

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	2
ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΣΚΟΠΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	3
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	3
ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....	3
ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	5
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ.....	5
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ.....	7
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ.....	8
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ	8
ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	9
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....	9
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΑΜΥΝΑΣ.....	10
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	14
ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	14
ΒΑΘΜΟΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	21
ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	21
ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	21
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	26
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ	26
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ	26
ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	27
ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ	28
ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	30
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	30
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟΧΟΙ ΠΟΥ ΔΕΧΤΗΚΑΝ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ – ΕΞΑΓΟΡΑ	30
ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	31
ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	32
ΑΣΥΣΧΕΤΙΣΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	33
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟΧΟΙ ΠΟΥ ΕΚΑΝΑΝ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ – ΕΞΑΓΟΡΑ	34
ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	35
ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	36
ΑΣΥΣΧΕΤΙΣΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	37
ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ.....	38
ACROSS TIME.....	38
ACROSS FIRMS	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	40
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	40
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	43
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΣΚΟΠΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Οι συγχωνεύσεις – εξαγορές αποτελούν ένα φαινόμενο με τεράστιες διαστάσεις παγκοσμίως. Στην Ευρώπη τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί μεγάλη έξαρση. Σκοπός της μελέτης είναι να εξεταστεί κατά πόσο η απόφαση εταιριών που δραστηριοποιούνται στον Ευρωπαϊκό χώρο να συγχωνευτούν με άλλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε διαφορετικό κλάδο (οριζόντιες, κάθετες, ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις) μπορούν να επηρεάσουν την αξία των μετοχών και πως. Θα αναλυθεί αν κάποιο συγκεκριμένο είδος συγχώνευσης υπερτερεί έναντι των υπολοίπων σχετικά με την απόδοση που προσφέρει στους μετόχους. Όπως είναι γνωστό μια εξαγορά απαιτεί την δέσμευση μεγάλων κεφαλαίων για αρκετό διάστημα. Η επιχείρηση λοιπόν που αποφασίζει να πράξει κάτι τέτοιο πρέπει να γνωρίζει εκ των προτέρων την απόδοση παρομοίων συμφωνιών στο παρελθόν ώστε να έχει ένα επιπλέον μέτρο σύγκρισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν μια ιστορία περίπου 100 ετών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το πλήθος τους δεν είναι διαχρονικά σταθερό αλλά ανά χρονικά διαστήματα παρατηρείται έξαρση του φαινομένου. Διακρίνονται κυρίως 5 μεγάλα κύματα από τις αρχές του αιώνα μέχρι και σήμερα. Το πρώτο κύμα χαρακτηρίζεται από την δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων. Στο δεύτερο αναπτύσσονται τα ολιγοπώλια και η κάθετη ολοκλήρωση. Στο τρίτο κύμα (δεκαετία του 1960) οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται σε δραστηριότητες ασυσχέτιστες μεταξύ τους. Το τέταρτο κύμα (δεκαετία του 1980) χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων. Το πέμπτο κύμα (1993 – 1999) ήταν το μεγαλύτερο από όλα με αξία συναλλαγών 1,75 τρισεκατομμύρια δολάρια. Κύριο χαρακτηριστικό του ήταν η προσπάθεια των εταιριών να πετύχουν μέσω των εξαγορών ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην αγορά.

Στην Ευρώπη το φαινόμενο των συγχωνεύσεων άρχισε πολύ αργότερα (δεκαετία 1960 στην Μεγάλη Βρετανία και δεκαετία 1990 για την υπόλοιπη Ευρώπη). Δυο κύρια κύματα διακρίνονται, αρκετά μικρότερα από αυτά που παρατηρήθηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες, το πρώτο στην περίοδο 1987 – 1992 και το δεύτερο και σημαντικότερο 1995 – 2001.

ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Υπάρχουν δυο κύριοι τρόποι συγχώνευσης των εταιριών.

- Συγχώνευση με απορρόφηση, αυτή είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες, που καλούνται απορροφούμενες, λύνονται χωρίς να εκκαθαρίζονται και μεταβιβάζουν σε άλλη υφισταμένη ανώνυμη εταιρία το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, έναντι μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρία βάση μιας σχέσης ανταλλαγής μετοχών, και ενδεχομένως καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται.

- Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας, αυτή είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες, που καλούνται απορροφούμενες, λύνονται χωρίς να εκκαθαρίζονται και μεταβιβάζουν σε άλλη ανώνυμη εταιρία την οποία συστήνουν το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, έναντι μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρία βάση μιας σχέσης ανταλλαγής μετοχών, και ενδεχομένως καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται.

Ανάλογα με τον τρόπο που γίνεται η απόκτηση της εταιρίας από την εξαγοράστρια διαχωρίζονται δυο είδη μετασχηματισμών.

- Εξαγορά, είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης έναντι μετρητών, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.
- Δημόσια προσφορά, σε αυτή την περίπτωση η αγοράζουσα εταιρία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης εταιρίας σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με κοινές μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας. Ανάλογα με την στάση της διοίκησης οι δημόσιες προσφορές διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές. Στην πρώτη περίπτωση οι διοικήσεις των δυο εταιριών συνεργάζονται για να ολοκληρώσουν την συγχώνευση, ενώ στην δεύτερη η διοίκηση της εταιρίας στόχου χρησιμοποιεί ορισμένες αμυντικές τακτικές για να εμποδίσει ή να κάνει ασύμφορη την εξαγορά.

Ανάλογα με το βαθμό συσχέτισης μπορούν να διακριθούν τρεις τύποι συγχωνεύσεων - εξαγορών:

- Οριζόντιες, (Horizontal Mergers and Acquisitions). Οι δυο εταιρίες παράγουν το ίδιο προϊόν και ανήκουν στο ίδιο παραγωγικό κλάδο. Συνήθως η μια άμεσα ανταγωνίζεται την άλλη. Σαν παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την αγορά μιας τράπεζας από μια άλλη, η Εθνική συγχωνεύεται με την Alpha Bank.

- Κάθετες, (Vertical Mergers and Acquisitions). Η μια εταιρία παράγει ένα προϊόν που είναι απαραίτητο στην άλλη για να κατασκευάσει το δικό της (πρώτες ύλες, εργαλεία, υπηρεσίες κλπ). Κατά κύριο λόγο σε αυτές της συγχωνεύσεις – εξαγορές η εταιρία αγοράζει τον προμηθευτή ή τον διανομέα της. Αγοράζει δηλαδή μια επιχείρηση και την μετατρέπει σε τμήμα της απαραίτητο για την παραγωγική της διαδικασία. Παράδειγμα κάθετης συγχώνευσης θα μπορούσε να είναι η αγορά μιας επιχείρησης κατασκευής δομικών υλικών από μια κατασκευαστική.
- Ασυσχέτιστες, (Conglomerates, Unrelated Mergers and Acquisitions). Οι δυο εταιρίες δεν έχουν καμία μεταξύ τους σχέση. Ο λόγος που μπορεί να ωθήσει μια εταιρία να προβεί σε με τέτοια συγχώνευση – εξαγορά είναι η διαφοροποίηση κινδύνου, η θέληση να εισέλθει σε έναν νέο ανερχόμενο κλάδο, η απόκτηση μιας επαναστατικής ιδέας ή κάποιων δικαιωμάτων κ.α. Ως παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την αγορά μιας τράπεζας από μια εκδοτική επιχείρηση.

ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Τα κίνητρα που οδηγούν δυο εταιρίες να ενωθούν μεταξύ τους είναι αρκετά, και εντάσσονται σε πέντε κύριες κατηγορίες.

1. Οικονομικές Θεωρίες
2. Διοικητικές Θεωρίες
3. Χρηματοοικονομικές Θεωρίες
4. Στρατηγικές Θεωρίες
5. Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

- Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετοχών. Υποστηρίζει ότι σε μια ανταγωνιστική αγορά κάθε επιχείρηση έχει σαν στόχο την μεγιστοποίηση των κερδών της. Αυτό σημαίνει ότι δυο εταιρίες θα προβούν σε συγχώνευση – εξαγορά μόνο σε περίπτωση που

προσδοκούν ότι αυτή η ενέργεια θα αυξήσει τον πλούτο των μετόχων. Οι λόγοι για μια τέτοια αύξηση είναι οι εξής:

- I. Επίτευξη συνεργιών σε λειτουργικό επίπεδο σε διοικητικό επίπεδο και σε χρηματοοικονομικό επίπεδο.
 - a. Λειτουργικά οι συνεργίες προέρχονται από τις οικονομίες κλίμακας που πετυχαίνονται με την μεγένθυση της επιχείρησης και κατά συνέπεια την μείωση του κόστους και τον καλύτερο καταμερισμό των παραγωγικών πόρων. Παράλληλα μπορούν να επιτευχθούν μέσω της αλληλοσυμπλήρωσης των συντελεστών παραγωγής, των οικονομιών φάσματος, και των οικονομιών μάθησης. Στις οριζόντιες συγχωνεύσεις οι συνέργιες προέρχονται από τις οικονομίες κλίμακας, ενώ στις κάθετες και ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις προέρχονται από τις οικονομίες φάσματος και μάθησης.
 - b. Σε διοικητικό επίπεδο η αποτελεσματικότητα προέρχεται από το γεγονός ότι συγχώνευση αποτελεί την αφορμή για την αντικατάσταση της διοίκησης της εταιρίας στόχου ή των συνδυασμό των πιο ικανών στελεχών από τις διοικήσεις των δυο εταιριών. Ακόμα και η προσφορά για συγχώνευση – εξαγορά αναγκάζει την εταιρία στόχο να προβεί σε αντικατάσταση στελεχών που είτε επηρεάζονται εύκολα είτε δεν είναι ικανά (Bradley, Desai, Kim 1983).
 - c. Σε χρηματοοικονομικό επίπεδο ευκαιρίες για συνέργιες προκύπτουν όταν η μια από τις δυο επιχειρήσεις διαθέτει είτε ίδια κεφάλαια είτε μπορεί να δανειστεί με ευνοϊκούς όρους αλλά δεν διαθέτει ικανοποιητικές ευκαιρίες επένδυσης. Έτσι δύο εταιρίες αλληλοσυμπληρώνονται και τα κεφάλαια της μιας επενδύονται από την άλλη και δίνουν δυνατότητες κερδοφορίας. Ταυτόχρονα στην περίπτωση των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων οι ροές από τις δυο δραστηριότητες διασφαλίζουν την ικανότητα της νέας επιχείρησης να αποπληρώνει τα δάνεια της. Τέλος υπάρχουν και φορολογικοί λόγοι που οδηγούν στην ένωση δυο εταιριών όπως για παράδειγμα η δυνατότητα της μιας επιχείρησης για φορολογικές απαλλαγές που όμως χάνονται επειδή η επιχείρηση δεν μπορεί να πραγματοποιήσει κέρδη. Συνήθως μια συγχώνευση αυξάνει τα πάγια της

νέας εταιρίας και έτσι μεγαλώνουν οι αποσβέσεις που αφαιρούνται από τα κέρδη μειώνοντας τελικά το πόσο του φόρου που καταβάλλεται.

- II. Η επιχείρηση μέσω της συγχώνευσης μπορεί να αυξήσει την δύναμη της στην αγορά. Στην περίπτωση μιας οριζόντιας συγχώνευσης η επιχείρηση αποκτά μεγαλύτερο μερίδιο και έτσι έχει την δύναμη να επηρεάσει την τιμή και άλλα χαρακτηριστικά της αγοράς. Σε μια κάθετη συγχώνευση αγοράζοντας δηλαδή ένα βασικό προμηθευτή ή διανομέα αυξάνει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά.
- Ασυμμετρία πληροφόρησης, σύμφωνα με την θεωρία αυτή όταν μια επιχείρηση κάνει μια προσφορά για συγχώνευση σε μια τιμή μεγαλύτερη από αυτή που εκτιμά η αγορά, τότε δίνει την πληροφορία ότι η επιχείρηση έχει κάποιο πρόσθετο πλεονέκτημα ικανό να προσφέρει επιπλέον κέρδη. Μια τέτοια πρόσφορο είναι ικανή να αυξήσει την αξία της εταιρίας στόχου. Ακόμα και αν η αγοραπωλησία δεν επιτευχθεί η νέα τιμή θα ισχύει για κάποια περίοδο στην αγορά, οι μετοχές της θα πραγματοποιήσουν υπερβάλλουσα απόδοση. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μέτοχοι της εταιρίας παίρνουν την πληροφορία ότι οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες και άρα θα ανατιμηθούν στο μέλλον, ή θα δεχθούν πρόσφορα για μεγαλύτερη τιμή. Βέβαια η νέα τιμή για να ισχύει και στο μέλλον πρέπει να συμβεί η συγχώνευση ώστε να αυξηθεί η κερδοφορία της επιχείρησης από τις συνεργίες που αναφέρθηκαν παραπάνω, σε αντίθετη περίπτωση η τιμή θα επανέλθει στα φυσιολογικά της επίπεδα.
 - Θεωρία Παιγνίων, αυτή η θεωρία λαμβάνει υπόψη της ότι όλοι αντιδρούν ορθολογικά και προσπαθεί να αναλύσει τις αποφάσεις τους. Στην περίπτωση των συγχωνεύσεων προσπαθεί να αναλύσει τους λόγους που οδήγησαν μια επιχείρηση σε μια τέτοια απόφαση και προσπαθεί να βρει τρόπους αντίδρασης.

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

- Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Agency Problem), η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι οι υπάρχει διάκριση μεταξύ των σκοπών των ιδιοκτητών της επιχείρησης και των διοικούντων. Οι πρώτοι ενδιαφέρονται για την κερδοφορία και κατά συνέπεια για τον πλούτο που η εταιρία τους

αποφέρει. Οι διοικούντες προσπαθούν να αυξήσουν την δύναμη και το μέγεθος της επιχείρησης και ταυτόχρονα τους μισθούς τους και την προσωπική τους ικανοποίηση, ο πιο γρήγορος τρόπος για να πετύχουν κάτι τέτοιο είναι μέσω μιας συγχώνευσης. Όπως είναι λογικό όταν οι διοικητές της επιχείρησης χρησιμοποιούν τα αποθέματα της για να προβούν σε μια εξαγορά αντί να τα διανείμουν στους μέτοχους τότε κινούνται σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή των ιδιοκτητών. Μια τέτοια συμπεριφορά δεν μπορεί να ελεγχθεί και να περιοριστεί χωρίς την επιβολή σημαντικών κοστών ελέγχου, ειδικά όταν οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση δεν κατέχουν κάποιο ποσοστό μετοχών.

- Η θεωρία της διοικητικής αλαζονείας (Hubris Hypothesis), η υπόθεση αυτή αναπτύχθηκε από τον Roll (1986) και υποστηρίζει ότι ο λόγος που οδηγεί σε μείωση του πλούτου των μετόχων των εταιριών που κάνουν προσφορά για συγχώνευση είναι η αλαζονεία των διοικούντων της επιχείρησης και η υπερεκτίμηση των ικανοτήτων τους. Ειδικά αν έχουν ένα ιστορικό επιτυχημένων συναλλαγών τείνουν να κάνουν προσφορές μεγαλύτερες από την αξία της εταιρίας στόχου ώστε να είναι σίγουρη η επιτυχία της συναλλαγής.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

Εταιρικός έλεγχος της αγοράς (Manne 1965), σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά επικρατεί ένας μηχανισμός εταιρικού ελέγχου. Όταν οι διοικούντες της εταιρίας παίρνουν αποφάσεις που βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων τότε η αγορά επεμβαίνει και είτε διώχνει την αναποτελεσματική ομάδα διοίκησης (η εταιρία εξαγοράζεται από κάποια άλλη) είτε προειδοποιεί τα διοικητικά στελέχη ώστε να διορθώσουν τα λάθη τους (αν για κάποιο λόγο η πρόσφορα για εξαγορά – συγχώνευση αποτύχει). Με λίγα λόγια η αγορά χρησιμοποιεί ως πειθαρχικό μέσο τις επιθετικές εξαγορές.

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση έχει ως σκοπό της την διαφοροποίηση και επιθυμεί να εισέλθει σε μια νέα αγορά μπορεί να προβεί στην συγχώνευση με μια εταιρία του συγκεκριμένου κλάδου. Έτσι μπορεί να αποφύγει τα κόστη ερευνάς και

ανάπτυξης. Ταυτόχρονα αποκτά ένα εργατικό δυναμικό που έχει εμπειρία λειτουργίας στον συγκεκριμένο κλάδο. Τέλος χρήσιμο είναι να αναφερθεί ότι τις περισσότερες φορές αποκτά ένα αναγνωρισμένο σήμα και μια έτοιμη πελατεία που μπορεί να εγγυηθεί την επιτυχημένη είσοδο της στην αγορά που επιθυμεί (βέβαια κάτι τέτοιο αποτιμάται πρόσθετα με αποτέλεσμα να αυξάνει την αξία της επιχείρησης).

ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία οι αποφάσεις που παίρνονται από μια επιχείρηση δεν είναι πάντα ορθολογικές. Μέσα σε μια εταιρία υπάρχουν πολλοί άνθρωποι που αλληλεπιδρούν, υπάρχουν προτεραιότητες και προσδοκίες. Τα πράγματα στην περιπτώσει μιας συγχώνευσης – εξαγοράς είναι ακόμα πιο περίπλοκα αφού δημιουργεί φόβο διότι απαιτεί μεγάλα κεφάλαια τα οποία δεσμεύονται μόνιμα (ή για υπερβολικό διάστημα), η αλλαγή μέσα στην εταιρία είναι μεγάλη και επηρεάζει πολλούς ανθρώπους. Όπως είναι φυσικό όλα τα παραπάνω επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις των στελεχών για την επιτυχία μιας συγχώνευσης.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η απόδοση μιας εξαγοράς μπορεί να επηρεαστεί από αρκετούς παράγοντες, για να είναι πιο εύκολη η εξέταση τους χωρίζονται σε μακροπρόθεσμους και σε βραχυπρόθεσμους.

1. Στην πρώτη κατηγορία θα ενταχθεί ο βαθμός συσχέτισης των δυο επιχειρήσεων. Οι περισσότεροι ερευνητές Porter (1985), Singh & Montgomery (1987) υποστηρίζουν ότι μεγαλύτερη απόδοση θα προκύψει από τη συνένωση επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο παραγωγικό κλάδο διότι οι συνέργιες σε αυτή την περίπτωση είναι πιο σημαντικές. Από την άλλη μεριά υπάρχει η άποψη ότι και οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργούν σημαντική αξία. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβεί από τη δημιουργία διοικητικών συνεργιών από την βελτίωση της αξιοποίησης πόρων, και από τις χρηματοοικονομικές συνεργίες που προκύπτουν από την αύξηση της διαφοροποίησης των εσόδων της νέας

επιχείρησης, Seth (1990). Παράλληλα μακροπρόθεσμα η πορεία των κερδών της επιχείρησης επηρεάζεται από την κατάσταση του κλάδου που βρίσκονται οι επιχειρήσεις που ενώνονται (ανάπτυξη, ωριμότητα, παρακμή).

2. Στους βραχυπρόθεσμους συμπεριλαμβάνονται παράγοντες όπως η διάθεση της προσφοράς, μια εχθρική προσφορά θα επιφέρει πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις στους μετόχους των εταιριών στόχων, όπως έχουν δείξει πολλές εμπειρικές μελέτες. Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά, tender offer (προσφορά απ' ευθείας στους μέτοχους) ή merger (πρόταση στη διοίκηση της εταιρίας). Συνήθως τα tender offers σχετίζονται με εχθρικές προσφορές, ενώ τα mergers με φιλικές. Η ύπαρξη ποσοστού στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας στόχου από την εταιρία που κάνει την προσφορά μειώνει τα κέρδη των μετόχων της εταιρίας στόχου και αυξάνει αυτά της εταιρίας που κάνει προσφορά για συγχώνευση. Ο τρόπος πληρωμής των μετόχων της εταιρίας στόχου (μετρητά, μετοχές, ή συνδυασμός) αλλάζει την απόδοση, η πληρωμή με μετρητά προσφέρει τα μεγαλύτερα κέρδη για την εταιρία στόχο. Η ύπαρξη πολλών εταιριών που κάνουν προσφορά αυξάνει τα κέρδη της εταιρίας στόχου και μειώνει την απόδοση για την εταιρία που κάνει την προσφορά.

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΑΜΥΝΑΣ

Η εταιρία που κάνει πρόσφορα για συγχώνευση προκείμενου να επιτύχει τον στόχο της που είναι να ολοκληρώσει την αγοραπωλησία γρήγορα και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος ακολουθεί ορισμένες στρατηγικές εξαγοράς:

1. Σταδιακή απόκτηση μετοχών της εταιρίας στόχου πριν την αναγγελία της συγχώνευσης (bidder's toehold). Αυτή η τακτική προσφέρει μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας της προσφοράς, μειωμένη αντίσταση από την μεριά της επιχείρησης στόχου και μικρότερο κόστος.
2. Προσπάθειες προσέγγισης της διοίκησης της εταιρίας στόχου ώστε η προσφορά να είναι φιλική πράγμα που αυξάνει την πιθανότητα ώστε επιτυχίας της προσφοράς και μείωσης του premium που καλείται να

πληρώσει για την συγχώνευση. Ταυτόχρονα υπάρχει καλύτερη πρόσβαση στα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας στόχου και άρα γίνεται καλύτερη αποτίμηση της αξίας της.

3. Ελαχιστοποίηση των κοστών συναλλαγών (transaction costs)
4. Στην περίπτωση εχθρικής προσφοράς καλό είναι να επιλεγθεί προσεκτικά η κατάλληλη στιγμή (ο στόχος να είναι υποτιμημένος, χαμηλό P/E), παράλληλα ο bidder μπορεί να προβεί σε συμμαχίες με στρατηγικούς παίκτες όπως τράπεζες, μεγάλοι μέτοχοι, θεσμικοί επενδυτές. Μια άλλη κίνηση είναι η σωστή επικοινωνία με τους μετόχους και η διαφήμιση της προτεινόμενης συγχώνευσης, ενώ ταυτόχρονα μπορεί να γίνει δυσφημηση της παρούσας διοίκησης της εταιρίας στόχου. Τέλος δεν μπορεί να μην αναφερθεί η αξία που έχει η μυστικότητα των παραπάνω ενεργειών που εμποδίζει την έγκαιρη αντίδραση του target.

Όσον αφορά την εταιρία στόχο τα κίνητρα που μπορεί να έχει ώστε να είναι εχθρική απέναντι στην προσφορά της αγοράστριας εταιρίας μπορεί να μην είναι πάντα ίδια. Στην μια περίπτωση οι διευθύνοντες μπορεί να μην θέλουν να εξαγοραστεί η εταιρία τους γιατί έτσι θα χάσουν τα προνόμια και την δύναμη που απολαμβάνουν άρα θα είναι σε όλη την διάρκεια της προσφοράς εχθρικοί απέναντι της. Εναλλακτικά μπορεί ο στόχος των managers να είναι να αυξήσουν την αξία της μετοχής αποσπώντας μεγαλύτερο premium από την εταιρία που κάνει την προσφορά, σε αυτή την περίπτωση αρχικά θα είναι εχθρικοί απέναντι στο bid και στη συνέχεια φιλικοί ώστε τελικά να πετύχει με όρους ευνοϊκούς για την εταιρία target.

Οι μορφές άμυνας που μπορούν να ακολουθηθούν από την εταιρία στόχο είναι οι παρακάτω.

1. Αλλαγή της δομής της ιδιοκτησίας, με νέο δανεισμό η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τους δανειστές έναντι των μετοχών, ενώ μπορεί να επαναγοράσει μετοχές της. Τέτοιες κινήσεις κάνουν δύσκολη την απόκτηση ελέγχου από τον αγοραστή.
2. Βελτίωση της λειτουργικότητας και μείωση του κόστους έτσι η μετοχή της εταιρίας αναβαθμίζεται και γίνεται ασύμφορο για τον bidder να την εξαγοράσει.

3. Αλλαγές στη δομή διοίκησης εγκαθιστώντας συμβούλια με περισσότερα μέλη και μεγαλύτερη διάρκεια θητείας, έτσι αυξάνεται ο χρόνος που είναι αναγκασμένος να περιμένει ο bidder ενώ με την θέσπιση μεγάλων αποζημιώσεων για κάποια από τα μέλη του Δ.Σ. (golden parachutes) αυξάνεται και το κόστος.
4. Καλή σχέση με επενδύτες και μεγάλους παίκτες ώστε να υπάρχει η αναγκαία στήριξη όταν χρειαστεί.
5. Καλή δημόσια εικόνα που θα συμβάλει στην εχθρικότητα της κοινής γνώμης απέναντι στις προθέσεις του bidder.
6. Έλεγχος και επαγρύπνηση για κινήσεις όπως το pre bid stake building, ταυτόχρονα μαθαίνει τις προθέσεις του bidder και μπορεί να εφαρμόσει τις κατάλληλες τακτικές άμυνας.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Πολλοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί τα τελευταία χρόνια που τα κύματα των συγχωνεύσεων άρχισαν να γίνονται πιο έντονα με το αν οι συγχωνεύσεις δημιουργούν οι καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των εταιριών που εμπλέκονται και ποιοι είναι αυτοί οι παράγοντες που δημιουργούν την αξία και επηρεάζουν την κατανομή της μεταξύ των μετόχων των δυο επιχειρήσεων.

Υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον κατά πόσο μπορεί να αποδώσει μια συγχώνευση – εξαγορά πράγμα λογικό αν συλλογιστούμε ότι απαιτούνται μεγάλα κεφαλαία για μια τέτοια διαδικασία τα οποία αναγκαστικά δεσμεύονται για αρκετό χρονικό διάστημα.

Το ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι αν η μελλοντική παρούσα αξία της ενιαίας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία της κάθε μια επιχείρησης ξεχωριστά συν την μελλοντική παρούσα αξία των συνεργιών της συγχώνευσης.

Η πρώτη μέθοδος που αναπτύχθηκε για να απαντήσει στο πιο πάνω ερώτημα χρησιμοποιούσε λογιστικά μεγέθη για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά την συγχώνευση. Μελετά τις επιπτώσεις της συγχώνευσης μετά το γεγονός.

Η δεύτερη μέθοδος έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, είναι η event study analysis ή abnormal return methodology. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετοχών τόσο του υποψήφιου αγοραστή όσο και της εταιρίας στόχου εξαγοράς. Μελετά τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Στην συγκεκριμένη εργασία θα χρησιμοποιηθεί η δεύτερη μέθοδος και για αυτό είναι σκόπιμο να γίνει εκτενής αναφορά σε προηγούμενες σημαντικές μελέτες που έχουν γίνει με την event study analysis.

A. Μελέτες που εξετάζουν την μη κανονική απόδοση εταιριών που κάνουν προσφορά για συγχώνευση και εταιριών στόχων.

Οι **Dodd και Ruback** (1997) εξέτασαν τις μη κανονικές αποδόσεις για 124 αγοράστριες εταιρίες και 136 επιχειρήσεις στόχους. Άντλησαν τα στοιχεία τους στο διάστημα από 1958 έως και 1978 και τα δεδομένα αφορούν επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε για τις προβλέψεις των τιμών των μετοχών ήταν το υπόδειγμα της αγοράς. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι για την περίοδο τριάντα ημερών πριν από την πρώτη επίσημη αναγγελία για συγχώνευση έως και τριάντα ημέρες μετά, οι εταιρίες που έκαναν την προσφορά πραγματοποίησαν μη κανονική αθροιστική απόδοση 2,83% και οι εταιρίες που δέχτηκαν την προσφορά το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 20,58%.

Οι **Asquith και Kim** (1982) μετά από έρευνα που έκαναν σε δείγμα 26 αγοραστριών εταιριών και 22 εταιριών στόχων στην περίοδο από 1960 έως 1978 κατέληξαν ότι οι bidders πραγματοποιούν θετικές αποδόσεις της τάξης του 1% και οι targets 11% στο διάστημα (-1,0). Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν μετά από τις προβλέψεις που έκαναν χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα διαχωρισμού των εταιριών ανάλογα με το beta σε 10 ομάδες, στη συνέχεια υπολόγισαν το μέσο όρο αποδόσεων της κάθε ομάδας και αυτή θεώρησαν ως την απόδοση της κάθε εταιρίας που συμπεριέλαβαν στην μελέτη τους.

Ο **Asquith** (1983) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 196 αγοραστριών εταιριών και 211 αγοραζομένων για την περίοδο 1962 – 1976. Το μοντέλο που χρησιμοποίησε είναι αυτό που αναφέρθηκε και πιο πάνω (Asquith Kim 1982). Η μελέτη κατέληξε ότι για διάστημα ενός μήνα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (-15,+15) οι bidders είχαν αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 2% και οι targets 15%.

Οι **Bradley, Desai και Kim** στην μελέτη τους το 1988 χρησιμοποίησαν δείγμα 236 επιχειρήσεων των Ηνωμένων Πολιτειών που ανακοίνωσαν την συγχώνευση –

εξαγορά τους στην περίοδο 1963 – 1984. Χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο της αγοράς για την πρόβλεψη των τιμών. Τα αποτελέσματα ήταν 0,97% για τις εταιρίες που έκαναν την προσφορά ενώ για τις επιχειρήσεις στόχους 31,77%.

Ο **Schwert** (1996) χρησιμοποίησε ένα μεγάλο δείγμα 666 εταιριών και για το διάστημα παρατήρησης (-42,+126) υπολόγισε CAAR 1,4% για τους bidders και 26,30% για τους targets.

Οι **Lang, Stutz και Walking** (1989) εξέτασαν ένα δείγμα 87 συγχωνεύσεων στο διάστημα 1968 – 1986. Με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς πρόβλεψαν τις τιμές των μετοχών για το διάστημα παρατήρησης (-5,+5). Υπολόγισαν ότι το CAAR για τις αγοράστριες εταιρίες είναι της τάξης του 0%, ενώ για τις εταιρίες στόχους η αντίστοιχη απόδοση είναι 40,3%

Οι **Jarell και Poulsen** (1989) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 462 bidders και 526 targets στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο 1963 – 1986. Ως περίοδο παρατήρησης όρισαν το διάστημα 20 μέρες πριν την ανακοίνωση μέχρι 10 ημέρες μετά υπολόγισαν μη κανονικές αθροιστικές αποδόσεις 1,29% για τις εταιρίες που έκαναν προσφορά και 28,99% για τις εταιρίες στόχους.

Οι **Kaplan και Weisbach** (1992) χρησιμοποίησαν στοιχεία που συγκεντρώσαν από την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών για την περίοδο 1971 – 1982. Χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς και υπολόγισαν ότι το CAAR για τους bidders είναι της τάξης του -1,49% και για τους targets 26,9%, για την περίοδο παρατήρησης (-5,+5).

Οι **Frank, Harris και Titman** (1991) συγκεντρώσαν ένα δείγμα 399 συγχωνεύσεων στην περίοδο 1975 – 1984. Οι προβλέψεις των τιμών των μετοχών έγιναν με τη βοήθεια ενός μοντέλου 8 παραγόντων όπως το beta και το μέγεθος των επιχειρήσεων. Ως διάστημα παρατήρησης ορίστηκαν οι δέκα μέρες γύρω από την ημερομηνία επίσημης ανακοίνωσης (-5,+5), και σε αυτή την περίοδο παρατηρήθηκαν μη κανονικές αθροιστικές αποδόσεις -1,45% για τους bidders και 28,04% για τους targets.

Ο **Firth** (1979) χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς υπολόγισε τα CAAR για 224 συγχωνεύσεις εταιριών της Μεγάλης Βρετανίας. Στην περίοδο παρατήρησης (-30,+30) βρήκε μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -5,8% για τους bidders και 34,9% για τους targets.

Ακολουθεί ο πίνακας 1 που παρουσιάζει συνοπτικά τις μελέτες που αναφέρθηκαν παραπάνω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Study	Sample Size	Sample Period	Country	Event Window	Model Used	CAARs Bidder	CAARs Target
Dodd, Ruback (1977)	Bidders 124 Targets 136	1958 - 1978	USA	-30,+30	Market Model	2,83%	20,58%
Asquith, Kim (1982)	Bidders 26 Targets 22	1960 - 1978	USA	-1,0	Ομαδοποίηση ανάλογα το b	1%	11%
Asquith (1983)	Bidders 196 Targets 211	1962 - 1976	USA	-15,+15	Ομαδοποίηση ανάλογα το b	2%	15%
Bradley, Desai, Kim (1988)	236	1963 - 1984	USA	-5,+5	Market Model	0,97%	31,77%
Schwert (1996)	666	1975 - 1991	USA	-42,+126	Market Model	1,40%	26,30%
Lang, Stutz, Walking (1989)	87	1968 - 1986	USA	-5,+5	Market Model	0%	40,30%
Jarell, Poulsen (1989)	Bidders 462 Targets 526	1963 - 1986	USA	-20, +10	NA	1,29%	28,99%
Kaplan, Weisbach (1992)	Bidders 209 Targets 271	1971 - 1982	USA	-5,+5	Market Model	-1,49%	26,90%
Frank, Harris, Titman (1991)	399	1975 - 1984	USA	-5,+5	Μοντέλο με 8 παράγοντες	-1,45%	28,04%
Firth (1979)	224	1972 - 1974	UK	-30, +30	Market Model	-5,80%	34,90%

B. Μελέτες που εξετάζουν την μη κανονική απόδοση εταιριών που κάνουν προσφορά για συγχώνευση και εταιριών στόχων ανάλογα με το είδος της συγχώνευσης – εξαγοράς (οριζόντια, κάθετη, ασυσχέτιστη).

Οι **Singh και Montgomery** το 1987 ανέλυσαν ένα δείγμα 105 συγχωνεύσεων. Με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς υπολόγισαν ότι για το διάστημα παρατήρησης (-5,+25) οι συγχωνεύσεις συσχετισμένων εταιριών έδωσαν στους bidders CAAR της τάξης του -0,06% ενώ αυτές ασυσχέτιστων επιχειρήσεων -1,9%. από την πλευρά των εταιριών που εξαγοράστηκαν οι μη κανονικές αθροιστικές αποδόσεις ήταν 35,9% και 21,9% αντίστοιχα.

Οι **Maquieira, Megginson και Nail** (1998) συγκεντρώσαν δείγμα που συμπεριλάμβανε 102 συγχωνεύσεις που παρατηρήθηκαν στο διάστημα 1963 – 1996. Ως διάστημα παρατήρησης των αποδόσεων όρισαν τέσσερις μήνες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (-60,+60). Για αυτή την περίοδο υπολόγισαν απόδοση 6,14% για τους αγοραστές εταιριών σχετικών με το αντικείμενο τους και -4,79% για όσους αποφάσισαν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις διαφορετικού κλάδου. Τα ποσοστά για τους targets είναι 38,08% στην περίπτωση που δέχτηκαν πρόταση από επιχείρηση του ίδιου τομέα ενώ στην αντίθετη περίπτωση το CAAR που παρατηρήθηκε ήταν της τάξης του 41,65%.

Οι **Doukas, Holmen και Travlos** (2002) έκαναν μια ανάλυση στην αγορά της Σουηδίας και για την περίοδο 1980 – 1995 συγκεντρώσαν δείγμα 101 συγχωνεύσεων. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε ήταν το μοντέλο της αγοράς και με την βοήθεια του υπολόγισαν ότι για το δεκαήμερο διάστημα παρατήρησης (-5,+5) οι οριζόντιες και κάθετες συγχωνεύσεις – εξαγορές έδωσαν μια μη κανονική αθροιστική απόδοση της τάξης του 2,74% ενώ οι ασυσχέτιστες έδωσαν CAAR -2,37%.

Ο **Flanagan** (1996) εξέτασε δείγμα 40 συγχωνεύσεων που συνέβησαν στις Η.Π.Α. από το 1972 έως το 1990. Χρησιμοποίησε το υπόδειγμα της αγοράς και παρατήρησε ότι οι κάθετες ή οριζόντιες συγχωνεύσεις – εξαγορές εταιριών δίνουν στους αγοραστές CAAR -0,01% ενώ οι επιχειρήσεις που αποτελούν τον στόχο προσφορών απολαμβάνουν μια μη κανονική αθροιστική αύξηση της τάξης του 37%. Οι περίοδοι παρατήρησης διαφέρουν και είναι για τους bidders (-15,+15) και για τους targets (-45,+2).

Ακολουθεί ο σχετικός πίνακας 2.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Study	Sample Size	Sample Period	Country	Event Window	Model Used	CAARs Bidder	CAARs Target
Singh, Montgomery (1987)	105	1975 - 1980	USA	-5,+25	Market Model	related -0,06% unrelated -1,9%	related 35,9% unrelated 21,9%
Maquieira, Megginson, Nail (1998)	102	1963 - 1996	USA	-60,+60	NA	conglomerate -4,79% non congl. 6,14%	conglomerate 41,65% non congl. 38,08%
Doukas, Holmen, Travlos (2002)	101	1980 - 1995	Sweden	-5,+5	Market Model	related 2,74% unrelated -2,37%	
Flanagan (1996)	40	1972 - 1990	USA	Bidders -15,+15 Targets -45,+2	Market Model	related -0,01%	related 37%

ΒΑΘΜΟΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ

Το μεγαλύτερο μέρος των ερευνητών έχει καταλήξει ότι όταν η συγχώνευση είναι οριζόντια δημιουργούνται υψηλότερα κέρδη από όταν είναι ασυσχέτιστη. Ο Flanagan (1996) μελετώντας δυο διαφορετικά δείγματα συγχωνεύσεων, ανάλογα με το αν είναι οριζόντιες ή ασυσχέτιστες, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εταιριών που έκαναν την προσφορά εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν πρόκειται για εταιρείες που εμπλέκονται σε οριζόντιες συγχωνεύσεις, ενώ οι μετοχές των εταιριών στόχων δεν εμφανίζουν σημαντικές διαφορές στην απόδοση. Επίσης ο Flanagan (1996) επισημαίνει το κυριότερο πρόβλημα είναι ότι είναι δύσκολο να διαχωρίσει κανείς μία συγχώνευση σε οριζόντια ή ασυσχέτιστη γιατί η κάθε εταιρεία λειτουργεί σε πολλούς παραγωγικούς κλάδους. Γενικά πάντως και οι 2 μορφές συγχωνεύσεων δημιουργούν αξία για τους μετόχους λόγω διαφορετικού είδους συνεργιών. Συνήθως οι οριζόντιες συγχωνεύσεις εκμεταλλεύονται τις λειτουργικές συνέργιες ενώ οι ασυσχέτιστες τις διοικητικές και χρηματοοικονομικές .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Στην παρούσα μελέτη αντλήθηκαν στοιχεία επιτυχημένων συγχωνεύσεων και εξαγορών από την βάση δεδομένων της Thomson One Banker Deals. Τα κριτήρια της αναζήτησης είναι τα εξής:

1. Η αγοράστρια (acquirer) και αγοραζόμενη (target) εταιρία να έχουν την έδρα τους στην Ευρώπη.
2. Η συναλλαγή να έχει ολοκληρωθεί επιτυχώς.
3. Μετά την συναλλαγή η αγοράστρια εταιρία να έχει τον έλεγχο (δηλαδή να έχει αποκτήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%).

Τα στοιχεία που συλλέχθηκαν αφορούν την περίοδο από 01-01-1999 έως 23-10-2003.

Το δείγμα που προέκυψε αφορούσε περισσότερες από 30.000 διαφορετικές συγχωνεύσεις. Στην συνέχεια απομονώθηκαν 1000 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών που είχαν την μεγαλύτερη αξία συναλλαγής (value of deal). Οι συγχωνεύσεις αυτές ομαδοποιήθηκαν σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το είδος σχέσης που έχουν η αγοραζόμενη με την αγοράστρια εταιρία (οριζόντια, κάθετη, ασυσχέτιστες), ως τομέας δραστηριότητας εννοείται αυτός που αναφέρεται στην βάση δεδομένων της Thomson One Banker Deals. Ταυτόχρονα αποκλείστηκαν οι περιπτώσεις εκείνες όπου κάποια από τις δυο εταιρίες που έπαιρναν μέρος δεν ήταν εισηγμένη σε κάποιο Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο. Τέλος από κάθε ομάδα επιλέχθηκαν τυχαία 50 συμφωνίες.

ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Από την βάση δεδομένων της DataStream αποκτήθηκαν οι τιμές των μετοχών των εταιριών για διάστημα 200 εργάσιμων ημερών πριν την συναλλαγή και 30 ημερών μετά τη λήξη της συμφωνίας.

Απορρίφθηκαν οι συμφωνίες εκείνες όπου δεν υπήρχαν στοιχεία για τις τιμές των μετοχών είτε για την μια είτε και για τις δυο εταιρίες που εμπλέκονταν (bidders – targets).

Το τελικό δείγμα αποτελείται από 32 συναλλαγές μεταξύ εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο (οριζόντιες συγχωνεύσεις), από 30 συναλλαγές μεταξύ εταιριών που έχουν κάθετη σχέση μεταξύ τους, και από 32 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τελείως διαφορετικό κλάδο μεταξύ τους (ασυσχέτιστες - conglomerates).

Εξετάστηκαν δηλαδή οι τιμές των μετοχών για 94 εταιρίες στόχους και 94 εταιρίες που έκαναν προσφορά για συγχώνευση. Συνολικά 188 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη και συγκεκριμένα σε 15 χώρες.

Για την περίοδο ενδιαφέροντος καταγράφηκαν οι τιμές των πιο αντιπροσωπευτικών δεικτών κάθε Ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων τιμών.

Παρακάτω ακολουθούν οι εταιρίες αναλυτικά χωρισμένες σε κατηγορίες ανάλογα με το είδος της συγχώνευσης τους

ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ – ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	Value of Transaction (\$mil)
15/1/1999	Banco Central Hispanoamericano	Spain	Banco de Santander SA	Spain	11320,76
20/2/1999	Telecom Italia SpA	Italy	Ing C Olivetti & Co SpA	Italy	34757,92
9/3/1999	Paribas SA	France	BNP	France	13200,55
17/5/1999	Hoechst AG	Germany	Rhone-Poulenc SA	France	21917,54
5/7/1999	Elf Aquitaine	France	Total Fina SA	France	50070,05
30/8/1999	Promodes	France	Carrefour SA	France	15837,48
14/9/1999	INA	Italy	Assicurazioni Generali SpA	Italy	10179,62
15/9/1999	Sophia SA	France	Societe Financiere Interbail	France	546,55
20/9/1999	Vickers PLC	United Kingdom	Rolls-Royce PLC	United Kingdom	932,54
27/9/1999	VIAG AG	Germany	VEBA AG	Germany	13153,2
19/10/1999	Argentaria Caja Postal y Banco	Spain	Banco Bilbao Vizcaya SA	Spain	11377,21
29/11/1999	National Westminster Bank PLC	United Kingdom	Royal Bank of Scotland Group	United Kingdom	38524,64
17/1/2000	SmithKline Beecham PLC	United Kingdom	Glaxo Wellcome PLC	United Kingdom	75960,85
21/2/2000	Norwich Union PLC	United Kingdom	CGU PLC	United Kingdom	11858,32
6/3/2000	Unidanmark A/S	Denmark	MeritaNordbanken(Nordbanken)	Finland	4425,78
17/4/2000	Allied Zurich PLC	United Kingdom	Zurich Allied AG	Switzerland	19399,1
10/5/2000	Northern Leisure PLC	United Kingdom	Luminar PLC	United Kingdom	743,46
22/7/2000	Bank Austria AG	Austria	Bayerische Hypo und Vereinsbk	Germany	7317,01
9/10/2000	ASR Verzekeringsgroep	Netherlands	Fortis(NL)NV	Netherlands	3689,07
11/10/2000	Banca Commerciale Italiana SpA	Italy	Banca Intesa SpA	Italy	3144,3
24/11/2000	Wates City of London Props PLC	United Kingdom	Pillar Property PLC	United Kingdom	522,16
8/1/2001	Blue Circle Industries PLC	United Kingdom	Lafarge SA	France	3737,54
15/1/2001	Van Melle NV	Netherlands	Perfetti SpA	Italy	578,66
19/2/2001	Arbed SA	Luxembourg	Usinor SA	France	3767,17
19/2/2001	Atle AB	Sweden	Woodrose Invest AB	Sweden	850,87
2/4/2002	Enterprise Oil PLC	United Kingdom	Shell Resources PLC	United Kingdom	6192,28
11/6/2002	Hollandsche Beton Groep NV	Netherlands	Koninklijke BAM Groep NV	Netherlands	686,71
1/7/2002	AvestaPolarit Oyj	Finland	Outokumpu Oyj	Finland	549,84
7/8/2002	Simco SA	France	Gecina	France	2603,92
16/12/2002	Credit Lyonnais SA	France	Credit Agricole SA	France	16242,82
17/2/2003	Interbanca SpA	Italy	Banca Antonveneta SpA	Italy	384,54
22/4/2003	Sibneft	Russian Fed	Yukosneftegaz	Russian Fed	13615,22

ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ – ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	Value of Transaction (\$mil)
3/4/2000	Admiral PLC	United Kingdom	CMG PLC	United Kingdom	2154,67
29/3/2001	Ascot PLC	United Kingdom	Dow UK PLC(Dow Chemical Co)	United Kingdom	445,64
25/5/2000	Booker PLC	United Kingdom	Iceland Group PLC	United Kingdom	954,69
27/12/1999	Buffetti	Italy	Seat Pagine Gialle SPA	Italy	726,38
16/11/1999	Celsius AB	Sweden	Saab AB	Sweden	597,52
18/9/2002	Centros Comerciales Carrefour	Spain	Carrefour SA	France	785,31
15/6/1999	Chiroscience Group PLC	United Kingdom	Celltech PLC	United Kingdom	534,19
1/3/1999	Cultor Oy	Finland	Danisco A/S	Denmark	1394,58
31/3/2000	Dorling Kindersley Holdings	United Kingdom	Pearson PLC	United Kingdom	495,57
10/11/2000	Ellis & Everard PLC	United Kingdom	Koninklijke Vopak NV	Netherlands	443,76
3/3/1999	Enator AB	Sweden	Tieto Corp Oy	Finland	1020,49
10/9/2001	FAG Kugelfischer Georg Schaefer	Germany	Ina Holding-Schaeffler Group	Germany	665,5
27/1/2000	Flextech PLC	United Kingdom	Telewest Communications PLC	United Kingdom	3699,7
22/12/2000	Hepworth PLC	United Kingdom	Vaillant GmbH	Germany	1023,26
19/3/2002	Iberica de Autopistas SA	Spain	ACESA	Spain	779,73
7/6/1999	Koninklijke Hoogovens NV	Netherlands	British Steel PLC	United Kingdom	3210,01
22/12/2000	LASMO PLC	United Kingdom	ENI SpA	Italy	3975,72
25/10/1999	Mansfield Brewery PLC	United Kingdom	Wolverhampton & Dudley	United Kingdom	412,65
4/5/1999	Monument Oil and Gas PLC	United Kingdom	LASMO PLC	United Kingdom	966,63
29/3/1999	Pirelli SpA	Italy	Societe Internationale Pirelli	Italy	2582,2
15/4/1999	Polypipe PLC	United Kingdom	IMI PLC	United Kingdom	545,08
13/1/2000	Racal Electronics PLC	United Kingdom	Thomson-CSF	France	2173,96
27/7/1999	Scancem AB	Sweden	Heidelberger Zement AG	Germany	670,49
10/5/2000	Sports Internet Group PLC	United Kingdom	British Sky Broadcasting Group	United Kingdom	461,33
3/7/2002	Stinnes AG	Germany	Deutsche Bahn AG	Germany	2461,64
28/5/2003	Terra Lycos Inc	Spain	Telefonica SA	Spain	1247,57
4/7/2000	Colas SA	France	Bouygues SA	France	809,15
23/2/2000	Connecta AB	Sweden	Information Highway AB	Sweden	733,27
24/5/1999	London International Group PLC	United Kingdom	Seton Scholl Healthcare PLC	United Kingdom	996,9
27/3/2001	Sidel SA	France	Tetra Laval SA	Switzerland	1209,56

ΑΣΥΣΧΕΤΙΣΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ – ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Date Announced	Target Name	Target Nation	Acquiror Name	Acquiror Nation	Value of Transaction (\$mil)
16/3/1999	Albright & Wilson PLC	United Kingdom	ISPG PLC	United Kingdom	854,13
22/5/2000	Arjo Wiggins Appleton PLC	United Kingdom	Worms & Cie	France	1960,8
14/6/1999	ASDA Group PLC	United Kingdom	Wal-Mart Stores (UK) Ltd	United Kingdom	10804,81
1/11/2002	Beghin-Say	France	Origny-Naples Consortium	France	1195,77
6/4/2003	Bergesen DY A/S	Norway	World Nordic ApS	Denmark	782,33
4/7/2001	Britax International PLC	United Kingdom	Seton House Acquisitions Ltd	United Kingdom	620,49
3/7/2000	De Dietrich et Cie	France	Societe Industrielle du Hanau	France	400,7
17/1/2000	Druid Group PLC	United Kingdom	FI Group PLC	United Kingdom	1094,14
10/4/2003	Fitness First PLC	United Kingdom	Moray Ltd	United Kingdom	315,86
17/6/2002	Jefferson Smurfit Group PLC	Ireland-Rep	MDP Acquisitions	Ireland-Rep	3315
12/4/2002	Kamps AG	Germany	Ffynnon Vierundzwanzigste	Germany	877,16
23/11/2001	Lottomatica SpA	Italy	Tyche SpA	Italy	597,72
7/8/2000	McKechnie PLC	United Kingdom	BlueAzure Ltd	United Kingdom	653,41
1/2/2000	Meyer International PLC	United Kingdom	Cie de Saint-Gobain SA	France	2043,35
1/7/2001	Montedison SpA	Italy	Italenergia	Italy	2499,94
23/6/1999	Newsquest PLC	United Kingdom	Gannett UK Ltd	United Kingdom	1435,25
12/2/2001	Sema PLC	United Kingdom	Schlumberger Investments	United Kingdom	5266,65
19/7/1999	Societe Financiere Sogeparc SA	France	SGE(Vivendi SA)	France	611,15
5/11/1999	Tarmac PLC	United Kingdom	Anglo American PLC	United Kingdom	1973,46
25/9/2000	Thames Water PLC	United Kingdom	RWE AG	Germany	6255,84
4/3/2003	Thistle Hotels PLC	United Kingdom	BIL(UK)Ltd	United Kingdom	542,83
15/5/2000	Thomson Travel Group PLC	United Kingdom	Preussag AG	Germany	2730,6
5/5/2000	Toro Assicurazioni SpA	Italy	Fiat SpA	Italy	323,48
9/6/2003	Waste Recycling Group PLC	United Kingdom	Cholet Acquisitions Ltd	United Kingdom	873,86
4/10/1999	Fraikin SA	France	Iveco Nederland BV	Netherlands	374,52
21/5/1999	Greycoat PLC	United Kingdom	G2 Estates Ltd(Van Buren)	United Kingdom	453,67
14/10/1999	Guilbert SA	France	Pinault Printemps-Redoute	France	479,97
16/10/2002	Guinness Peat Group PLC	United Kingdom	Brunel Holdings PLC	United Kingdom	504,15
12/2/2001	Selecta Group	Switzerland	Compass Group PLC	United Kingdom	544,78
24/3/1999	Strafor-Facom SA	France	Fimalac SA	France	923,4
13/9/1999	TAG Heuer International SA	Switzerland	LVMH Holding SA	France	747,26
7/12/1999	Waddington PLC	United Kingdom	John Mansfield Group PLC	United Kingdom	518,71

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Αρχικά θα πρέπει να οριστεί η περίοδος υπολογισμού των προβλεπόμενων αποδόσεων (estimation window). Η περίοδος αυτή θα είναι στην παρούσα μελέτη 170 ημέρες. Από την χρονική στιγμή -200 έως την στιγμή -31, ως σημείο 0 ορίζεται η ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης από τις δυο εταιρίες ότι έγινε προσφορά για συγχώνευση η εξαγορά. Η περίοδος υπολογισμού σκόπιμα σταματάει 30 ημέρες πριν την αναγγελία συγχώνευσης ώστε οι τιμές των μετοχών να είναι απαλλαγμένες από οποιαδήποτε διαρροή πληροφορίας.

Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε για την πρόβλεψη της τιμής της μετοχής για κάθε εταιρία αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η ανακοίνωση της συγχώνευσης είναι όπως και στις περισσότερες από τις μελέτες το υπόδειγμα της αγοράς (Market Model).

$$R_{jt} = a_j + b_j \times R_{mt} + e_{jt}$$

Με τα στοιχεία που διαθέτουμε για τις τιμές των μετοχών και των δεικτών για το διάστημα παρατήρησης (-200, -31) υπολογίστηκε με την βοήθεια του στατιστικού πακέτου E-views ο σταθερός όρος a_j και το beta της αγοράς. Άρα η αναμενόμενη απόδοση της κάθε μετοχής j θα είναι:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{a}_j + \hat{b}_j \times R_{mt}$$

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Σε αυτό το σημείο πρέπει να οριστεί η περίοδος παρατήρησης (observation window) όπου θα εξεταστούν οι αποδόσεις των μετοχών. Η περίοδος αυτή θα είναι περίπου δυο μήνες (-30, +30). Οι 30 μέρες μετά την ανακοίνωση είναι αρκετές ώστε να μπορούμε να εξετάσουμε την απόδοση της χωρίς να έχουμε επιδράσεις από άλλα εξωγενή γεγονότα. Όσων αφορά το διάστημα πριν την ανακοίνωση, είναι απαραίτητο για να αποκλείσουμε πιθανές διαρροές εσωτερικής πληροφόρησης.

Στη συνέχεια υπολογίστηκε η υπερβάλλουσα απόδοση κάθε μετοχής για κάθε χρονική στιγμή με τον τύπο:

$$AR_t = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Όπου R_{jt} είναι η πραγματική ημερήσια απόδοση της μετοχής. Το επόμενο βήμα είναι να υπολογίσουμε την μέση μη κανονική απόδοση και την αθροιστική μη κανονική απόδοση δηλαδή:

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_t \quad \text{και} \quad CAAR = \sum_{t=1}^T AAR_t$$

Τα AAR και CAAR θα υπολογισθούν αρχικά για όλες τις εταιρίες bidders και targets ενώ στη συνέχεια θα υπολογισθούν ξεχωριστά για κάθε κατηγορία συγχωνεύσεων (οριζόντιες, κάθετες, ασυσχέτιστες) που έχουμε αναφέρει παραπάνω.

Για να εξεταστεί καλύτερα το φαινόμενο της συγχώνευσης είναι σκόπιμο να υπολογιστούν και να αναλυθούν τέσσερις διαφορετικές τιμές. Το CAAR από την στιγμή -30 έως και 30 ημέρες μετά την αναγγελία της συγχώνευσης, το CAAR (-30, 0), το CAAR (0, 30) και τέλος η μέση μη κανονική απόδοση την στιγμή 0 (AAR 0).

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Οι τρεις βασικές υποθέσεις που θέλουμε να ελέγξουμε είναι οι ακόλουθες:

H1. Οι μετοχές των εταιριών που κάνουν πρόσφορα για συγχώνευση ή εξαγορά εταιριών που δραστηριοποιούνται σε ασυσχέτιστο με αυτές κλάδο πραγματοποιούν ελαφρά αρνητικές μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο γύρω από την ημερομηνία συμφωνίας.

H2. Οι μετοχές των εταιριών που κάνουν προσφορά για συγχώνευση ή εξαγορά εταιριών που δραστηριοποιούνται σε σχετικό με αυτές κλάδο (οριζόντια ή κάθετη σχέση) πραγματοποιούν μηδενικές ή ελαφρά θετικές μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο γύρω από την ημερομηνία συμφωνίας.

H3. Οι μετοχές των εταιριών στόχων είτε είναι συσχετισμένες είτε ασυσχέτιστες με τις εταιρίες που κάνουν την προσφορά, πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές θετικές μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο γύρω από την ημερομηνία συμφωνίας

ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

(t – statistics)

Προκειμένου να ελέγξουμε αν η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική χρησιμοποιήθηκε ο στατιστικός συντελεστής t, που για τα AAR και CAAR υπολογίζεται ως εξής:

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)} \quad t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} \times S(AAR_t)}$$

Εφαρμόζοντας έναν δίπλευρο έλεγχο εξετάστηκε η μηδενική υπόθεση H_0 ότι η ανακοίνωση της συγχώνευσης δεν οδήγησε σε σημαντικές αποδόσεις και την αντίθετη υπόθεση H_1 :

$$H_0 = CAAR_t = 0$$

$$H_1 = CAAR_t \neq 0$$

Αν το t είναι μεγαλύτερο από μια συγκεκριμένη τιμή τότε αποδεχόμαστε ότι η απόδοση είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το 0. Συγκεκριμένα για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ το t θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από 1,645 και για επίπεδο $\alpha = 5\%$ μεγαλύτερο του 1,96.

ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Οι μη παραμετρικές μέθοδοι είναι απαλλαγμένες από υποθέσεις που βασίζονται στην κατανομή των αποδόσεων. Για την μελέτη της σημαντικότητας των παρατηρήσεων θα εφαρμοστεί ο έλεγχος προσήμου (sign test). Η βάση του ελέγχου είναι ότι κάτω από την μηδενική υπόθεση (H_0) είναι ισοπίθανο ότι οι μέσες αθροιστικές αποδόσεις είναι είτε θετικές είτε αρνητικές.

ACROSS TIME

$$J_3 = \left[\frac{L_2^+}{L_2} - 0,5 \right] \cdot \frac{\sqrt{L_2}}{0,5} \sim N(0,1)$$

Όπου L_2^+ είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων με AR μεγαλύτερο του 0 και L_2 ο αριθμός περιπτώσεων του event window

ACROSS FIRMS

$$J_3 = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \cdot \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1)$$

Όπου N^+ είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων με CAAR μεγαλύτερο του 0 και N ο συνολικός αριθμός μετοχών.

Και σε αυτή την περίπτωση θα ακολουθήσει δίπλευρος στατιστικός έλεγχος που θα εξετάσει την H_0 : ότι η πιθανότητα να είναι θετικές οι υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι 0,5.

$$H_0: \rho = 0,5$$

$$H_1: \rho \neq 0,5 \text{ όπου } \rho = \Pr(\text{CAAR} \geq 0)$$

Θα απορριφθεί η H_0 αν $|J_3| > 1,96$ με επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Σε αυτό το κομμάτι θα σχολιαστούν οι τιμές των μη κανονικών αποδόσεων που προέκυψαν μετά την εφαρμογή της μεθοδολογίας που αναφέρθηκε.

Θα ασχοληθούμε αρχικά με όλες τις εταιρίες targets και στην συνέχεια με κάθε μια περίπτωση συγχώνευσης ξεχωριστά. Ενώ η ίδια ακριβώς διαδικασία θα ακολουθηθεί και για της εταιρίες που έκαναν προσφορά για συγχώνευση.

ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟΧΟΙ ΠΟΥ ΔΕΧΤΗΚΑΝ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ – ΕΞΑΓΟΡΑ

Όπως φαίνεται και από τον πίνακα 6, οι εταιρίες target παρουσίασαν μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για όλο το διάστημα παρατήρησης (-30, 30) της τάξης του 20,806%. Το αποτέλεσμα είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$, ($t = 2,023$).

Όσων αφορά την μέση μη κανονική απόδοση την στιγμή της αναγγελίας ήταν 6,25% και αυτή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο $\alpha = 5\%$.

Στην περίπτωση του διαστήματος (-30, 0) παρατηρούμε ότι η αθροιστική απόδοση είναι 7,266%, γεγονός που δείχνει ότι ίσως να υπήρξε κάποια διαρροή πληροφορίας για την επικείμενη συγχώνευση. πρέπει να αναφερθεί όμως ότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$.

Αντίθετα για το διάστημα (0, 30) βλέπουμε ότι η απόδοση κυμαίνεται στο 19,791% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$, ($t = 2,018$).

από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι οι εταιρίες στόχοι παρουσιάζουν μη κανονικές αποδόσεις στο διάστημα πριν την αναγγελία οι οποίες αυξάνονται δραματικά μετά την στιγμή 0.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	7,2658%	19,7908%	6,2501%	20,8064%
T-statistic	1,0415	2,0184	9,4511	2,0227

ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Ο πίνακας 7 παρουσιάζει τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις των 32 εταιριών στόχων οριζόντιων συγχωνεύσεων. παρατηρούμε ότι στο διάστημα (-30, 0) προκύπτουν αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 3,0616% μη στατιστικά σημαντικές ($t = 0,4702$).

Στην στιγμή της αναγγελίας η μέση μη κανονική απόδοση που υπολογίστηκε είναι 5,6664%. Η τιμή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$. Βλέπουμε ότι η αντίδραση της αγοράς στην είδηση της συγχώνευση προσφέρει μεγάλες αποδόσεις.

Στο διάστημα μετά την αναγγελία παρατηρούνται μεγάλες μη κανονικές αποδόσεις σχεδόν για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος ο μέσος όρος τους είναι 19,729% στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$ ($t = 2,2139$).

τέλος για όλη την περίοδο παρατήρησης (-30, 30) η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση των εταιριών είναι 17,124% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 1,8089$). από τα στοιχεία αυτά φαίνεται ότι οι μέτοχοι των εταιριών στόχων σε περίπτωση συγχώνευσης με εταιρία του ίδιου κλάδου απολαμβάνουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	3,0616%	19,7287%	5,6664%	17,1239%
T-statistic	0,4702	2,2139	7,3595	1,8089

ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Στον πίνακα 8 παρουσιάζονται τα στοιχεία για της αποδόσεις των εταιριών στόχων που προέβησαν σε κάθετη συγχώνευση. Η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση των επιχειρήσεων σε όλο το διάστημα παρατήρησης είναι 23,8798% αποτέλεσμα στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$. Παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις που προέκυψαν στο διάστημα γύρω από την ημερομηνία αναγγελίας είναι αρκετά ικανοποιητικές για τους μετόχους των εταιριών στόχων.

Στα δυο διαστήματα πριν και μετά την στιγμή 0 παρατηρούμε αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση της τάξης του 13,8503% και 17,5199% αντίστοιχα. Για το διάστημα από (-30, 0) η απόδοση δεν είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 1,5727$) και το ίδιο συμβαίνει και για το διάστημα (0, 30) ($t = 1,6179$).

Όσον αφορά την στιγμή 0 η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 7,4904%, αποτέλεσμα στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	13,8503%	17,5199%	7,4904%	23,8798%
T-statistic	1,5727	1,6179	8,0663	2,0214

ΑΣΥΣΧΕΤΙΣΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Στην περίπτωση των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων (conglomerate mergers) βλέπουμε από τον πίνακα 9 ότι για όλη την περίοδο παρατήρησης (-30, 30) η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση ήταν 21,6077%, τιμή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ αλλά όχι και για $\alpha = 5\%$ ($t = 1,7389$).

Στην ημερομηνία αναγγελίας η μέση μη κανονική απόδοση ήταν 5,6712 αποτέλεσμα ικανοποιητικό για τους μετόχους των εταιριών στόχων και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$.

Στο διάστημα πριν την αναγγελία η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση 5,2971 δεν είναι στατιστικά σημαντική ($t = 0,7567$) πράγμα που μας οδηγεί να υποθέσουμε ότι δεν υπήρχαν σημαντικές διαρροές πληροφοριών σχετικά με τις επικείμενες συγχωνεύσεις.

Τέλος πρέπει να αναφερθούμε και στο διάστημα (0, 30) όπου η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 21,9818 τιμή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 1,8719$).

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	5,2971%	21,9818%	5,6712%	21,6077%
T-statistic	0,7567	1,8719	6,2265	1,7389

ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟΧΟΙ ΠΟΥ ΕΚΑΝΑΝ ΠΡΟΤΑΣΗ ΓΙΑ
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ – ΕΞΑΓΟΡΑ

Παρατηρώντας τον πίνακα 10 βλέπουμε ότι κατά το διάστημα παρατήρησης (-30, 30) οι 94 εταιρίες του δείγματος που έκαναν προσφορά για συγχώνευση πραγματοποίησαν αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση 4,4778%, το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 1,1075$).

Την στιγμή της αναγγελίας η μέση μη κανονική απόδοση ήταν 1,3902 αποτέλεσμα στατιστικά σημαντικό για επίπεδο $\alpha = 10\%$.

Στα διαστήματα πριν και μετά από την στιγμή 0 οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι 0,9968% ($t = 0,3748$) για την περίοδο (-30, 0) και 4,8712% ($t = 1,4522$) για την περίοδο (0, 30). Οι δυο τιμές δεν είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$.

Μπορούμε να πούμε από αυτά τα στοιχεία ότι οι εταιρίες που κάνουν προσφορά δεν παρουσιάζουν υψηλές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ πριν από την ημερομηνία αναγγελίας της συναλλαγής οι μη κανονικές αποδόσεις είναι σχεδόν μηδενικές πράγμα που σημαίνει ότι δεν υπάρχει διαρροή της πληροφορίας από τους bidders

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	0,9968%	4,8712%	1,3902%	4,4778%
T-statistic	0,3748	1,4522	2,6595	1,1075

ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Όσον αφορά τις οριζόντιες συγχωνεύσεις βλέπουμε στον πίνακα 11 ότι πριν την στιγμή 0 η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 1,4638%. αυτό το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 0,4071$).

μετά την αναγγελία η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση αυξάνεται και συγκεκριμένα για το διάστημα (0, 30) είναι 3,6248%, η τιμή εξακολουθεί να μην είναι στατιστικά σημαντική ($t = 0,943$).

Την στιγμή 0 η μέση μη κανονική απόδοση που υπολογίστηκε είναι 2,0669% νούμερο που δείχνει ότι το γεγονός της συγχώνευσης εκτιμήθηκε θετικά από τους μετόχους των εταιριών που έκαναν προσφορά για συγχώνευση σε εταιρία του ίδιου κλάδου.

Για όλο το διάστημα παρατήρησης (-30, 30) η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 3,0216%. Η τιμή δεν είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 0,6243$).

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	1,4638%	3,6248%	2,0669%	3,0216%
T-statistic	0,4071	0,9430	2,8036	0,6243

ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Στις κάθετες συγχωνεύσεις η εικόνα που παρατηρείται από τον πίνακα 12 είναι διαφορετική. Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις σε κάθε περίπτωση παρουσιάζονται αυξημένες. Συγκεκριμένα για όλο το διάστημα παρατήρησης (-30, 30) η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 10,8945 στατιστικά μη σημαντική για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 1,3096$).

Στο διάστημα πριν την αναγγελία η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 6,0331 και παρόλο που δεν είναι στατιστικά σημαντική ($t = 0,9244$) ίσως να υπήρξε κάποια διαρροή πληροφοριών προς τους μετόχους σχετικά με το γεγονός πριν την επίσημη αναγγελία του.

Στην περίοδο (0, 30) παρατηρείται αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση της τάξης του 9,8331%, αποτέλεσμα που όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ ($t = 1,3667$).

Αντίθετα την στιγμή της αναγγελίας η μέση μη κανονική απόδοση είναι 4,9717% τιμή που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	6,0331%	9,8331%	4,9717%	10,8945%
T-statistic	0,9244	1,3667	6,4641	1,3096

ΑΣΥΣΧΕΤΙΣΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Όπως φαίνεται στον πίνακα 13 στην περίπτωση των εταιριών που κάνουν προσφορά για εξαγορά επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε άσχετο με αυτές κλάδο, η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι ελαφρώς αρνητική $-0,0817\%$ στο διάστημα $(-30, 30)$. Η τιμή αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$.

Την στιγμή 0 η μέση μη κανονική απόδοση είναι και αυτή αρνητική $-2,6442\%$, είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο $\alpha = 5\%$.

Όσον αφορά το διάστημα πριν από την ημερομηνία αναγγελίας η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι $-4,1917\%$, το αποτέλεσμα αυτό παρόλο που δεν είναι στατιστικά σημαντικό δείχνει ότι ίσως να υπήρχε διαρροή πληροφορίας για την συγχώνευση που θα πραγματοποιούνταν και η αγορά την ερμήνευσε αρνητικά.

Τέλος στο διάστημα $(0, 30)$ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι θετική $1,4658\%$ και αυτή όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13

Targets All	CAAR -30,0	CAAR 0,30	CAAR 0	CAAR -30,30
Αποδόσεις	-4,1917%	1,4658%	-2,6442%	-0,0817%
T-statistic	-0,9047	0,2508	-3,4982	-0,0117

ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Τέλος χρησιμοποιήσαμε το μη παραμετρικό έλεγχο J_3 για κάθε εταιρεία χωριστά και για το σύνολο των εταιρειών.

ACROSS TIME

Ο παρακάτω έλεγχος εξετάζει την πιθανότητα $p = \Pr(AR \geq 0)$ για κάθε μετοχή ξεχωριστά, δηλαδή εξετάζει κατά πόσο οι αρνητικές και οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα.

Συγκεντρωτικά από τις 94 εταιρείες που δέχτηκαν προσφορά για συγχώνευση 6 έχουν $J_3 \geq 1,96$. Παραδεχόμαστε δηλαδή για τις εταιρείες αυτές ότι οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις δεν είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα με τις αρνητικές. Όσον αφορά την κατηγοριοποίηση ανάλογα με το είδος της συγχώνευσης και οι 6 αυτές εταιρίες ήταν στόχοι κάθετης συγχώνευσης. Καμία επιχείρηση στόχος οριζόντιας ή ασυσχέτιστης εξαγοράς δεν είχε $|J_3| \geq 1,96$.

σχετικά με τις εταιρίες που έκαναν προσφορά για συγχώνευση καμία δεν είχε $|J_3| \geq 1,96$ άσχετα με το είδος της συγχώνευσης. δηλαδή για όλες τις επιχειρήσεις δεχόμαστε ότι οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα με τις αρνητικές.

ACROSS FIRMS

Για όλες τις μετοχές ελέγξαμε την μηδενική υπόθεση κατά πόσο οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα με τις αρνητικές.

Ο έλεγχος J_3 για το σύνολο των μετοχών των εταιριών στόχων δίνει αποτέλεσμα 6,5299 τιμή μεγαλύτερη από το 1,96 άρα απορρίπτουμε την H_0 και δεχόμαστε ότι οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις δεν είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα με τις αρνητικές. Το ίδιο συμβαίνει και για τις οριζόντιες κάθετες και ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις που δίνουν τιμές για το J_3 2,4327 6,2738 και 6,2738 αντίστοιχα.

σχετικά με τις εταιρίες bidders ο μη παραμετρικός έλεγχος δίνει αποτέλεσμα $J_3 = 5,5056$ άρα απορρίπτουμε την H_0 . Στην συνέχεια εξετάζουμε για κάθε είδος συγχώνευσης, για τις οριζόντιες η τιμή του J_3 είναι 1,4084 οπότε δεχόμαστε την H_0 και ότι οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα με τις αρνητικές. Στην περίπτωση των κάθετων και ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων τα

αποτελέσματα του ελέγχου είναι 7,5542 και -4,7374 αντίστοιχα, και για τις δυο τιμές ισχύει $|J3| \geq 1,96$ άρα απορρίπτουμε την H_0 .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

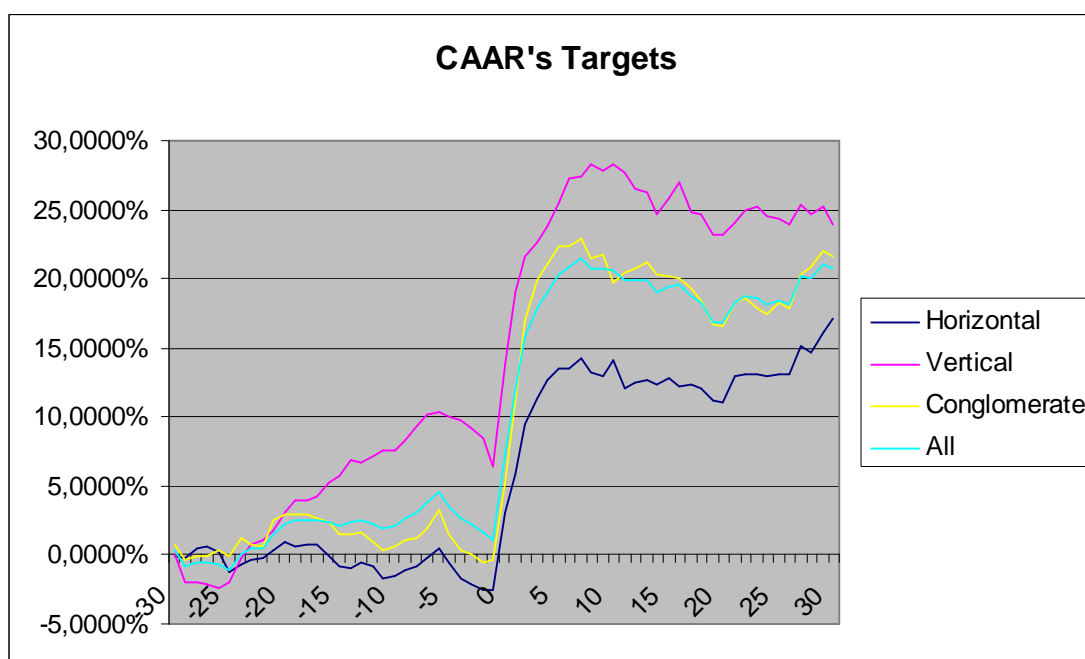
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η έρευνα που πραγματοποιήθηκε στόχο είχε να εξετάσει τις διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ εταιριών targets και bidders για κάθε ένα είδος συγχώνευσης ξεχωριστά.

Το δείγμα που συλλέχθηκε χωρίστηκε για τις τρεις κατηγορίες συγχωνεύσεων. Προέκυψαν έτσι 32 περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων 30 κάθετων και 32 ασυσχέτιστων. Όλες οι εταιρίες είχαν την έδρα τους στην Ευρώπη και συγκεκριμένα σε 15 διαφορετικά κράτη.

Στο γράφημα 1 παρατηρούμε τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για κάθε μια από τις τρεις κατηγορίες συγχωνεύσεων που αναφέραμε και για όλες τις περιπτώσεις του δείγματος όσων αφορά τους targets. Ενώ το γράφημα 2 αναφέρεται στις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τους bidders.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1

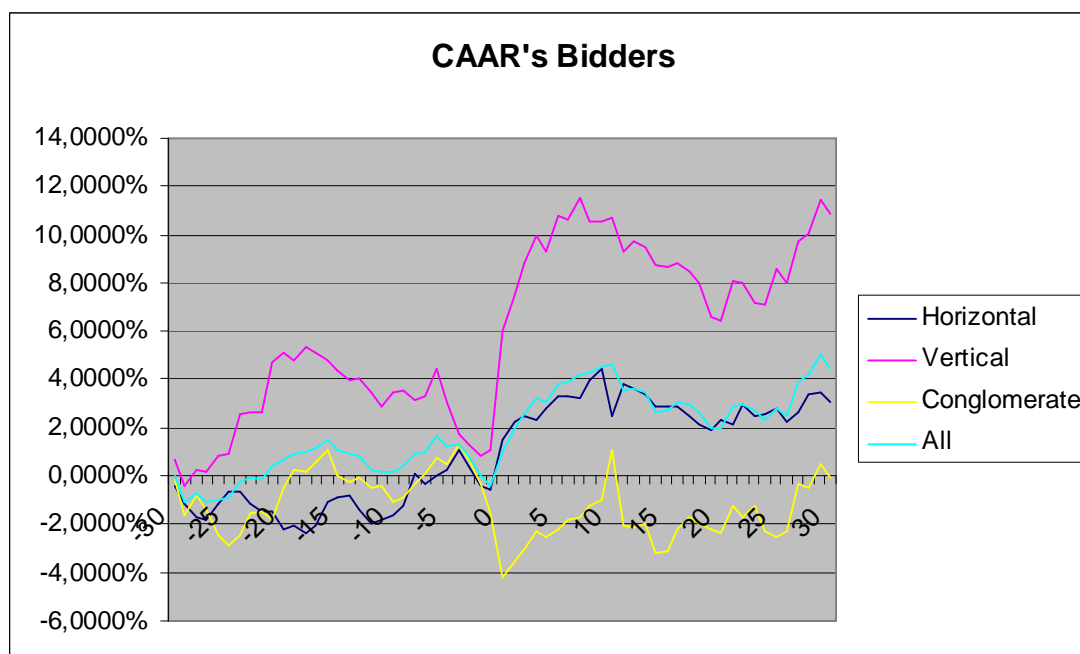


Από το γράφημα 1 βλέπουμε ότι οι εταιρίες που ήταν στόχοι κάθετων συγχωνεύσεων πραγματοποίησαν την μεγαλύτερη αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση. Επίσης η σταδιακή αύξηση των μη κανονικών αποδόσεων μέχρι την στιγμή της αναγγελίας δείχνει ότι υπήρχε διαρροή πληροφοριών για την επικείμενη

συγχώνευση. Το συγκεκριμένο φαινόμενο δεν παρατηρείται στα υπόλοιπα είδη συγχωνεύσεων.

Παράλληλα μπορούμε να διακρίνουμε ότι από την 5^η μέρα και μέχρι το τέλος του διαστήματος παρατήρησης οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις σταθεροποιούνται και δεν παρουσιάζουν την έντονα αυξητική τάση που είχαν τις πρώτες μέρες μετά την αναγγελία.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2



Σχετικά με τους bidders από το γράφημα 2 παρατηρούμε ότι και σε αυτή την περίπτωση τη μεγαλύτερη απόδοση απολαμβάνουν οι μέτοχοι των bidders που προβαίνουν σε κάθετη συγχώνευση. Η αγορά προφανώς εκτιμά ότι οι οικονομίες φάσματος και κλίμακας θα οδηγήσουν σε αυξημένα κέρδη λόγω των συνεργιών που θα προκύψουν. Σαφώς μικρότερη απόδοση δίνουν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις ενώ στην περίπτωση των ασυσχέτιστων οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις κυμαίνονται σε επίπεδα ελαφρώς αρνητικά.

Μετά την ημερομηνία αναγγελίας οι μη κανονικές αποδόσεις αυξάνονται ραγδαία όσον αφορά τις κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ για τις άλλες περιπτώσεις αυξάνονται πιο ομαλά μέχρι περίπου και για την 10^η μέρα μετά το γεγονός.

Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις για τους bidders είναι αυτές που προσφέρουν την μικρότερη απόδοση (ελαφρά θετική) ενώ οι κάθετες για τις εταιρίες στόχους δίνουν την μεγαλύτερη.

Κλείνοντας την μελέτη μπορούμε να τονίσουμε ότι από τα στοιχεία που προκύπτουν κατά μέσο όρο οι συγχωνεύσεις – εξαγορές κρίνονται πετυχημένες και δημιουργούν αρκετά κέρδη για τις εταιρίες στόχους και σαφώς πιο περιορισμένα για τους bidders. Από τις διαφορετικές κατηγορίες συγχωνεύσεων αυτή που υπερτερεί και για τους δυο συμβαλλόμενους της συγχώνευσης είναι οι κάθετες.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. P. Dodd and R. Ruback. “Tender offers and stockholders returns” Journal of Financial Economics vol.5 (1977) pp.351-373
2. P. Asquith & E. Kim. “The impact of merger bids on the participating firms’ security holders” The Journal of finance, vol XXXVII, no.5 December 1982 pp.1209-1228.
3. P. Asquith. “Merger bids uncertainty and stockholder returns” Journal of Financial Economics vol.11 (1983) pp.51-83 .
4. M. Bradley, A. Desai and E. Kim “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms” Journal of Financial Economics vol.21 (1988) pp.3-40.
5. G. Jarrell and A. Poulsen. “The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades”. Financial Management. Autumn 1989 pp.12-19
6. M. Firth. “The profitability of takeovers and mergers” The economic Journal vol.89 June 1979, pp.316-328
7. D. Flanagan. “Announcements of purely related and purely unrelated mergers and shareholder returns: Reconciling the relatedness paradox” Journal of management (1996) vol.22, no.6, pp. 823-835.
8. Schwert, G. W. “Markup Pricing in Mergers and Acquisitions” Journal of Financial Economics, 41 (June 1996) pp.153-162.
9. Lang, L., R. Stulz, and R. Walkling “Managerial Performance, Tobin’s Q, and the Gains from Successful Tender Offers” Journal of Financial Economics (September 1989) pp.37-154.
10. Kaplan, S. and M. Weisbach. “The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures” Journal of Finance, (March 1992) pp.107-138.
11. Franks, J., R. Harris, and S. Titman. “The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms” Journal of Financial Economics, (March 1991) pp.81-96.
12. Singh, H., and C. A. Montgomery, “Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance” Strategic Management Journal, (1987), pp.377-386.
13. Maquieria, C., W. Megginson, and L. Nail, “Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers” Journal of Financial Economics, (April 1998) pp.3-33.

14. Doukas, J., Holmen, M. and Travlos, N. “Diversification, Ownership and control of Swedish Corporations” *European Financial Management*, Vol. 8, No. 3, (2002), pp.281 – 341
15. Holl , P. and Kyriazis, D. “Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids”, *Strategic Management Journal*, Vol. 18:6 (1997) pp.483 – 498
16. Seth, A., “Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation” *Strategic Management Journal*, Vol. 11, (1997), pp.431 – 446
17. J. Campell, Andrew Lo and A. Mackinlay. “The econometrics of financial markets” pp.150 - 178

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 14

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 32 εταιρίες στόχους οριζόντιων συγχωνεύσεων.

OBSERVATION WINDOW	AAR	CAAR	T- STATISTIC AAR
-30	-0,0426%	-0,0426%	-0,05528
-29	-0,1408%	-0,1834%	-0,18288
-28	0,6986%	0,5152%	0,90730
-27	0,1516%	0,6668%	0,19687
-26	-0,5196%	0,1472%	-0,67482
-25	-1,4015%	-1,2543%	-1,82022
-24	0,5801%	-0,6742%	0,75340
-23	0,3337%	-0,3404%	0,43347
-22	0,0612%	-0,2793%	0,07944
-21	0,6261%	0,3468%	0,81318
-20	0,5360%	0,8828%	0,69615
-19	-0,2927%	0,5902%	-0,38014
-18	0,1647%	0,7549%	0,21393
-17	0,0002%	0,7550%	0,00021
-16	-0,8845%	-0,1295%	-1,14881
-15	-0,6782%	-0,8076%	-0,88079
-14	-0,0970%	-0,9046%	-0,12594
-13	0,3736%	-0,5311%	0,48518
-12	-0,3337%	-0,8648%	-0,43342
-11	-0,7688%	-1,6335%	-0,99845
-10	0,1053%	-1,5283%	0,13670
-9	0,4345%	-1,0938%	0,56433
-8	0,2508%	-0,8429%	0,32577
-7	0,6614%	-0,1815%	0,85908
-6	0,7279%	0,5464%	0,94540
-5	-1,0778%	-0,5314%	-1,39982
-4	-1,1874%	-1,7187%	-1,54212
-3	-0,3389%	-2,0576%	-0,44016
-2	-0,4638%	-2,5214%	-0,60237
-1	-0,0834%	-2,6048%	-0,10832
0	5,6664%	3,0616%	7,35946
1	2,7758%	5,8374%	3,60521
2	3,6025%	9,4399%	4,67884
3	1,8896%	11,3294%	2,45413
4	1,2997%	12,6291%	1,68805
5	0,9129%	13,5421%	1,18570
6	-0,0158%	13,5263%	-0,02046
7	0,6853%	14,2116%	0,89000
8	-1,0568%	13,1547%	-1,37261
9	-0,2790%	12,8757%	-0,36233
10	1,2363%	14,1120%	1,60564

11	-2,0601%	12,0519%	-2,67566
12	0,4868%	12,5387%	0,63224
13	0,0790%	12,6177%	0,10261
14	-0,3273%	12,2904%	-0,42507
15	0,4356%	12,7260%	0,56580
16	-0,5212%	12,2048%	-0,67698
17	0,1993%	12,4041%	0,25883
18	-0,3380%	12,0660%	-0,43905
19	-0,8715%	11,1946%	-1,13185
20	-0,0828%	11,1117%	-0,10758
21	1,7997%	12,9114%	2,33740
22	0,1057%	13,0171%	0,13723
23	0,0885%	13,1056%	0,11491
24	-0,1507%	12,9549%	-0,19566
25	0,1116%	13,0665%	0,14498
26	-0,0369%	13,0297%	-0,04788
27	2,1180%	15,1477%	2,75085
28	-0,4504%	14,6972%	-0,58503
29	1,4711%	16,1683%	1,91062
30	0,9556%	17,1239%	1,24108

ΠΙΝΑΚΑΣ 15

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 30 εταιρίες στόχους κάθετων συγχωνεύσεων.

OBSERVATION WINDOW	AAR	CAAR	T- STATISTIC AAR
-30	0,1178%	0,1178%	0,12682
-29	-2,1364%	-2,0187%	-2,30070
-28	0,0182%	-2,0004%	0,01963
-27	-0,1480%	-2,1484%	-0,15940
-26	-0,2383%	-2,3868%	-0,25664
-25	0,3644%	-2,0224%	0,39239
-24	1,8178%	-0,2045%	1,95762
-23	1,0419%	0,8374%	1,12207
-22	0,2925%	1,1300%	0,31503
-21	0,6197%	1,7497%	0,66739
-20	1,3652%	3,1149%	1,47020
-19	0,7800%	3,8949%	0,83994
-18	0,0585%	3,9534%	0,06303
-17	0,3661%	4,3195%	0,39423
-16	0,9107%	5,2301%	0,98069
-15	0,5222%	5,7523%	0,56235
-14	1,1526%	6,9049%	1,24118
-13	-0,1576%	6,7473%	-0,16974
-12	0,3866%	7,1339%	0,41629
-11	0,4700%	7,6038%	0,50609
-10	-0,0672%	7,5366%	-0,07239
-9	0,7336%	8,2702%	0,79005
-8	1,0135%	9,2837%	1,09141
-7	0,9507%	10,2344%	1,02384
-6	0,0628%	10,2973%	0,06766
-5	-0,2403%	10,0570%	-0,25873
-4	-0,2903%	9,7667%	-0,31263
-3	-0,5318%	9,2349%	-0,57269
-2	-0,8037%	8,4312%	-0,86553
-1	-2,0712%	6,3599%	-2,23051
0	7,4904%	13,8503%	8,06633
1	5,1963%	19,0466%	5,59587
2	2,5238%	21,5704%	2,71783
3	1,0622%	22,6326%	1,14385
4	1,1112%	23,7438%	1,19666
5	1,7027%	25,4465%	1,83361
6	1,8341%	27,2806%	1,97515
7	0,1711%	27,4517%	0,18428
8	0,7631%	28,2148%	0,82173
9	-0,3927%	27,8220%	-0,42294
10	0,4008%	28,2228%	0,43163
11	-0,5608%	27,6620%	-0,60397
12	-1,1011%	26,5609%	-1,18572

13	-0,3785%	26,1825%	-0,40755
14	-1,5111%	24,6714%	-1,62731
15	1,1121%	25,7834%	1,19758
16	1,1385%	26,9219%	1,22605
17	-2,1307%	24,7913%	-2,29451
18	-0,0901%	24,7012%	-0,09698
19	-1,4801%	23,2211%	-1,59387
20	0,0115%	23,2326%	0,01239
21	0,8108%	24,0434%	0,87315
22	0,9042%	24,9477%	0,97376
23	0,2601%	25,2077%	0,28006
24	-0,6556%	24,5522%	-0,70597
25	-0,1695%	24,3826%	-0,18257
26	-0,4492%	23,9335%	-0,48369
27	1,3832%	25,3167%	1,48958
28	-0,6311%	24,6857%	-0,67958
29	0,6094%	25,2951%	0,65628
30	-1,4153%	23,8798%	-1,52408

ΠΙΝΑΚΑΣ 16

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 32 εταιρίες στόχους ασυσχέτιστων συγγωνεύσεων.

OBSERVATION WINDOW	AAR	CAAR	T- STATISTIC AAR
-30	0,7877%	0,7877%	0,86481
-29	-1,1063%	-0,3186%	-1,21463
-28	0,2848%	-0,0338%	0,31271
-27	-0,0127%	-0,0465%	-0,01396
-26	0,4033%	0,3568%	0,44279
-25	-0,3672%	-0,0104%	-0,40317
-24	1,1730%	1,1626%	1,28784
-23	-0,3094%	0,8532%	-0,33964
-22	-0,2755%	0,5777%	-0,30246
-21	1,9034%	2,4812%	2,08982
-20	0,4424%	2,9236%	0,48571
-19	0,0317%	2,9552%	0,03475
-18	0,0504%	3,0056%	0,05528
-17	-0,2717%	2,7338%	-0,29836
-16	-0,3738%	2,3600%	-0,41041
-15	-0,7986%	1,5614%	-0,87676
-14	-0,0951%	1,4663%	-0,10443
-13	0,2195%	1,6859%	0,24104
-12	-0,8211%	0,8648%	-0,90146
-11	-0,5567%	0,3081%	-0,61117
-10	0,3754%	0,6835%	0,41215
-9	0,4154%	1,0990%	0,45613
-8	0,1459%	1,2449%	0,16017
-7	0,7444%	1,9893%	0,81733
-6	1,2370%	3,2263%	1,35807
-5	-1,7455%	1,4808%	-1,91638
-4	-1,0603%	0,4205%	-1,16414
-3	-0,3849%	0,0356%	-0,42257
-2	-0,5151%	-0,4795%	-0,56549
-1	0,1054%	-0,3741%	0,11572
0	5,6712%	5,2971%	6,22649
1	5,9608%	11,2579%	6,54443
2	5,6790%	16,9369%	6,23502
3	3,0058%	19,9426%	3,30008
4	1,0633%	21,0059%	1,16740
5	1,2637%	22,2696%	1,38743
6	0,0179%	22,2875%	0,01970
7	0,6651%	22,9527%	0,73024
8	-1,4183%	21,5344%	-1,55715
9	0,2317%	21,7661%	0,25436
10	-2,0312%	19,7348%	-2,23010

11	0,6821%	20,4170%	0,74892
12	0,3641%	20,7811%	0,39975
13	0,3308%	21,1119%	0,36319
14	-0,7980%	20,3139%	-0,87612
15	-0,1256%	20,1883%	-0,13793
16	-0,1660%	20,0222%	-0,18230
17	-0,7305%	19,2917%	-0,80205
18	-0,9178%	18,3739%	-1,00770
19	-1,7402%	16,6337%	-1,91057
20	-0,1207%	16,5130%	-0,13251
21	1,7893%	18,3023%	1,96450
22	0,2032%	18,5055%	0,22309
23	-0,6621%	17,8434%	-0,72690
24	-0,4499%	17,3936%	-0,49390
25	0,9345%	18,3280%	1,02598
26	-0,4123%	17,9157%	-0,45270
27	2,3923%	20,3081%	2,62659
28	0,5854%	20,8935%	0,64275
29	1,1236%	22,0171%	1,23362
30	-0,4094%	21,6077%	-0,44949

ΠΙΝΑΚΑΣ 17

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 32 εξαγοράζουσες εταιρίες που προέβησαν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις.

OBSERVATION WINDOW	AAR	CAAR	T- STATISTIC AAR
-30	-0,4339%	-0,4339%	-0,58860
-29	-0,6761%	-1,1101%	-0,91710
-28	-0,6129%	-1,7229%	-0,83134
-27	-0,0772%	-1,8001%	-0,10466
-26	0,6650%	-1,1351%	0,90202
-25	0,4532%	-0,6819%	0,61469
-24	0,0523%	-0,6296%	0,07094
-23	-0,5188%	-1,1484%	-0,70364
-22	-0,3231%	-1,4715%	-0,43825
-21	0,0075%	-1,4640%	0,01018
-20	-0,7550%	-2,2190%	-1,02415
-19	0,1826%	-2,0364%	0,24770
-18	-0,3077%	-2,3441%	-0,41733
-17	0,2708%	-2,0732%	0,36735
-16	0,9977%	-1,0755%	1,35332
-15	0,1909%	-0,8846%	0,25897
-14	0,0843%	-0,8003%	0,11432
-13	-0,5545%	-1,3548%	-0,75208
-12	-0,6155%	-1,9702%	-0,83481
-11	0,1570%	-1,8133%	0,21290
-10	0,1615%	-1,6518%	0,21901
-9	0,4641%	-1,1877%	0,62948
-8	1,2954%	0,1077%	1,75710
-7	-0,4210%	-0,3134%	-0,57107
-6	0,3446%	0,0312%	0,46735
-5	0,1991%	0,2303%	0,27011
-4	0,8431%	1,0734%	1,14360
-3	-0,6309%	0,4425%	-0,85578
-2	-0,8125%	-0,3700%	-1,10208
-1	-0,2331%	-0,6031%	-0,31622
0	2,0669%	1,4638%	2,80363
1	0,7855%	2,2493%	1,06546
2	0,1991%	2,4484%	0,27003
3	-0,1388%	2,3096%	-0,18826
4	0,5267%	2,8363%	0,71442
5	0,4442%	3,2805%	0,60250
6	0,0171%	3,2976%	0,02322
7	-0,0483%	3,2493%	-0,06554
8	0,7218%	3,9711%	0,97904
9	0,4935%	4,4646%	0,66944
10	-1,9603%	2,5042%	-2,65905

11	1,3249%	3,8292%	1,79715
12	-0,1916%	3,6375%	-0,25995
13	-0,2417%	3,3958%	-0,32785
14	-0,5195%	2,8763%	-0,70464
15	0,0029%	2,8792%	0,00390
16	0,0080%	2,8872%	0,01082
17	-0,3943%	2,4928%	-0,53489
18	-0,3126%	2,1802%	-0,42401
19	-0,2578%	1,9224%	-0,34973
20	0,3699%	2,2923%	0,50168
21	-0,1380%	2,1542%	-0,18724
22	0,7824%	2,9367%	1,06132
23	-0,4530%	2,4837%	-0,61443
24	0,0458%	2,5295%	0,06210
25	0,2915%	2,8210%	0,39536
26	-0,6059%	2,2151%	-0,82181
27	0,4269%	2,6420%	0,57901
28	0,7097%	3,3517%	0,96272
29	0,0813%	3,4330%	0,11026
30	-0,4114%	3,0216%	-0,55796

ΠΙΝΑΚΑΣ 18

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 30 εξαγοράζουσες εταιρίες που προέβησαν σε κάθετες συγχωνεύσεις.

OBSERVATION WINDOW	AAR	CAAR	T- STATISTIC AAR
-30	0,6783%	0,6783%	0,88192
-29	-1,1064%	-0,4281%	-1,43852
-28	0,7199%	0,2918%	0,93596
-27	-0,1440%	0,1477%	-0,18728
-26	0,6845%	0,8322%	0,88999
-25	0,1190%	0,9512%	0,15471
-24	1,5850%	2,5362%	2,06076
-23	0,1314%	2,6676%	0,17086
-22	-0,0167%	2,6509%	-0,02169
-21	2,0559%	4,7069%	2,67309
-20	0,3854%	5,0923%	0,50105
-19	-0,3112%	4,7811%	-0,40461
-18	0,5933%	5,3743%	0,77134
-17	-0,2823%	5,0920%	-0,36705
-16	-0,3215%	4,7705%	-0,41802
-15	-0,3886%	4,3819%	-0,50520
-14	-0,4001%	3,9819%	-0,52016
-13	0,0615%	4,0433%	0,07990
-12	-0,6102%	3,4332%	-0,79333
-11	-0,5685%	2,8646%	-0,73920
-10	0,5593%	3,4239%	0,72719
-9	0,1192%	3,5431%	0,15502
-8	-0,4282%	3,1149%	-0,55675
-7	0,1565%	3,2714%	0,20346
-6	1,1672%	4,4386%	1,51758
-5	-1,3974%	3,0413%	-1,81681
-4	-1,3314%	1,7099%	-1,73101
-3	-0,3984%	1,3115%	-0,51805
-2	-0,4623%	0,8492%	-0,60101
-1	0,2122%	1,0614%	0,27584
0	4,9717%	6,0331%	6,46413
1	1,4388%	7,4719%	1,87066
2	1,3221%	8,7939%	1,71893
3	1,1626%	9,9566%	1,51164
4	-0,6831%	9,2735%	-0,88817
5	1,4821%	10,7556%	1,92704
6	-0,1017%	10,6539%	-0,13224
7	0,8604%	11,5143%	1,11870
8	-1,0044%	10,5099%	-1,30593
9	0,0346%	10,5445%	0,04494
10	0,1877%	10,7322%	0,24406

11	-1,4377%	9,2945%	-1,86926
12	0,4475%	9,7419%	0,58177
13	-0,2491%	9,4928%	-0,32391
14	-0,7708%	8,7221%	-1,00212
15	-0,0481%	8,6740%	-0,06249
16	0,1369%	8,8109%	0,17800
17	-0,3022%	8,5087%	-0,39295
18	-0,5453%	7,9634%	-0,70899
19	-1,3731%	6,5902%	-1,78533
20	-0,1768%	6,4135%	-0,22982
21	1,6802%	8,0937%	2,18459
22	-0,1383%	7,9554%	-0,17985
23	-0,7959%	7,1595%	-1,03480
24	-0,0886%	7,0709%	-0,11519
25	1,4638%	8,5347%	1,90319
26	-0,5228%	8,0118%	-0,67978
27	1,7244%	9,7363%	2,24208
28	0,3162%	10,0525%	0,41118
29	1,4029%	11,4554%	1,82396
30	-0,5609%	10,8945%	-0,72926

ΠΙΝΑΚΑΣ 19

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 32 εξαγοράζουσες εταιρίες που προέβησαν σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

OBSERVATION WINDOW	AAR	CAAR	T- STATISTIC AAR
-30	-0,1740%	-0,1740%	-0,23019
-29	-1,4400%	-1,6140%	-1,90506
-28	0,8105%	-0,8035%	1,07229
-27	-0,6048%	-1,4083%	-0,80012
-26	-1,0613%	-2,4695%	-1,40402
-25	-0,3880%	-2,8575%	-0,51326
-24	0,4205%	-2,4370%	0,55626
-23	0,9161%	-1,5210%	1,21193
-22	0,0373%	-1,4836%	0,04939
-21	-0,3278%	-1,8114%	-0,43365
-20	1,3144%	-0,4970%	1,73890
-19	0,7614%	0,2644%	1,00735
-18	-0,0831%	0,1814%	-0,10990
-17	0,4381%	0,6194%	0,57957
-16	0,4717%	1,0911%	0,62399
-15	-1,0758%	0,0153%	-1,42328
-14	-0,2171%	-0,2018%	-0,28721
-13	0,0925%	-0,1093%	0,12239
-12	-0,3814%	-0,4907%	-0,50459
-11	0,0735%	-0,4172%	0,09730
-10	-0,6293%	-1,0465%	-0,83257
-9	0,1587%	-0,8878%	0,20999
-8	0,5942%	-0,2935%	0,78613
-7	0,4062%	0,1126%	0,53736
-6	0,6610%	0,7736%	0,87444
-5	-0,2542%	0,5194%	-0,33634
-4	0,7693%	1,2887%	1,01782
-3	-0,6297%	0,6590%	-0,83304
-2	-0,9651%	-0,3061%	-1,27680
-1	-1,2414%	-1,5475%	-1,64235
0	-2,6442%	-4,1917%	-3,49824
1	0,6506%	-3,5411%	0,86071
2	0,4748%	-3,0663%	0,62819
3	0,7830%	-2,2833%	1,03591
4	-0,2656%	-2,5489%	-0,35138
5	0,3582%	-2,1906%	0,47395
6	0,3860%	-1,8046%	0,51067
7	0,0641%	-1,7405%	0,08481
8	0,4999%	-1,2406%	0,66139
9	0,2990%	-0,9416%	0,39556
10	2,0340%	1,0924%	2,69090

11	-3,1618%	-2,0694%	-4,18297
12	-0,0275%	-2,0969%	-0,03639
13	0,0914%	-2,0056%	0,12085
14	-1,2209%	-3,2265%	-1,61525
15	0,1109%	-3,1156%	0,14668
16	0,8710%	-2,2447%	1,15227
17	0,5482%	-1,6965%	0,72519
18	-0,2422%	-1,9387%	-0,32043
19	-0,2530%	-2,1917%	-0,33472
20	-0,2231%	-2,4149%	-0,29521
21	1,1643%	-1,2506%	1,54032
22	-0,5003%	-1,7509%	-0,66193
23	0,5018%	-1,2491%	0,66391
24	-1,0679%	-2,3170%	-1,41285
25	-0,2241%	-2,5411%	-0,29647
26	0,2118%	-2,3293%	0,28018
27	1,9740%	-0,3553%	2,61152
28	-0,1514%	-0,5067%	-0,20027
29	0,9904%	0,4837%	1,31031
30	-0,5654%	-0,0817%	-0,74805