόχλευση που έχει κάθε επιχείρηση μετρούμενη σε λογιστικές αξίες του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού προς το σύνολο του ενεργητικού.

Αρχικά, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όσο πιο μεγάλη είναι η μόχλευση μιας εταιρίας τόσο αυξάνεται και η πιθανότητα να γίνει στόχος και όχι ο αγοραστής της συμφωνίας, κάτι που με την πρώτη ματιά φαίνεται παράδοξο διότι όταν μια επιχείρηση έχει υψηλό δείκτη μόχλευσης δηλαδή υψηλό δανεισμό δεν μπορεί εύκολα να προβεί σε νέο δανεισμό. Αυτό μπορεί να αποθαρρύνει έναν αγοραστή, όπως και το ότι πολλά περιουσιακά στοιχεία της μπορεί να είναι δεσμευμένα. Όμως μπορεί και να σημαίνει ότι είναι μια νέο-εισερχόμενη επιχείρηση με άυλα περιουσιακά στοιχεία που έχει τεράστιες προοπτικές ανάπτυξης αλλά και μεγάλο όγκο ξένων κεφαλαίων. (βλ. εταιρείες υψηλής τεχνολογίας).

Επίσης, φαίνεται ότι μετά την συμφωνία ο στόχος τείνει να προσαρμοστεί (προς τα κάτω) αρκετά γρήγορα στους στόχους μόχλευσης με βάση την αγορά που δραστηριοποιείται όταν βρίσκεται πάνω από το όριο του δείκτη του κλάδου. Τα στοιχεία δείχνουν ότι αυτές οι αλλαγές γίνονται κατά κύριο λόγο το πρώτο έτος μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς και για τα επόμενα 5 χρόνια με την μείωση των ξένων κεφαλαίων και την αύξηση των ιδίων, ενώ μια εταιρία που βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο από το όριο τείνει να αυξάνει τα επίπεδα μόχλευσης πιο αργά και η μετάβαση γίνεται σε διάστημα 1-3 ετών με την δημιουργία νέου δανεισμού. Όλα τα παραπάνω βασίζονται στους στόχους που έχει θέσει ο αγοραστής. Τέλος, παρατήρησαν ότι αυτά τα αποτελέσματα είναι κοινά για κάθε τύπο συσχετισμένης ολοκλήρωσης (κάθετη, οριζόντια).



## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Δεδομένα και Μεθοδολογία

### 3.1 Συλλογή Δείγματος

Στην παρούσα διπλωματική εργασία όπως έχουμε αναφέρει ήδη θα μας απασχολήσουν οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών στην Ηνωμένες Πολιτείες τις Αμερικής σε βραχυχρόνιο επίπεδο για την περίοδο της προηγούμενης δεκαετίας 2012 έως 2022. Έτσι με την βοήθεια της βάσης δεδομένων Refinitiv Eikon πήραμε δείγμα συμφωνιών το οποίο επιλέχτηκε με βάση κάποια κριτήρια τα οποία αναλύονται παρακάτω.

Αναλυτικότερα, με βάση τα παρακάτω φίλτρα επιλέχτηκαν εταιρίες (αγοράστριες, στόχοι) που βρίσκονται στις ΗΠΑ και ήρθαν σε συμφωνία Σ&Ε την χρονική περίοδο ανάμεσα στο 2012 έως το 2022, η συμφωνία αυτή θα πρέπει να θεωρείται ολοκληρωμένη, να έχει κοινοποιηθεί το αντίτιμο στο ευρύ κοινό και να είναι μεγαλύτερο ή ίσο του 1εκ. US\$. Ακόμη, ο αγοραστής να έχει τις μετοχές του δημόσια διαπραγματεύσιμες στο χρηματιστήριο ώστε να μπορέσουμε να έχουμε πρόσβαση σε όσο το δυνατό περισσότερα δεδομένα, ενώ ο στόχος μπορεί να είναι είτε εισηγμένη είτε μη εισηγμένη εταιρία (ιδιωτική), ο τρόπος πληρωμής να έχει γίνει με μετρητά ή με μετοχές ή με ένα συνδυασμό των δυο. Επίσης, ο αγοραστής να κατέχει μετά την συμφωνία ποσοστό μεγαλύτερο του 50% και σε περίοδο 6 μηνών πριν την συμφωνία να μην κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 20%, ώστε να μη θεωρείται ότι είχε την ικανότητα να μπορεί να παίρνει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις της διοίκησης πριν την εξαγορά.

Στην συνέχεια με βάση κάποιες εξαιρέσεις που θέσαμε το δείγμα διαμορφώθηκε στις 5.861 συμφωνίες. Αυτές οι εξαιρέσεις ήταν ότι οι συμφωνίες δεν θα πρέπει να αφορούν διασυνοριακές συναλλαγές (cross-border transactions), θυγατρικές και κυβερνητικές επιχειρήσεις (subsidiaries and government enterprises), επαναγορές (repurchases), ανακεφαλαιοποιήσεις (recapitalizations), ανταλλαγές προσφορά μόχλευσης (leveraged buyouts), αντιπροσφορά (tender offers), απόσχιση (spin-offs), ιδιωτικοποίηση (privatization), προσφορές ανταλλαγής (exchange offers), εξαγορές εναπομενόντων συμμετοχών (acquisitions of controlling interests), αγορές μειοψηφικών μετοχών (minority share purchases) και ενδοεταιρικές αναδιαρθρώσεις (corporate restructuring).

Έπειτα, αφαιρέσαμε από αυτό το δείγμα τις συμφωνίες οι οποίες έγιναν με τις τεχνικές, όπως πτωχευτική εξαγορά (bankruptcy acquisition), δίκη εκποίησης (litigation), οι εξαγορές με σκοπό την απόκτηση ακινήτων (divestiture property acquisition), τριμερείς και τετραμερείς συγχωνεύσεις (three- and four-way merger), αντίστροφη συγχώνευση (reverse merger), πώληση και επαναμίσθωση (sale and lease back), τα σχέδια ρύθμισης (scheme of arrangement), εσωτερική αναδιοργάνωση (internal reorganization) και οι μετασχηματισμοί (restructuring).

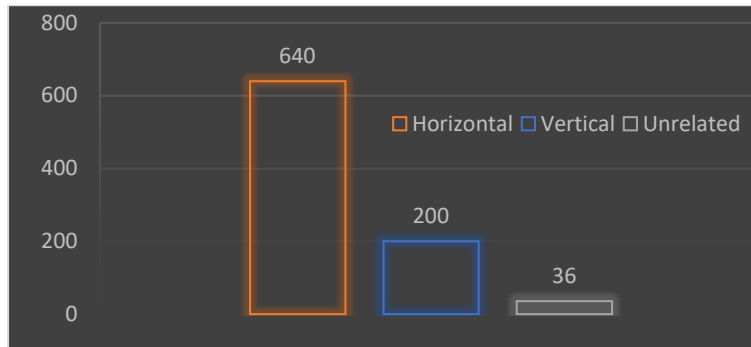
Το αποτέλεσμα ήταν να φτάσουμε σε δείγμα ίσο με 5305 συμφωνίες. Δείγμα αντιπροσωπευτικό για το μέγεθος της αγοράς των Η.Π.Α. και για τον χρονικό ορίζοντα 10 ετών. Επίσης, αφαιρέσαμε από το δείγμα τις συμφωνίες στις οποίες δεν είχαμε δεδομένα για τους κωδικούς SEDOL διότι χωρίς αυτούς δεν θα μπορούσαμε να πάρουμε πληροφορίες που χρειαζόμασταν για τις εταιρίες όπως τις ιστορικές τιμές των μετοχών, με αποτέλεσμα το τελικό δείγμα να είναι ίσο με 5054 συμφωνίες.

Γι' αυτό το δείγμα πήραμε πληροφορίες για τα μάκρο και μικρο στοιχεία του κλάδου των συμβαλλόμενων, τον 4ψήφιο κωδικό SIC αλλά και τις περιγραφές του κωδικού ώστε να κατατάξουμε τις συμφωνίες με βάση την συσχέτιση του κλάδου αγοραστή και στόχου με σκοπό να δούμε τον τύπο ολοκλήρωσης (κάθετη ή οριζόντια) της συμφωνίας. Επίσης, ο κωδικός SEDOL μας βοηθήσει ώστε να βρούμε τον ISIN κωδικό για κάθε επιχείρηση έτσι ώστε μέσω της βάσης δεδομένων Refinitiv Eikon DataStream να πάρουμε χρηματοοικονομικά και λογιστικά δεδομένα για τους αγοραστές και τους στόχους όπως τιμές των μετοχών, market value, market capitalization, Return On Equity, και τα μεγέθη για υπολογισμό μόχλευσης ώστε να μας βοηθήσουν στον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων αλλά και για την εκτίμηση των μεταβλητών του οικονομετρικού μας μοντέλου.

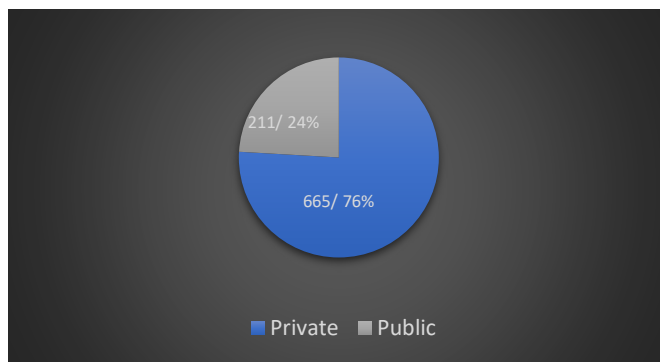
Στο δείγμα αυτό (5054) βρήκαμε ότι, 1541 συμφωνίες ήταν κάθετες ενώ 3203 οριζόντιες κάτι που δείχνει ξεκάθαρη τάση για οριζόντιες συμφωνίες. Ακόμη, οι στόχοι σε αυτό το δείγμα ήταν 4097 ιδιωτικοί και μόλις 957 δημόσιοι. Τέλος, στον τρόπο πληρωμής της συμφωνίας εμφανίζεται τάση για πληρωμή με μετρητά με τις συμφωνίες που αφορούν μόνο πληρωμή με μετρητά να είναι 2480, ενώ με μόνο μετοχές αγγίζει τις 418, με τις υπόλοιπες 2156 να είναι συμφωνίες που περιέχουν και μετρητά και μετοχές.

Τέλος, μέσω της Refinitiv Eikon DataStream κατεβάσαμε δεδομένα για όλες τις παραπάνω συμφωνίες. Τα δεδομένα αυτά ήταν τιμές μετοχών, το ποσοστό του συνολικού δανεισμού ως προς το συνολικά περιουσιακά στοιχεία (debt ratio), την απόδοση των κεφαλαίων (ROE), ο αριθμός των μετοχών για τους αγοραστές και οι τιμές για την κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης τόσο του αγοραστή όσο και της εταιρίας-στόχου. Σε αυτό το βήμα είχαμε πολλά ελλιπή δεδομένα για το δείγμα των επιχειρήσεων που είχαμε πιο πάνω (5054) με αποτέλεσμα να αφαιρεθούν οι εταιρίες που δεν εμφάνιζαν τιμές και κατά επέκταση δεν είχαμε δεδομένα ώστε να μπορούμε να προβούμε στην ανάλυση τους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να έχουμε ένα *τελικό δείγμα με 876* συμφωνίες. Από αυτές τις συμφωνίες οι 430 αφορούσαν εξαγορές με μόνο μετρητά και οι 40 μόνο με μετοχές, οι υπόλοιπες 406 ήταν με ένα μείγμα αυτών των δυο. Επίσης, οι 665 συμφωνίες αφορούσαν ιδιωτικό στόχο και μόνο 211 δημόσιο. Τέλος, οριζόντιες συμφωνίες και οι κάθετες ήταν 640 και 200 αντίστοιχα με τις υπόλοιπες 36 να αφορούν ασυσχέτιστες ολοκληρώσεις. Παρακάτω εμφανίζονται αυτά τα αποτελέσματα και σχηματικά.

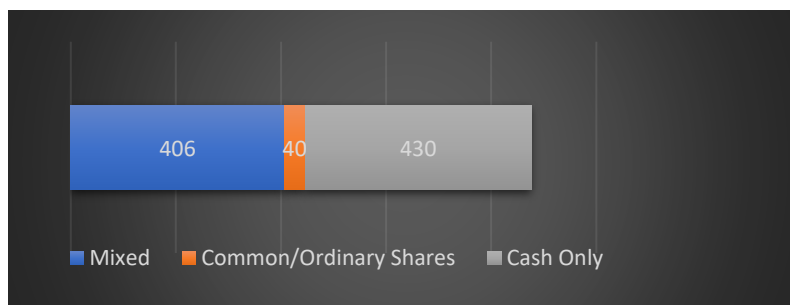
**Γράφημα 2<sup>ο</sup>.** Είδος Ολοκλήρωσης.



**Γράφημα 3<sup>ο</sup>.** Status της εταιρίας στόχου.



**Γράφημα 4<sup>ο</sup>.** Τρόπος Πληρωμής της Συμφωνίας.



Τέλος, με αυτό το δείγμα θα κάνουμε την **βασική μας υπόθεση**, η οποία είναι η εξής: οι κάθετες ολοκληρώσεις προσδίδουν μεγαλύτερη αξία για τον αγοραστή από ότι μια οριζόντια ολοκλήρωση σε όρους μη κανονικών αποδόσεων. Η υπόθεση αυτή βασίστηκε πάνω στη μελέτη της βιβλιογραφίας που έχει παρουσιαστεί σε προηγούμενο κεφάλαιο και ειδικότερα στην έρευνα των Fan and Goyal 2006 οι οποίοι έδειξαν ότι οι κάθετες συμφωνίες είναι πιο αποδοτικές για τους αγοραστές και η αγορά δείχνει ξεκάθαρη τάση προς αυτές.

Ο διαχωρισμός των συμφωνιών με βάση την ολοκλήρωση έγινε σύμφωνα με τον 4ψηφιο Κωδικό Τυποποίησης Βιομηχανικής Δραστηριότητας ή αλλιώς Standard Industrial Classification (SIC Code) της κάθε εταιρίας. Όπου δεν υπήρχε διαθέσιμος αυτός ο κωδικός έγινε ανάλυση με βάση τον μικροοικονομικό και μακροοικονομικό κλάδο που εντάσσεται η κάθε επιχείρηση και την επεξήγηση των SIC Code που πήραμε από την βάση δεδομένων Refinitiv Eikon. Πιο συγκεκριμένα, εάν οι κωδικοί ή οι κλάδοι ή η επεξήγηση των SIC Code ταίριαζαν κατατάσσαμε την συμφωνία ως οριζόντια αλλιώς αν οι εταιρίες ήταν η μια συνέχεια της άλλης σε επίπεδο γραμμής παραγωγής η συμφωνία θεωρούταν κάθετη. Σε κάθε άλλη περίπτωση η συμφωνία ήταν ασυσχέτιστη.

Έτσι, με τον διαχωρισμό που έγινε με βάση την ολοκλήρωση, με το τελικό δείγμα και την βασική μας υπόθεση συνεχίζουμε στην παρουσίαση της μεθοδολογίας και κατά επέκταση στα τελικά αποτελέσματα.

## 3.2. Μεθοδολογία

### 3.2.1 Η Μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return)

Η μέθοδος με την οποία θα εργαστούμε στο δείγμα που συλλέξαμε θα είναι η μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return/ Event Studies Methodology), η οποία βασίζεται στην θεωρία των αποτελεσματικών αγορών και είχε εφαρμογή για πρώτη φορά στην έρευνα των Fama et.al. το 1969.

Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών πιστεύει ότι οι τιμές των μετοχών για κάθε επιχείρηση κατέχουν μέσα τους όλη την πληροφορία που υπάρχει στην αγορά στην οποία έχει πρόσβαση ο κάθε επενδυτής με σκοπό η τιμή να αντικατοπτρίζει μόνο τις προσδοκίες της αγοράς από τις διαθέσιμες πληροφορίες. Έτσι, με βάση αυτή την θεωρία η μέθοδος αυτή προσπαθεί να δει τις επιπτώσεις που έχει μια συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης στον πλούτο των συμβαλλόμενων μετόχων (αγοραστή και στόχου) μέσα από τις προσδοκίες και την μετάφραση του γεγονότος από τους επενδυτές που παρουσιάζεται μέσω της τιμής της μετοχής των συμβαλλόμενων μερών. (Κυριαζής 2016, Fama 1970, 1976)

Στην εργασία αυτή θα αναλωθούμε κυρίως στην πλευρά του αγοραστή της συμφωνίας και θα δούμε αν όντως η αποτελεσματική αγορά μπορεί να εκτιμήσει σωστά το άκουσμα για μια τέτοια συμφωνία. Έτσι, με την μέθοδο αυτή θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις ( $R_{jt}$ ) του αγοραστή κατά την περίοδο την ανακοίνωσης της συμφωνίας η οποία βασίζεται στα λεγόμενα event windows, δηλαδή σε περιόδους λίγο πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας ώστε να εκλάβουμε τις αλλαγές των τιμών της μετοχής που θα βασίζονται σε διαρροή πληροφοριών μέχρι και λίγο μετά ώστε να υπάρχουν και τυχόν καθυστερήσεις των κινήσεων των επενδυτών, με τις αντίστοιχες «καθαρές» αναμενόμενες

αποδόσεις ( $E(R_{jt})$ ) που προέβλεπε η αγορά χωρίς να έχει γνώση για την ύπαρξη της συμφωνίας υπολογισμένες σε μία περίοδο που ξεκινάει 260 ημέρες διαπραγμάτευσης πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας και τελειώνει 1 μήνα πριν από αυτή. Η διαφορά αυτών των αποδόσεων όπως φαίνεται και στην εξίσωση θα μας δώσει τις μη κανονικές αποδόσεις ( $AR_{jt}$ ) που θα βασίζονται στη δημόσια ανακοίνωση του γεγονότος της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Αν το αποτέλεσμα της εξίσωσης είναι θετικό, τότε η συμφωνία δημιούργησε αξία για τον αγοραστή. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν το αποτέλεσμα της εξίσωσης είναι αρνητικό ή ίσο με το μηδέν τότε ο αγοραστής έχασε ή το γεγονός ήταν ουδέτερο αντίστοιχα με την προϋπόθεση ότι υπάρχει στατιστική σημαντικότητα των μη κανονικών αποδόσεων.

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt}) \text{ όπου}$$

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

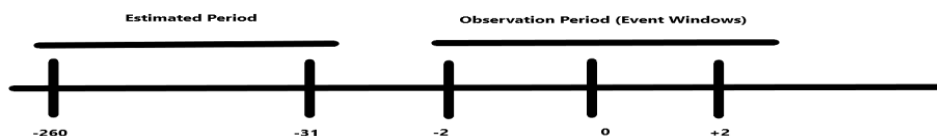
$t = 1,2,3 \dots T$  ημέρες ή μήνες

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

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

Επομένως, έχουμε δυο χρονικές περιόδους με την μέθοδο αυτή. Η πρώτη είναι η περίοδος υπολογισμού (estimation period) η οποία βοηθάει στον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων ( $E(R_{jt})$ ) και την περίοδο παρατηρήσεων (observation period) στην οποία υπολογίζονται οι πραγματικές αποδόσεις ( $R_{jt}$ ) στα event windows που επιλέξαμε.

Γράφημα 5°. Περίοδοι Abnormal Return.



Έτσι, ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων ( $R_{jt}$ ) που παίρνουν υπόψιν τους το γεγονός της Σ&Ε γίνεται με βάση τις πραγματικές τιμές των μετοχών για κάθε εταιρία που έχουμε πάρει από την DataStream. Όλες οι αποδόσεις θα υπολογιστούν με βάση την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συμφωνίας όπου θεωρείται η βάση μας και είναι το σημείο 0 του σχήματος. Με βάση το 0 θα

πάρουμε 3 διαφορετικά event windows τα οποία θα είναι (-2,+2), (0), (-10,+10). Με την βοήθεια αυτών των υπολογισμών θα μπορέσουμε να συμπεριλάβουμε τυχών ασύμμετρη πληροφόρηση για το γεγονός και τυχόν καθυστερημένες κινήσεις του επενδυτικού κοινού.

Για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων ( $E(R_{jt})$ ) θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα δείκτη αγοράς (Market Adjusted Return Model ή Market Index Model) το οποίο ορίζεται ως εξής :  $R_{jt} = R_{mt}$  το οποίο θεωρεί ότι η απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά το observation period αντιπροσωπεύει την αναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής  $j$  του αγοραστή. Ο δείκτης που επιλέχτηκε στην εργασία είναι ο S&P 500 στον οποίο συγκαταλέγονται μέσα οι 500 μεγαλύτερες εταιρίες της Αμερικής σε όρους κεφαλαιοποίησης.

Όπου  $j = 1,2,3...N$  μετοχές δείγματος και  $t = 1,2,3...T$  ημέρες ή μήνες.

Η άθροιση των μη κανονικών αποδόσεων ονομάζεται αθροιστική μη κανονική απόδοση (**Cumulative Abnormal Return**) και είναι το σύνολο όλων των μη κανονικών αποδόσεων για κάθε επιχείρηση  $j$  στα χρονικά διαστήματα  $t$  που έχουμε υπολογίσει και τα  $AR$  και υπολογίζεται ως εξής  $CAR_{jt} = \sum_{j=1}^N AR_{jt}$  όπου  $j = 1,2,3...N$  μετοχές δείγματος και  $t = 1,2,3...T$  ημέρες ή μήνες.

Έπειτα από τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων για κάθε αγοραστή και χρονικό σημείο για την εξαγωγή των τελικών συμπερασμάτων θα πρέπει να υπολογίσουμε τον μέσο όρο αυτών των μη κανονικών αποδόσεων όλων των επιχειρήσεων με βάση τις observation periods αλλά και το άθροισμα αυτών μέσα στα ίδια χρονικά διαστήματα (event windows) που θέσαμε.

Ο μέσος όρος των μη κανονικών αποδόσεων  $ARt$  ονομάζεται Μέση Μη Κανονική Απόδοση (**Average Abnormal Return, AAR**) και υπολογίζεται ως

$$AARt = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N} \text{ όπου:}$$

$j = 1,2,3...N$  ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος

$AR_{jt}$  η μη κανονική απόδοση κάθε επιχείρησης  $j$  σε χρόνο  $t$  όπου  $t$  είναι η κάθε υποπερίοδος των event windows (για εμάς -2,+2 / 0 / -10,+10).

Η συνολική άθροιση των  $AARst$  ονομάζεται Αθροιστική Μέση Μη Κανονική Απόδοση (**Cumulative Average Abnormal Return, CAAR**) και υπολογίζεται ως

$$CAARt = \sum_{t=-n}^T AARt \text{ όπου: } t = -n...T \text{ για τα observation period (για εμάς -2,+2 / 0 / -10,+10).}$$

Σε όλα τα παραπάνω θα πρέπει να γίνει έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας ώστε τα αποτελέσματα που θα μας δώσουν να είναι κατάλληλα και να έχουν

αξία για την έρευνα μας. Έτσι, οι στατιστικοί έλεγχοι των AARs και CAARs με βάση τους Brown and Warner (1980,1985) μέσω των t-statistics είναι οι εξής:

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

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

$$\text{Με } \underline{\text{t-Statistic για AARs:}} \quad t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)},$$

όπου S είναι το standard error και υπολογίζεται

$$S(AAR_t) = \sqrt{\sum_{t=-n}^{-31} \frac{[(AAR - AAR_t)]^2}{(t-1)}} \quad \text{με} \quad \overline{AAR}_t = \sum_{t=-n}^{-31} \frac{AAR_t}{t}$$

όπου:  $t = -n \dots -31$  για το estimation period (για εμάς -260,-31)

$$\text{και } \underline{\text{t-Statistic για CAARs:}} \quad t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} * S(AAR_t)},$$

όπου T είναι ο συνολικός αριθμός των observation period μας.

Έτσι λοιπόν, αν οι τιμές των t-statistic είναι  $\geq$  από την κριτική τιμή με βάση το επίπεδο σημαντικότητας που θα επιλέξουμε τότε θα απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση  $H_0$  και τα AARs ή τα CAARs θα είναι στατιστικά σημαντικά. Σε αντίθετη περίπτωση, θα την αποδεχτούμε με αποτέλεσμα τα AARs ή τα CAARs να μην είναι στατιστικά σημαντικά.

### 3.2.2 Μεθοδολογία πολλαπλής παλινδρόμησης

Έπειτα από τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων και την εξέταση του παράγοντα της μεθόδου ολοκλήρωσής (οριζόντια ή κάθετη) και πως αυτή επηρεάζει τον αγοραστή της συμφωνίας θα συνεχίσουμε με την δημιουργία και την ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης.

Σε αυτό το κομμάτι θα εξετάσουμε μέσω πολλαπλής παλινδρόμησης πως επηρεάζονται οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (Cumulative Abnormal Return)  $CAR_{jt}$  και από άλλους παράγοντες/μεταβλητές ελέγχου (control variables) που έχουν χρησιμοποιηθεί στη βιβλιογραφία, όπως ο τρόπος πληρωμής της συμφωνίας (μετρητά ή μετοχές) και το είδος ολοκλήρωσης που επέλεξαν οι αγοραστές. Επίσης, θα βασιστούμε στον αριθμοδείκτη που αντιπροσωπεύει χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των αγοραστριών εταιριών πριν την προσφορά εξαγοράς. Ο δείκτης αυτός επιλέχθηκε βάσει της χρήσης του σε προηγούμενες εμπειρικές έρευνες να είναι ο δείκτης *Total Debt/Total Capital*. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης *Total Debt/Total Capital* σε ποσοστιαία βάση δείχνει το επίπεδο χρέους ή καλύτερα την χρηματοοικονομική μόχλευση μιας

εταιρείας δηλαδή την σχέση του συνολικού κεφαλαίου με το συνολικό χρέος της. Ο υπολογισμός του γίνεται με την διαίρεση του συνολικού χρέους της εταιρείας δηλαδή βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου δανεισμού προς το συνολικό κεφάλαιο αυτής που περιλαμβάνει ίδια και ξένα κεφάλαια. Ο δείκτης αυτός προσπαθεί να δώσει πληροφορίες στο κοινό για τον τρόπο χρηματοδότησης των κεφαλαίων μια επιχείρησης. Ένας μεγάλος δείκτης δείχνει μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση και ρίσκο για την εταιρεία σε αντίθεση με έναν μικρό όπου δείχνει ότι η εταιρεία βασίζεται σε ίδια κεφάλαια για χρηματοδότηση

Ο δείκτης αυτός αναφέρεται στις εταιρίες που πραγματοποιούν την εξαγορά ώστε να μπορέσουμε να ελέγξουμε εάν τα χαρακτηριστικά και τα νούμερα αυτού του δείκτη επηρεάζουν τα *CAR* των εταιρειών. Επίσης, ο αριθμοδείκτης αφορά την προηγούμενη λογιστική χρήση ώστε να μπορέσουμε να δούμε εάν τα νούμερα αυτά θα συνδέονται με χαμηλότερες ή υψηλότερες αποδόσεις για τους αγοραστές αναλόγως εάν η αγορά εκτιμήσει ότι θα επιβαρυνθεί ή θα επωφεληθεί και άλλο ο ισολογισμός των αγοραστών μετά την εξαγορά.

Το αποτέλεσμα ήταν ότι για το κομμάτι που αφορά την παλινδρόμηση, το δείγμα μας ήταν ίσο με 604 αγοραστές. Δείγμα αντιπροσωπευτικό με βάση το αρχικό των 876 παρατηρήσεων και ικανοποιητικό για την ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης. Το δείγμα αναφέρεται σε συμφωνίες που έγιναν με μετρητά ή με μετοχές, και σε συμφωνίες που με βάση την ολοκλήρωση τους ήταν κάθετες ή οριζόντιες. Με αποτέλεσμα να αφαιρέσουμε τις ασυσχέτιστες συμφωνίες με βάση τον βαθμό ολοκλήρωσής αλλά και τις παρατηρήσεις τις οποίες δεν είχαμε δεδομένα για την μεταβλητή *Total Debt/Total Capital*.

Άρα το μοντέλο της παλινδρόμησης έχει ως εξής :

$$CAR_{jt} = a + DUMHorizontal + DUMCash + b3 * Total Debt / Total Capital + et$$

Όπου:

*CAR<sub>jt</sub>* η εξαρτημένη μεταβλητή των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων

*a* ο σταθερός όρος

*DUMHorizontal (H or V)* ψευδομεταβλητή (dummy variable) όπου ελέγχει το είδος της ολοκλήρωσης (οριζόντια ή κάθετη)

*DUMCash (C or S)* ψευδομεταβλητή (dummy variable) όπου ελέγχει το είδος της πληρωμής της συμφωνίας (μετρητά ή μετοχές)

*b3 \* Total Debt/Total Capital* επεξηγηματική μεταβλητή που αφορά την μόχλευση του αγοραστή



*et* error term

\*οι ψευδομεταβλητές (dummy variables) λαμβάνουν τιμές 1 ή 0 όπως παρουσιάζεται και στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 2.** Τιμές για Dummy Variables.

<b>Dummy Variables</b>		<b>Τιμές</b>
<b>DUM Horizontal</b>	<b>Horizontal</b>	1
	<b>Vertical</b>	0
<b>DUM Cash</b>	<b>Cash</b>	1
	<b>Stock</b>	0

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Αποτελέσματα

Στο παρόν κεφάλαιο με την βοήθεια της μεθοδολογίας των μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns) η οποία αναλύθηκε προηγουμένως, θα εξηγήσουμε τα αποτελέσματα για τους αγοραστές των συμφωνιών για το δείγμα των 876 συμφωνιών που έχουμε συλλέξει.

Τα αποτελέσματα αφορούν 3 διαφορετικά event windows τα οποία είναι  $(-10,10)$ ,  $(0)$  και  $(-2,2)$  στα οποία θα ελέγξουμε αρχικά εάν οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) είναι θετικές ή αρνητικές (δηλαδή αν προσδίδουν αξία ή όχι στους αγοραστές) και αν είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδα εμπιστοσύνης 10% (1,645), 5% (1,96) και 1% (2,241) με σκοπό να δούμε την σημαντικότητα των αποτελεσμάτων μας. (Στην παρένθεση αναφέρεται η κριτική τιμή για την αποδοχή ή την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης.)

Επίσης, θα δούμε και τα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης που τρέξαμε τα οποία αναφέρονται στην εξαρτημένη μεταβλητή των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων (Cumulative Abnormal Return)  $CAR_{jt}$  σε event window  $(-10,10)$  και το πώς επηρεάζεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές που επιλέξαμε στο κεφάλαιο 3.

### 4.1 Αποτελέσματα μη κανονικών αποδόσεων

Το πρώτο κομμάτι της ανάλυσης αφορά τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος μας, ανεξάρτητα από τον τύπο ολοκλήρωσης της συμφωνίας, ώστε να ελέγξουμε εάν τελικά αυτό το μεγάλο και σημαντικό εταιρικό γεγονός των Σ&Ε προσδίδει αξία στην επιχείρηση που κάνει την εξαγορά. Στην συνέχεια, γίνεται ανάλυση των αποδόσεων με βάση το είδος ολοκλήρωσης της συμφωνίας.

#### 4.1.1 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία.

Αρχικά στον παρακάτω πίνακα αναλύονται κάποια από τα βασικά περιγραφικά στοιχεία των CARs για event window  $(-10,10)$  για το σύνολο του δείγματος. Έτσι, με βάση αυτό τον πίνακα θα πάρουμε αποτελέσματα για την κατανομή των CARs σε ένα επίπεδο εμπιστοσύνης ίσο με 10% σε ένα δείγμα 876 αγοραστών. Αναλυτικότερα, έχουμε την μέση τιμή των CARs να είναι θετική και ίση με 1,13% περίπου για ένα event window  $(-10,10)$  που είναι μεγάλο και πιο αντιπροσωπευτικό και με την τυπική απόκλιση να είναι στο 0,39% δείχνει μια καλή προσαρμογή στις διακυμάνσεις του μέσου και όχι πολύ ακραίες αποκλίσεις από αυτών. Ακόμη, με την μέση απόκλιση τετραγώνων η οποία δεν λαμβάνει υπόψιν τις αρνητικές τιμές αφού τις υψώνει στο τετράγωνο βλέπουμε και πάλι ότι είναι μικρή, άρα μας επαληθεύει ότι δεν υπάρχει μεγάλη απόκλιση των παρατηρήσεων από τον μέσο. Επίσης για τις ανεξάρτητες μεταβλητές παρατηρούμε

ότι για τη μεταβλητή που ελέγχει το είδος τις ολοκληρώσεις η μέση τιμή ήταν 0,71 περίπου κάτι που δείχνει ότι το 71% του δείγματος της ανάλυσης της παλινδρόμησης αφορούσε οριζόντιες συμφωνίες όπως είδαμε και στο κεφάλαιο 3. Για την μεταβλητή που αφορά το είδος πληρωμής φάνηκε ότι το 91% περίπου ήταν συμφωνίες που πληρώθηκαν με μετρητά, το οποίο δείχνει την τάση των αγοραστών να κλείνουν συμφωνίες με μετρητά αφού είναι υπεύθυνες για θετικές αποδόσεις όπως εξήγησαν και οι Schijven and Hitt (2012). Οι δύο μεταβλητές παρουσιάζουν μικρές τιμές τυπικών σφαλμάτων κάτι που δείχνει καλή προσαρμογή του δείγματος και τα αποτελέσματα μας μπορούν να θεωρηθούν αξιόπιστα. Τέλος για την μεταβλητή του Total Debt /Total Capital (%) παρατηρείται ότι ο μέσος βρίσκεται στο 0,36 δηλαδή η μέση τιμή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης του δείγματος μας είναι στο 36,25%. Παρακάτω εμφανίζονται τα αποτελέσματα.

**Πίνακας 3.** Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των CARs και άλλων μεταβλητών για το σύνολο του δείγματος.

Μεταβλητές	Μέσος	Τυπικό σφάλμα	Διάμεσος	Μέση απόκλιση τετραγώνου	Διακύμανση
<b>CAAR*</b>	0,011332	0,0039	0,008685	0,11542	0,013322
<b>DUM Horizontal</b>	0,706953642	0,018535529	1	0,455536778	0,207513756
<b>DUM Cash</b>	0,908940397	0,011715799	1	0,287932303	0,082905011
<b>Total Debt /Total Capital (%)</b>	0,3625834	0,03254572	0,3185	0,7998569	63,97711

N=876\*, 604

#### 4.1.2 Αποτελέσματα συνολικού δείγματος

Έτσι, στο συνολικό δείγμα τα αποτελέσματα για τα CAARs σε event window (-10,10) είναι ότι η απόδοση είναι θετική και ίση με 1,1332% με t- statistic 2,67 κάτι που δείχνει ότι η απόδοση αυτή για τα επίπεδα σημαντικότητας μας είναι στατιστικά σημαντική. Για τα άλλα δυο event windows βλέπουμε πάλι θετικές αποδόσεις αλλά μικρότερες από πριν με 0,4383% και 1,1201% για περιόδους (0) και (-2,2) αντίστοιχα, οι αποδόσεις αυτές στατιστικά σημαντικές. Επίσης, παρατηρείται ότι σε CAAR(0) δηλαδή την ημέρα της ανακοίνωσης της συμφωνίας οι αγοραστές κερδίζουν την μικρότερη απόδοση σε σχέση με τις άλλες δυο περιπτώσεις. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε τυχόν επιρρεπής κινήσεις των αγοραστών εκείνη την ημέρα. Αποτέλεσμα έχει ότι τελικά για τους αγοραστές στην

αγορά των Η.Π.Α υπάρχουν γενικά θετικές αποδόσεις στην δεκαετία που αναλύσαμε και ειδικότερα σε περίοδο 21 ημερών της ανακοίνωσης της συμφωνίας. Το αποτέλεσμα αυτό συμβαδίζει με την έρευνα των Alexandridis et.al (2016) η οποία βασίστηκε σε δείγμα μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-9 που φάνηκε ότι μετά την κρίση και την δημιουργία αυστηρότερου νομοθετικού πλαισίου για την προστασία των μετόχων φαίνεται να υπάρχει θετική απόδοση στις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών λόγω αυξήσεως των συνεργατικών οφελών.

**Πίνακας 4.** Αποτελέσματα συνολικού δείγματος.

Αποτελέσματα Αγοραστών	CAAR(-10,10)	CAAR(0)	CAAR(-2,2)
Απόδοση	1,1332%	0,4383%	1,1201%
T-Statistic	2,668474***	4,72981***	5,405365***

N=876, Επίπεδα σημαντικότητας: \*\*\* 1%, \*\*5%, \*10%

#### 4.1.3 Αποτελέσματα για οριζόντιες και κάθετες συμφωνίες

Έπειτα με την βοήθεια των 4ψηφίων SIC code και την επεξήγηση τους διαχωρίσαμε το δείγμα όπως αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο σε κάθετες και οριζόντιες συμφωνίες. Ο σκοπός γι' αυτό τον διαχωρισμό ήταν να παρατηρήσουμε κατά πόσο ο τύπος της ολοκλήρωσης είναι σημαντικός και πόσο επηρεάζει τις αποδόσεις των αγοραστών αλλά και ποιο είδος προσδίδει μεγαλύτερη αξία σε όρους μη κανονικών αποδόσεων για τον αγοραστή. Τα αποτελέσματα αυτά εμφανίζονται στον πίνακα 5.

Πιο συγκεκριμένα, για τους αγοραστές που προέβησαν σε *οριζόντιες* εξαγορές οι μη αθροιστικές μέσες αποδόσεις (CAARs) για event window (-10,10) είναι θετική και μη στατιστικά σημαντική και ίση με 0,5736% με t-statistic 1,22. Επίσης, για CAAR(0) η απόδοση είναι θετική αλλά στατιστικά σημαντική όπως και στο CAAR (-2,2) η απόδοση είναι εξίσου θετική αλλά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%. Οι αποδόσεις και τα t- statistic για τις οριζόντιες συμφωνίες εμφανίζονται αναλυτικά στον πίνακα 5. Το συμπέρασμα είναι ότι σε οριζόντιες συμφωνίες οι αγοραστές κερδίζουν θετικές αποδόσεις λίγο πάνω από το 0. Αυτό το αποτέλεσμα γενικά συμπίπτει με την

βιβλιογραφία που έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο και δείχνει ότι επαληθεύεται και από την έρευνα μας. Πιο συγκεκριμένα, σε έρευνα των Frésard et.al (2020) βρήκαν και αυτοί λίγο πάνω από το 0 αποδόσεις για τους αγοραστής βασιζόμενοι σε δείγμα επιχειρήσεων τεχνολογικού τομέα.

Από την άλλη πλευρά όσον αφορά στις *κάθετες* συμφωνίες σε ένα δείγμα 200 συμφωνιών οι αγοραστής φαίνεται να κερδίζουν και πάλι θετικές αποδόσεις αλλά υψηλότερες από ότι προηγουμένως. Πιο αναλυτικά, η μη αθροιστική απόδοση των αγοραστών για event window (-10,10) είναι θετική και ίση με 3,38% και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Επίσης, για CAAR (0) η απόδοση είναι θετική και τέλος, η μη αθροιστική μέση απόδοση σε περίοδο (-2,2) είναι θετική και μη στατιστικά σημαντική και είναι ίση με 1,59%. Γεγονός που συμβαδίζει με την υπάρχουσα βιβλιογραφία που αναλύθηκε.

Στο πίνακα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που αναλύθηκαν προηγουμένως.

**Πίνακας 5.** Αποτελέσματα για οριζόντιες και κάθετες συμφωνίες.

Αποτελέσματα Αγοραστών		CAAR(-10,10)	CAAR(0)	CAAR(-2,2)
Οριζόντιες Συμφωνίες (N=640)	Απόδοση	0,5736%	0,4448%	0,8545%
	T-Statistic	1,223244	4,346777***	3,734407***
Κάθετες Συμφωνίες (N=200)	Απόδοση	3,3973%	0,8652247%	1,5945612%
	T-Statistic	4,246756***	4,95629123***	1,24488E-05

Επίπεδα σημαντικότητας: \*\*\* 1%, \*\*5%, \*10%

Το συμπέρασμα λοιπόν είναι ότι η **Υπόθεση** που έγινε στο κεφάλαιο 3.1 επαληθεύτηκε με βάση τα παραπάνω αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα, η υπόθεση ανέφερε ότι οι κάθετες συμφωνίες προσδίδουν μεγαλύτερη αξία για τον αγοραστή από ότι μια οριζόντια ολοκλήρωση σε όρους μη κανονικών αποδόσεων. Κάτι που επαληθεύθηκε πλήρως και σε μεγάλο βαθμό από την ανάλυση του δείγματος μας διότι στις κάθετες συμφωνίες οι αγοραστής και στα 3 event windows που αναλύθηκαν κερδίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τα αντίστοιχα στις οριζόντιες συμφωνίες. Με τις αποδόσεις των CAAR (-10,10) για κάθετες

συμφωνίες να είναι σχεδόν κατά 2,82 μονάδες μεγαλύτερη. Όπως και στα υπόλοιπα event window να είναι εξίσου μεγαλύτερες. Κάτι που δείχνει ότι οι αγοραστές που ήρθαν σε κάθετες συμφωνίες Σ&Ε τα έτη 2012 έως 2022 κέρδισαν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτούς που έκλεισαν συμφωνίες οριζόντιου χαρακτήρα. Το αποτέλεσμα αυτό συμβαδίζει με την βιβλιογραφία που αναλύθηκε στο κεφάλαιο 2 και συμβαδίζουν με τα αποτελέσματα των Fan and Goyal (2006) και των Frésard et.al (2020) όπου είχαν βρει ότι σε ανταγωνιστικές αγορές όπως είναι η αγορά των Η.Π.Α οι κάθετες συμφωνίες είναι πιο αποδοτικές για τους αγοραστές από αυτές των οριζόντιων. Κάποιοι από αυτούς τους λόγους μπορεί να είναι ότι οι αγοραστές προτιμούν μια κάθετη συμφωνία διότι θα μπορέσουν να έχουν τα οφέλη της συνέργειας που δημιουργεί αυτό του είδους η ολοκλήρωση. Για παράδειγμα, να πάρουν γνώση που δεν είχαν πιο πριν, η μείωση της εξάρτησης είτε από τους προμηθευτές της, είτε από τα δίκτυα διανομής ή ακόμα και να μειώσει τα κόστη παραγωγής. Όπως επίσης ειδικά για τον κλάδο της τεχνολογίας οι εταιρίες θέλουν να κατέχουν όλα τα στάδια παραγωγής ώστε να έχουν πλήρως την παραγωγή ενός καινοτόμου προϊόντος.

#### **4.1.4 Έλεγχος διαφοράς μέσω μη αθροιστικών κανονικών αποδόσεων**

Τα αποτελέσματα στα οποία προβήκαμε έδειξαν ότι υπάρχει διαφορά ανάμεσα στις μέσες μη αθροιστικές κανονικές αποδόσεις (CAARs) για όλα τα event windows που αναλύσαμε, η οποία βασίζεται στο είδος ολοκλήρωσης της συμφωνίας. Έτσι θα προβούμε σε έλεγχο 't δύο δειγμάτων με υποτιθέμενες άνισες διακυμάνσεις' ώστε να δούμε εάν αυτές οι διαφορές είναι τελικά στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$  για ένα event window  $(-10,10)$  στο οποίο είδαμε και την μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στις αποδόσεις των αγοραστών, η οποία πλησίασε περίπου τις 2,82 μονάδες. Πιο αναλυτικά χωρίζοντας τα CARs με βάση το είδος της ολοκλήρωσης (κάθετα, οριζόντια) για event window  $(-10,10)$  και με τον έλεγχο καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι τελικά οι διαφορές των αποδόσεων που παρατηρήθηκαν με βάση το είδος ολοκλήρωσης της συμφωνίας είναι στατιστικά σημαντικές. Αφού το t-statistic είναι μεγαλύτερο από την κρίσιμη τιμή σε μονόπλευρο και δίπλευρο έλεγχο το αποτέλεσμα είναι να απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση η οποία ορίζει ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά. (Ο έλεγχος με το p-value μας δίνει το ίδιο αποτέλεσμα αφού είναι μικρότερο από την το επίπεδο εμπιστοσύνης  $10\% | 0,10$ ) Τα παραπάνω παρουσιάζονται στον πίνακα 6.

**Πίνακας 6.** Έλεγχος t δύο δειγμάτων με υποτιθέμενες άνισες διακυμάνσεις.

	Κάθετη	Οριζόντια
<b>Μέσος</b>	0,033601634	0,005736477
<b>Διακύμανση</b>	0,016283764	0,011195637
<b>Μέγεθος δείγματος</b>	200	640
<b>βαθμοί ελευθερίας</b>	290	
<b>T-statistic</b>	2,801799182	
<b>T - κρίσιμο, μονόπλευρο</b>	1,284477622	
<b>T - κρίσιμο, δίπλευρο</b>	1,650124931	
<b>P(T&lt;=t) μονόπλευρη</b>	0,002711935	
<b>P(T&lt;=t) δίπλευρη</b>	0,005423871	

## 4.2 Αποτελέσματα παλινδρόμησης

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αφορούν τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις σε ένα βασικό event window το οποίο επιλέχτηκε να είναι το (-10,10). Τα αποτελέσματα αφορούν την εξαρτημένη μας μεταβλητή *CAR<sub>jt</sub>* η οποία μεταφράζονται μέσω 3ων ανεξάρτητων μεταβλητών οι οποίες αναλύθηκαν στο κεφάλαιο 3.

Πιο συγκεκριμένα, έχουμε επιλέξει ένα επίπεδο εμπιστοσύνης 10% ώστε να δούμε σε αυτό το επίπεδο την στατιστική σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών. Με την κριτική τιμή σε αυτό το επίπεδο εμπιστοσύνης και με βαθμούς ελευθερίας ( $n - k$ ) 600 να ισούται με 1,646.

Αρχικά, παρουσιάζεται ένας πίνακας ώστε να δούμε την συσχέτιση των συντελεστών. Στον παρακάτω πίνακα 7 παρατηρούμε αναμενόμενα ότι οι μεταβλητές μας όταν συγκρίνονται με τον εαυτό τους έχουν τέλεια συσχέτιση και ίση με την μονάδα. Όμως, σε σχέση με τις ανεξάρτητες παρατηρούμε αρχικά ανάμεσα στην εξαρτημένη και στις εξαρτημένες μεταβλητές που αφορούν τον τύπο της πληρωμής του αντιτίμου και την μεταβλητή του *Total Debt/Total Capital* υπάρχει θετική συσχέτιση. Για την τελευταία βλέπουμε μια θετική αλλά πολύ κοντά στο μηδέν συσχέτιση τα *CAR<sub>jt</sub>* σε event window (-10,10). Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ένα πολύ μικρό επίπεδο συσχέτισης ανάμεσα στις δυο μεταβλητές μας. Όμως, για την μεταβλητή που αφορά τον τρόπο πληρωμής παρατηρείται μια πιο μεγάλη συσχέτιση η οποία δείχνει ότι η πληρωμή σε μετρητά παρουσιάζει πιο θετική σχέση με τα *CAR<sub>jt</sub>* αλλά και πάλι δεν είναι ιδιαίτερα ισχυρή. Επίσης, όσο αφορά την μεταβλητή που παρατηρεί το είδος ολοκλήρωσης βλέπουμε μια αρνητική συσχέτιση. Αυτό δείχνει σύμφωνα με τις τιμές που παίρνει αυτή η μεταβλητή ότι οι οριζόντιες συμφωνίες σχετίζονται αρνητικά με τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις και είναι υπεύθυνες για πιο χαμηλές και ίσως αρνητικές αποδόσεις των αγοραστών από τις αντίστοιχες συμφωνίες με κάθετο χαρακτήρα. Κάτι που επαληθεύεται και από τις ακαδημαϊκές έρευνες που

μελετήθηκαν, όπως αυτή των Fan and Goyal (2006) που ανέλυσαν μια μεγάλη περίοδο συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αμερικάνικη αγορά και έδειξαν ότι οι κάθετες ολοκληρώσεις προσφέρουν πιο θετική αξία από άλλες στρατηγικές (π.χ. οριζόντιες) .

**Πίνακας 7. Μήτρα συσχέτισης (correlation matrix).**

	<b>CAR (-10.10)</b>	<b>DUM Horizontal</b>	<b>DUM Cash</b>	<b>Total Debt/Total Capital%</b>
<b>CAR (-10.10)</b>	1	-0,111697547	0,066710246	0,027412958
<b>DUM Horizontal</b>	-0,111697547	1	-0,165852327	0,013390594
<b>DUM Cash</b>	0,066710246	-0,165852327	1	-0,144398181
<b>Total Debt/Total Capital%</b>	0,027412958	0,013390594	-0,144398181	1

N=604

Στην συνέχεια αναλύονται τα στοιχεία της πολλαπλής παλινδρόμησης.

Τα αποτελέσματα που πήραμε από την ανάλυση για το event window (-10,10) για το προσαρμοσμένο  $R^2$  (adj.) το οποίο μας δείχνει αν οι ανεξάρτητες μεταβλητές επεξηγούν ορθά την εξαρτημένη είναι ίσο με 0,0112 κάτι που δείχνει ότι μόλις το 1,12% εξαρτημένης μεταβλητής μας **CAR** ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Στο κομμάτι των ανεξάρτητων μεταβλητών παρατηρούμε ότι η εκτίμηση για την μεταβλητή  $b_3$  αν μεταβληθεί +- 1 μονάδα η εξαρτημένη θα μεταβληθεί σε πολύ μικρό ποσοστό. Σε όρους στατιστικής σημαντικότητας με επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$  και με την κριτική τιμή σε αυτό το επίπεδο να ισούται με 1,646 το t-test της ανεξάρτητης μεταβλητής δείχνει να μην απορρίπτει την μηδενική υπόθεση άρα είναι μη στατιστικά σημαντική.

Επίσης, φαίνεται ότι η εξαρτημένη μεταβλητή που αφορά το είδος της οριζόντιας ολοκλήρωσης θα επηρεάσει αρνητικά την εξαρτημένη μεταβλητή των abnormal returns (CARs) και η σχέση αυτή είναι στατιστικά σημαντική στο 5% επίπεδο σημαντικότητας ( $p\text{-value}=1,2\%$ ). Όσον αφορά στον τρόπο πληρωμής φαίνεται ότι η πληρωμή με μετρητά επηρεάζει θετικά τις μη αθροιστικές κανονικές αποδόσεις, αλλά η σχέση είναι στατιστικά μη σημαντική. Το τελευταίο αποτέλεσμα



επαληθεύει και τις ακαδημαϊκές έρευνες που μελετήθηκαν και πιο συγκεκριμένα των Fich et.al (2018) όπου συμπέραναν ότι οι συμφωνίες που απέφεραν μεγάλα κέρδη για τους αγοραστές ήταν αυτές που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά και όχι με ανταλλαγή μετοχών διότι όταν γίνεται ανταλλαγή μετοχών για την πραγματοποίηση της συμφωνίας οι μετοχές ως συνήθως είναι υπερτιμημένες με αποτέλεσμα στην ανακοίνωση της εξαγοράς η αγορά να αντιδράει αρνητικά.

### Πίνακας 8. Στατιστικά Αποτελέσματα για event window (-10,10).

\*Εξίσωση παλινδρόμησης:

$$CAR_{jt} = a + DUMHorizontal + DUMCash + b3 * Total Debt / Total Capital + et$$

Εξαρτημένη μεταβλητή:  $CAR_{jt}$  για event window (-10,10).

<b>Πολλαπλό R</b>	0,12721682		
<b>R Τετράγωνο</b>	0,016184119		
<b>Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο</b>	0,01126504		
<b>Τυπικό σφάλμα</b>	0,100498373		
<b>Μέγεθος δείγματος</b>	604		
	<b>Συντελεστές</b>	<b>T-test</b>	<b>P- Value</b>
<b>Σταθερός όρος</b>	0,006099752	0,369393176	0,711965012
<b>DUM Horizontal</b>	-0,022870476	-2,510244877	0,0123267640
<b>DUM Cash</b>	0,019276734	1,323441242	0,186192744
<b>Total Debt % Total Capital</b>	4,64031E-05	0,897341373	0,3698967

N=604

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup> Συμπεράσματα

Στο τελευταίο κεφάλαιο αυτής της εργασίας θα αναλυθούν τα γενικότερα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε έπειτα από μια αρκετά μεγάλη θεωρητική ανάλυση βασισμένοι σε παλιότερες έρευνες ακαδημαϊκών που ασχολήθηκαν με το θέμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων αλλά και στα συμπεράσματα από την έρευνα που πραγματοποιήθηκε σε αυτές τις συμφωνίες στις Η.Π.Α την δεκαετία του 2012 έως 2022 με βάση τα κριτήρια που έχουν αναλυθεί παραπάνω με την βοήθεια κυρίως του μοντέλου των μη κανονικών αποδόσεων αλλά και της πολλαπλής παλινδρόμησης.

Έτσι, με βάση την θεωρητική έρευνα που έγινε καταλαβαίνει κανείς πόσο σημαντικό είναι το γεγονός των Σ&Ε όχι μόνο για τις εταιρίες που εισέρχονται σε τέτοιες συμφωνίες αλλά και για την αγορά που δραστηριοποιούνται αλλά και για τους επενδυτές. Αυτό το εταιρικό γεγονός φαίνεται ότι μπορεί να επηρεαστεί από πολλούς παράγοντες όπως είναι το είδος των επιχειρήσεων, το είδος πληρωμής του αντιτίμου ακόμα και της στάσης που θα κρατήσει η διοίκηση της εταιρείας στόχου. Ο κάθε ένας παράγοντας μπορεί να επηρεάσει τις εταιρίες στον βαθμό των αποδόσεων με διαφορετικό τρόπο, ο οποίος εξαρτάται από το σήμα που θα πάρουν οι επενδυτές ώστε με τις κινήσεις που θα κάνουν να επηρεάσουν τις αποδόσεις των συμβαλλόμενων της συμφωνίας. Επίσης, φαίνεται ότι ένα τέτοιο γεγονός είναι από άποψη κόστους πολύ μεγάλο για τον αγοραστή και ενέχει κινδύνους όπως και κάθε άλλη επένδυση. Αυτό καθιστά τις Σ&Ε ένα πολύ σημαντικό γεγονός για την μετέπειτα πορεία των επιχειρήσεων ώστε να αποφύγουν τις γρήγορες και σπασμωδικές κινήσεις. Γι' αυτό το λόγο θα πρέπει η διοίκηση της εταιρίας που θέλει να προβεί σε μια τέτοια συμφωνία να μελετήσει και να ελέγξει όλους τους παράγοντες για μια τέτοια κίνηση και όχι απλά να ακολουθήσει το κύμα. Όλα αυτά φαίνονται από την πληθώρα των ακαδημαϊκών ερευνών που έχουν γίνει όλα αυτά τα χρόνια και από τις πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους έρευνες με βάση διαφορετικούς παράγοντες, κριτήρια και μεθόδους σε ότι αφορά αν τελικά ο αγοραστής ή ο στόχος κερδίζει σε όρους αποδόσεων και αν ναι πόσο κερδισμένος είναι τελικά με μια τέτοια συμφωνία.

Επίσης, από την έρευνα που πραγματοποιήθηκε με την βοήθεια των μη κανονικών αποδόσεων και τα αποτελέσματα τα οποία βγήκαν φαίνεται ότι τελικά στην δεκαετία την οποία έγινε η έρευνα η οποία συμπίπτει και στο 7<sup>ο</sup> κύμα Σ&Ε στις Η.Π.Α ότι οι αγοραστής που προέβησαν σε συμφωνίες Σ&Ε έχουν γενικότερα θετικές μη κανονικές αποδόσεις σε όλα τα event windows που παρατηρήθηκαν. Ένα αποτέλεσμα που συμβαδίζει με την έρευνα των Alexandridis et.al (2016). Αυτό δείχνει μια εμπιστοσύνη των επενδυτών για τις εταιρίες που εισέρχονται σε τέτοιες συμφωνίες σαν αγοραστής έπειτα από την βαθιά οικονομική κρίση του 2007 που έπληξε την Αμερική και του ίσως πιο αυστηρού νομοθετικού πλαισίου που έφερε αυτή η κρίση. Πιο συγκεκριμένα όμως, φάνηκε τελικά ότι η βασική μας υπόθεση να επαληθεύεται. Το οποίο σημαίνει ότι οι αγοραστής οι οποίοι προτίμησαν μια κάθετη εξαγορά να βγαίνουν πιο κερδισμένοι σε

βραχυχρόνια περίοδο από αυτούς των οριζόντιων Σ&Ε. Ένα αποτέλεσμα το οποίο συμβαδίζει και με την βιβλιογραφία που μελετήθηκε και ειδικότερα με τα αποτελέσματα των Fan και Goyal το 2006 και των Frésard et.al (2020).

Τέλος, με βάση το στατιστικό μοντέλο μας σε ένα δείγμα 604 συμφωνιών Σ&Ε τα αποτελέσματα στα οποία προβήκαμε ήταν ότι ανάμεσα στην εξαρτημένη μας μεταβλητή υπάρχει θετική συσχέτιση αλλά μη στατιστικά σημαντική με τις μεταβλητές που αφορούν τον τρόπο πληρωμής και της μεταβλητής που αφορά την χρηματοοικονομική μόχλευση του αγοραστή, αλλά από την άλλη υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την μεταβλητή που αφορά το είδος ολοκλήρωσης της συμφωνίας (οριζόντιες).

Το γενικότερο συμπέρασμα τελικά είναι ότι αυτό το μεγάλο και σημαντικό εταιρικό γεγονός που μελετήθηκε την δεκαετία 2012 έως 2022 στις Η.Π.Α φαίνεται να έχει θετικές αποδόσεις για τους αγοραστές και ειδικότερα για τους αγοραστές που προβαίνουν σε κάθετες συμφωνίες, κάτι που αν βασιστούμε στην αναφερόμενη βιβλιογραφία εξηγείται στο ότι οι αγοραστές μπορούν να αποκτήσουν μεγαλύτερα κομμάτια στην εφοδιαστική αλυσίδα όταν υπάρχουν ακριβοί ή μη αξιόπιστοι προμηθευτές ή διανομείς για τα προϊόντα τους, ώστε να μειώσουν τα χρηματικά κόστη αλλά και τα κόστη που θα προέλθουν από ένα μη αξιόπιστο προϊόν. Επίσης μπορούν να αποκτήσουν ανθρώπινους πόρους, περιουσιακά στοιχεία, γνώσεις και ικανότητες από την εξαγορά ενός στόχου που να ταιριάζει και να συμπληρώνει την παραγωγική τους διαδικασία με σκοπό τον έλεγχο του κόστους και των διαδικασιών σε όλη την εφοδιαστική αλυσίδα. Ακόμη μπορούν να αυξήσουν την διαπραγματευτική τους δύναμη στην αγορά με την εξαγορά των προμηθευτών ή του δικτύου διανομής, αλλά και να δημιουργήσουν εμπόδια στους ανταγωνιστές τους όταν δραστηριοποιούνται σε αγορές με αντιμονοπωλιακούς κανόνες όπου η οριζόντια ολοκλήρωση 'απαγορεύεται'. Τέλος με την κάθετη ολοκλήρωση αποφεύγονται τα μειονεκτήματα που παρουσιάζουν οι οριζόντιες συμφωνίες, όπως ο φόβος για μια αντιμονοπωλιακή νομοθεσία που θα ακυρώσει την αρχική συμφωνία αλλά και η στενή πρόσδεση του αγοραστή με τον κλάδο η οποία μειώνει την διαφοροποίηση του στην αγορά που ίσως μελλοντικά να των αναγκάσει σε μια στρατηγική αποεπένδυσης.

Όλα τα παραπάνω οι επενδυτές τα εκλαμβάνουν σαν μηνύματα και προσαρμόζουν τις βραχυχρόνιες κινήσεις τους ώστε οι αγοραστές των κάθετων Σ&Ε τελικά να κερδίζουν μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις από αυτούς των οριζόντιων συμφωνιών.

Όμως, όλα τα ευρήματα αφορούσαν κυρίως μετοχικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης δηλαδή σε βραχυπρόθεσμη περίοδο που αντανάκλουν τις προσδοκίες της αγοράς που δεν είναι πάντα αποτελεσματική με αποτέλεσμα να υπάρχουν κάποιοι περιορισμοί στα ευρήματα τα οποία προβήκαμε. Όπως έχει ήδη αναφερθεί σε βραχυχρόνια περίοδο οι μετρήσεις δεν μπορούν να είναι ένα στοιχείο ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού λόγω της ίσως υπερεκτίμησης ή υποεκτίμησης κάποιων στοιχείων των συμφωνιών, την

δημιουργία συνεργειών και θετικών αποδόσεων που σε ορίζοντα μεγαλύτερο του έτους η αγορά μπορεί να αναιρέσει και να προσπαθήσει να τις διορθώσει με αποτέλεσμα τελικά να αλλάξουν οι αποδόσεις των συμβαλλόμενων μερών της συμφωνίας. Αυτό τον περιορισμό μπορεί κάποιος να τον καλύψει μελετώντας τις μη κανονικές αποδόσεις σε μια πιο μακροπρόθεσμη περίοδο με βάση και της λειτουργικής απόδοσης της εταιρίας, με την βοήθεια των κάποιων λογιστικών δεικτών όπως για παράδειγμα την απόδοση των κεφαλαίων (ROE) και του δείκτη των κερδών πριν από φόρους τόκους και αποσβέσεις (EBITDA).

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΞΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ**

Abrahamson, E., & Rosenkopf, L. (1993). Institutional and Competitive Bandwagons: Using Mathematical Modeling as a Tool to Explore Innovation Diffusion. *The Academy of Management Review*, 18(3), 487-517.

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

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

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205–258.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.

Calipha, R., Tarba, S., & Brock, D. (n.d.). Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. *Advances in Mergers & Acquisitions*, 1–24.

Carow, K., Heron, R., & Saxton, T. (2004). Do early birds get the returns? An empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions. *Strategic Management Journal*, 25(6), 563–585.

Colangelo, G. (1995). Vertical versus horizontal integration: pre-emptive merging. *The Journal of Industrial Economics*, 43(3): 323-337

Draper, P., & Paudyal, K. (2006). Acquisitions: Private versus Public. *European Financial Management*, 12(1), 57–80.

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

Fama, E. F., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 382-417.

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

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

Fich, E. M., Nguyen, T., & Officer, M. (2018). Large Wealth Creation in Mergers and Acquisitions. *Financial Management*

Flannery, M., Hanousek, J., Shamshur, A., & Tresl, J. (2023). M&A Activity and the Capital Structure of Target Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(5), 2064-2095.

- Franks J., R. Harris, and S. Titman, (1989), "The post-merger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 29, 81-96
- Frésard, L., Hoberg, G., & Phillips, G. M. (2019). Innovation Activities and Integration through Vertical Acquisitions. *The Review of Financial Studies*.
- Gaspar, J.M., Massa, M., Matos, P., (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*. 76 (1), 135–165.
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2012). Empirical mergers and acquisitions research: a review of methods, evidence and managerial implications. *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, 287–313.
- Gross, S. K. H., & Lindstädt, H. (2006). Horizontal and vertical takeover and sell-off announcements: Abnormal returns differ by industry. *Corporate Ownership & Control*, 3(2), 23-30.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal of Management*, 17(1), 173–190.
- Hart, Oliver, and John Moore. 1990. Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy* 98(6): 1119-1158.
- Hayward, M. L. A., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103.
- Hoberg, G., & Phillips, G. M. (2010). Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis.
- Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When Do Vertical Mergers Create Value? *Financial Management*, 40(4), 845–877.
- Krishnan, H. A., & Park, D. (2002). The impact of work force reduction on subsequent performance in major mergers and acquisitions: An exploratory study. *Journal of Business Research*, 55(4), 285–292.
- Kyriazis, D. and Diacogiannis, G. (2008). The Determinants of Wealth Gains in Greek Takeover Bids. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22 :162-177
- Lehto, E., & Böckerman, P. (2008). Analyzing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68(1), 112–124.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218–225.

Mallette, P., and Fowler, K.L. (1992) Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of "Poison Pills". *Academy of Management Journal*, 35, 1010-1035.

McNamara, G. M., Halebian, J. (John), & Dykes, B. J. (2008). The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and The Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics. *Academy of Management Journal*, 51(1), 113–130.

Meador, A. L., Church, P. H., and Rayburn, L. G. (1996). Development of prediction models for horizontal and vertical mergers. *Journal of financial and strategic decisions* 9 (1): 11-23.

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

Oler, D. K., Harrison, J. S., & Allen, M. R. (2008). The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: an empirical illustration using horizontal acquisitions. *Strategic Organization*, 6(2), 151–184

Ramaswamy, K. (1997). The Performance Impact of Strategic Similarity in Horizontal Mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry. *Academy of Management Journal*, 40(3), 697–715.

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance* 58: 650-699.

Renneboog, L., & Zhao, Y. (2014). Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 28, 218–234.

Rozen-Bakher, Z. (2017). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*, 38(7-8), 492–518.

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

Schwert, G.W., (2000). Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder? *The Journal of Finance* 55 (6), 2599–2640.

Stigler G. J., (1950) Monopoly and Oligopoly by Merger, *The American Economic Review*, 40(2), 23-34.

Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943–963.

## **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Dess G.G., McNamara G., Eisner A.B. and Lee S-H (S), (2019), «Στρατηγική Διοίκηση, Θεωρία και Εφαρμογές», Εκδόσεις ΤΖΙΟΛΑ, Θεσσαλονίκη.

## **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ**

Πρωτόπαπα Παναγιώτη Γ. , Τραυλού Νικολάου Γ., Τσαγκαράκη Νικολάου Β. (2003)- «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.» Σπουδαί, τεύχος 4ο σελ.80-87

## **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Κυριαζής Δημήτριος «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' Έκδοση, Εκδόσεις Διπλωγραφία, Αθήνα 2016., 102

## **ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/united-states-ma-statistics/>



## Παράρτημα (Appendix)

Στο κομμάτι αυτό θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για event window (0) και (-2,2) Τα αποτελέσματα αναφέρονται πάλι στην εξαρτημένη μας μεταβλητή *CAR<sub>jt</sub>* η οποία μεταφράζεται μέσω 3ων ανεξάρτητων μεταβλητών που είδαμε και προηγουμένως. Το δείγμα παραμένει 604 και το επίπεδο εμπιστοσύνης είναι και πάλι ίσο με 10% ώστε να δούμε την στατιστική σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών και με κριτική τιμή ίση με 1,646. Τα αποτελέσματα εμφανίζονται στους πίνακες 9 και 10 για event windows (0) και (-2,2) αντίστοιχα.

Στα στατιστικά αποτελέσματα για event window (0) παρατηρούνται πάλι τα ίδια όσο αφορά τον τρόπο επηρεασμού της εξαρτημένης μεταβλητής (θετικός/αρνητικός) από τις ανεξάρτητες μεταβλητές όπως με τα αποτελέσματα στο event window (-10,10). Ενώ σε event window (-2,2) βλέπουμε μια αλλαγή στο τρόπο που επηρεάζεται η εξαρτημένη μεταβλητή η οποία βασίζεται στον πλέον αρνητικό επηρεασμό της από την μεταβλητή Total Debt/ Total Capital%.

### Πίνακας 9. Στατιστικά Αποτελέσματα για event window (0).

\*Εξίσωση παλινδρόμησης:

$$CAR_{jt} = a + DUMHorizontal + DUMCash + b3 * Total Debt / Total Capital + et$$

Εξαρτημένη μεταβλητή: *CAR<sub>jt</sub>* για event window (0).

Πολλαπλό R	0,122723		
R Τετράγωνο	0,015061		
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,010136		
Τυπικό σφάλμα	0,033174		
Μέγεθος δείγματος	604		
	<b>Συντελεστές</b>	<b>T-statistic</b>	<b>P- Value</b>
Σταθερός όρος	-0,00389	-0,714539057	0,475171813
DUM Horizontal	-0,00373	-1,240142091	0,215407604
DUM Cash	0,012094	2,51531182	0,012152856
Total Debt % Total Capital	9,26E-06	0,542326879	0,587794705

N=604

**Πίνακας 10.** Στατιστικά Αποτελέσματα για event window (-2,2).

\*Εξίσωση παλινδρόμησης:

$$CAR_{jt} = a + DUMHorizontal + DUMCash + b3 * Total Debt / Total Capital + et$$

Εξαρτημένη μεταβλητή:  $CAR_{jt}$  για event window (-2,2).

<b>Πολλαπλό R</b>	0,064393334		
<b>R Τετράγωνο</b>	0,004146501		
<b>Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο</b>	-0,000832766		
<b>Τυπικό σφάλμα</b>	0,057104028		
<b>Μέγεθος δείγματος</b>	604		
	<b>Συντελεστές</b>	<b>T-statistic</b>	<b>P- Value</b>
<b>Σταθερός όρος</b>	0,006764905	0,720992391	0,47119502
<b>DUM Horizontal</b>	-0,006060698	-1,170727576	0,242173055
<b>DUM Cash</b>	0,006919052	0,836007311	0,403483592
<b>Total Debt % Total Capital</b>	-0,000152598	-0,051933937	0,958598618

N=604