



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ»**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ**  
**«Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ»**

**ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΥ ΓΩΓΩ**  
**ΑΜ 1020**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ**

**ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ** : Καθηγητής Απέργης Νικόλαος

**ΕΠΙΤΡΟΠΗ**

: Αναπληρωτής Καθηγητής Τσιριτάκης Εμμανουήλ  
Λέκτορας Εγγλέζος Νικόλαος

**ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2012**

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να εκτιμήσει τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις Ε&Σ. Για αυτό το λόγο επιλέχθηκε ένα δείγμα από τις 30 μεγαλύτερες σε αξία Ε&Σ ανά χώρα για πέντε ευρωπαϊκές χώρες, Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Γερμανία, Ισπανία και Ιταλία. Στο σύνολο αυτό των 150 Ε&Σ εφαρμόζεται το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης στον δείκτη απόδοσης, για τον υπολογισμό των κανονικών και μη κανονικών αποδόσεων για χρονικό διάστημα πέντε ημερών πριν και μετά την ημερομηνία της επίσημης ανακοίνωσης της συναλλαγής, προκειμένου να προκύψουν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις. Για τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις, εφαρμόστηκε το ίδιο υπόδειγμα για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων σε χρονικό διάστημα ενός, δύο και τριών ετών μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής, καθώς και η μέθοδος των buy and hold αποδόσεων του δείγματος σε σχέση με των αντίστοιχων αποδόσεων της αγοράς. Από τη μελέτη του παραπάνω δείγματος προέκυψε ότι βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις ακολουθούν την ίδια τάση, ως προς την αποδοτικότητα του συνόλου του δείγματος, την επίδραση του μέσου πληρωμής στην αποδοτικότητα και το είδος της συναλλαγής στην αποδοτικότητά τους, αλλά υστερούν σημαντικά σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Πιο συγκεκριμένα, προέκυψε ότι οι βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις στο σύνολο του δείγματος είναι μικρές, κοντά στο μηδέν και μη-στατιστικά σημαντικές. Υψηλότερες και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες, συναντώνται στις εξαγορές συγκριτικά με τις συγχωνεύσεις καθώς και στις συναλλαγές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά και πραγματοποιήθηκαν μεταξύ επιχειρήσεων ίδιου κλάδου δραστηριότητας.

**Λέξεις-Κλειδιά:** εξαγορές, συγχωνεύσεις, επιθετικές εξαγορές, φιλικές προσφορές, κανονικές, μη-κανονικές αποδόσεις, βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα, υπόδειγμα προσαρμοσμένης με το δείκτη απόδοσης, CAR, BHAR.

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ**

#### **2.1. ΓΕΝΙΚΑ**

#### **2.2. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ- ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

#### **3.1. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

#### **3.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**

#### **4.1. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

#### **4.2. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η τακτική της αύξησης του μεριδίου αγοράς κάθε επιχείρησης αποτελεί στρατηγική επιλογή κάθε επιχείρησης όχι μόνο για την ανάπτυξη αλλά πρωτίστως για την επιβίωση της σε ένα άκρως ανταγωνιστικό οικονομικό περιβάλλον. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της τακτικής αφού προσβλέπουν σε μεγαλύτερες επιχειρήσεις, με μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά, πιο ικανές να αναπτυχθούν περαιτέρω.

Ως συγχώνευση θεωρείται η οικονομική συναλλαγή κατά την οποία γίνεται συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μία νέα, στην οποία μεταφέρονται όλα τα περιουσιακά στοιχεία των παλαιών. Ως εξαγορά θεωρείται η οικονομική συναλλαγή κατά το οποίο μια επιχείρηση αποκτά ολόκληρη επιχείρηση ή μέρος αυτής έναντι χρηματικού αντιτίμου.

Οι Ε&Σ δεν αποτελούν απλή συνάθροιση επιχειρήσεων αλλά τη δημιουργία ή ανανέωση ενός οργανισμού που θα διατηρήσει τα θετικά στοιχεία κάθε επιχείρησης, από την οποία προέκυψε, και θα κάνει τις κατάλληλες στρατηγικές επιλογές ώστε να δημιουργήσει οικονομίες κλίμακας και φάσματος και κατ' επέκταση να αυξήσει την παραγωγικότητα και το λειτουργικό του κόστος.

Οι Ε&Σ δεν αποτελούν πάντα επιτυχημένη επιλογή για κάθε επιχείρηση. Η επιτυχία ή μη, εξαρτάται από τα κίνητρα που ωθούν μια επιχείρηση σε μια τέτοια δραστηριότητα, την επιχειρηματική τακτική της, τα κίνητρα και της πρωτοβουλίες των διοικήσεων της κ.λπ. Η αποδοτικότητα των Ε&Σ διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμη, μακροπρόθεσμη και λειτουργική. Η λειτουργική αφορά κυρίως τη βελτίωση της λειτουργίας και κατ' επέκταση της κερδοφορίας της επιχείρησης. Η βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη αποτελεσματικότητα, αφορούν τις αποδόσεις στη τιμή της μετοχής.

**Σκοπός** αυτής της εργασίας είναι η μελέτη 150 Ε&Σ, που πραγματοποιήθηκαν τη δεκαετία 1997-2007, σε πέντε μεγάλες οικονομίες της ευρωπαϊκής ηπείρου, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ισπανία και την Ιταλία, ως προς τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις της τιμής της κάθε αγοράστριας επιχείρησης. Συλλέχθηκαν μέσω της βάσης δεδομένων Thompson One Banker στοιχεία (αξία συναλλαγής, ημερομηνίες ανακοίνωσης και ολοκλήρωσης συναλλαγής, όνομα και κλάδος επιχείρησης στόχου, όνομα και κλάδος αγοράστριας επιχείρησης, είδος συναλλαγής κλπ) για τις τριάντα (30) μεγαλύτερες Ε&Σ κάθε μιας από τις παραπάνω χώρες (συνολικά 150 Ε&Σ), ενώ στη συνέχεια συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων DataStream στοιχεία για τις τιμές των μετοχών των 150 αγοραστριών επιχειρήσεων για χρονικό διάστημα ενός έτους πριν την ημερομηνία της επίσημης ανακοίνωσης και τρία χρόνια μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής, προκειμένου να προσδιοριστούν οι κανονικές και μη κανονικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών για κάθε μια από τις εταιρείες.

Στο κεφάλαιο 2, που ακολουθεί γίνεται μια βιβλιογραφική ανασκόπηση για Ε&Σ, όπου αναφέρονται ιστορικά στοιχεία για την εξέλιξη των Ε&Σ από τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα όπου δημιουργήθηκε το πρώτο κύμα Ε&Σ έως σήμερα, ενώ στη δεύτερη ενότητα του κεφαλαίου 2 αναφέρονται μελέτες για την αποδοτικότητα Ε&Σ ανά κύμα και ανά χώρα (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρώπη).

Στο κεφάλαιο 3 περιγράφεται το δείγμα που λήφθηκε προς μελέτη καθώς και η μεθοδολογία του υποδείγματος της προσαρμοσμένης στο δείκτη απόδοσης, που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό κανονικών και μη κανονικών αποδόσεων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων.

Στο κεφάλαιο 4 γίνεται αναλυτική περιγραφή των αποτελεσμάτων που προέκυψαν και των επιμέρους ελέγχων που πραγματοποιήθηκαν. Στο κεφάλαιο 5 παρατίθενται τα συμπεράσματα της μελέτης ενώ στο κεφάλαιο 6 δίνονται στοιχεία της βιβλιογραφίας που χρησιμοποιήθηκε.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ**

### **2.1 ΓΕΝΙΚΑ**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις (στο εξής Ε&Σ) δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών. Οι Ε&Σ, αν και τυγχάνουν αμφισβήτησης ως προς τα κίνητρα και την αποτελεσματικότητά τους, αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού, στο πλαίσιο μιας «νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας», που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές.

Οι Ε&Σ θεωρούνται φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Οι επικρίσεις εστιάζονται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικές επιπτώσεις των Ε&Σ στους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή εμμένοντας στην ανάγκη κατάλληλων ρυθμίσεων ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων από την απόκτηση μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δύναμης. Μέχρι σήμερα δεν έχει επιβεβαιωθεί από την εμπειρική έρευνα μόνο η μια ή η άλλη άποψη. Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι οι περισσότεροι αναλυτές εστιάζουν την προσοχή τους στα τεράστια μεγέθη των μεταβιβαζόμενων κεφαλαίων και στα αντίστοιχα κέρδη για τους επενδυτές, σε θέματα επιχειρησιακής οργάνωσης και ανταγωνισμού, ενώ συνήθως δεν ασχολούνται με τις συνέπειές τους σε κοινωνικό επίπεδο.

Οι **εξαγορές** αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης, ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα.

Οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται, ως προς τις οικονομικές και κοινωνικές τους επιπτώσεις, ανάλογα με :

α) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά, τη λεγόμενη *ιδιωτικοποίηση*.

β) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης, όπως:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό
- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- απορρόφηση ανταγωνιστών
- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά,
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης,
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιρειών,
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- είσοδος σε νέα αγορά /χώρα, περιοχή,
- διαφοροποίηση προϊόντων – υπηρεσιών κ.α.

Επιπλέον, οι εξαγορές μπορούν να διακριθούν σε:

- Φιλικές. Πρόκειται για εξαγορές που προκύπτουν μετά από συμφωνία των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Σε αυτή τη περίπτωση, γίνεται δημόσια προσφορά μετοχών ή καταβολή μετρητών από την εξαγοράζουσα και στην συνέχεια αποδοχή των όρων της εξαγοράς από τους μετόχους της εξαγοραζόμενης. Οι όροι της εξαγοράς, δηλαδή η προσφερόμενη τιμή ανά μετοχή και το premium ανά μετοχή (διαφορά τρέχουσας τιμής και προσφερόμενης) καθορίζουν την αποδοχή ή μη των μετοχών της εξαγοραζόμενης.
- Επιθετικές. Σε περιπτώσεις όπου η διοίκηση της επιχείρησης δεν επιθυμεί τη σύναψη κάποιας συμφωνίας με άλλη επιχείρηση με στόχο την εξαγορά της πρώτης, τότε η εν δυνάμει εξαγοράζουσα είτε απευθύνεται άμεσα στους μετόχους με σκοπό να εξαγοράσει τα μερίδια τους είτε προσπαθεί να επιτύχει αλλαγή διοίκησης ώστε να επιτευχθεί η συμφωνία. [www.investopedia.com]

**Συγχώνευση** αποτελεί η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας.

Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Έτσι, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (συνδυασμός γνωστός και ως conglomerates).

- Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (λ.χ. άντληση – διύλιση και διανομή πετρελαίου)
- Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας.



- Τέλος, τα conglomerates καλύπτουν σε μια ενιαία οργανωτική δομή επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρεία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί πρακτικά να πάρει διαφορετικές μορφές. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειές της, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης.

Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας) και τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς [[www.ine.otoe.gr](http://www.ine.otoe.gr)].

Τα βασικά κίνητρα που ωθούν στις εξαγορές είναι:

- Η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικών συνεργιών ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος ή υπηρεσίας) ή και οικονομιών φάσματος (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με

προσθήκη συναφών - συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής)

- Η δημιουργία και αξιοποίηση χρηματοδοτικών συνεργιών, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, ευχερέστερης πρόσβασης σε κεφάλαια,
- Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος (συναντάται συνήθως σε επιθετικές εξαγορές),
- Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική και στη διεθνή αγορά, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, το σχηματισμό ολιγοπωλίων ή μονοπωλίων,
- Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους. Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων [Andrade 2001].

Η οικονομική ιστορία διακρίνει πέντε (5) σημαντικά κύματα Ε&Σ:

1. Τέλη 1890- αρχές 1900
2. Τη δεκαετία του 1920
3. Τη δεκαετία του 1960
4. Τη δεκαετία του 1980
5. Τη δεκαετία του 1990

Τα «κύματα» αυτά αφορούν δραστηριότητα Ε&Σ στις Η.Π.Α., το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ευρωπαϊκή ήπειρο, η οποία διαφοροποιείται ως προς την ένταση και το μέγεθός της ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν σε κάθε περίπτωση. Σε γενικές γραμμές, έχει παρατηρηθεί ότι Ε&Σ πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, οι οποίες κατά συνέπεια οδηγούν σε άνοδο των κεφαλαιαγορών

και αντίστοιχα διακόπτονται από πτώση των κεφαλαιαγορών και την παρεπόμενη οικονομική ύφεση. Συνήθως, συμπίπτουν με υψηλούς ρυθμούς πιστωτικής εξάπλωσης και επομένως αμεσότερη πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση, με σημαντικές εξελίξεις στον τεχνολογικό και βιομηχανικό τομέα καθώς και με αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, τέτοιο ώστε να διευκολύνεται η επενδυτική δραστηριότητα. Παρόλα αυτά, κάθε «κύμα» τέτοιου είδους δραστηριότητας, εκτός των κοινών, παρουσιάζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που το διαφοροποιούν σημαντικά σε σχέση με τα υπόλοιπα [Mitchell 1996].

#### Τέλη 1890- αρχές 1900

Η συγκεκριμένη περίοδος καλείται *Μεγάλο Κύμα Συγχωνεύσεων* και ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1890, την εποχή της βιομηχανικής επανάστασης, η οποία σε συνδυασμό με την οικονομική ανάπτυξη, την εισαγωγή νέου νομοθετικού πλαισίου για τις επιχειρήσεις στις Η.Π.Α. καθώς και την αύξηση των συναλλαγών των μετοχών βιομηχανικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, συνετέλεσε καθοριστικά στην ευρύτατη επέκταση των συγχωνεύσεων σε βιομηχανικές επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό του συγκεκριμένου «κύματος» ήταν η οριζόντια ενοποίηση και η δημιουργία νέων γιγαντιαίων επιχειρήσεων που συγκέντρωναν το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς, με συνέπεια τη δημιουργία μονοπωλίων. Το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων ανακόπηκε από τη μεγάλη πτώση του Χρηματιστηρίου την περίοδο 1903-1905 [Martynova 2008].

#### Δεκαετία του 1920

Η πτώση του Χρηματιστηρίου του 1903-1905 καθώς και ο Α΄ Παγκόσμιος Πόλεμος, που ακολούθησε, περιόρισαν την επιχειρηματική δραστηριότητα μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1910. Η οικονομική ανάκαμψη της δεκαετίας του 1920 παρείχε την ευκαιρία σε μικρές επιχειρήσεις, που είχαν παραμείνει εκτός συγχωνεύσεων κατά το πρώτο κύμα, να συγχωνευθούν επιτυγχάνοντας οικονομίες κλίμακας ώστε να επιβιώσουν έναντι των δεσποζουσών επιχειρήσεων ανά κλάδο, που είχαν δημιουργηθεί στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία ολιγοπωλίων και η υποχώρηση των μονοπωλίων κυρίως λόγω της ανεπάρκειας των κεφαλαίων τους για

περαιτέρω ανάπτυξη και της αντί-μονοπωλιακής νομοθεσίας που θεσπίστηκε στις Η.Π.Α. το 1904. Αντίστοιχα με το πρώτο κύμα, το δεύτερο διακόπηκε από το κραχ του Χρηματιστηρίου το 1929 και τη μεγάλη ύφεση που ακολούθησε έως τα τέλη της δεκαετίας του 1930 [Stigler 1950, Martynova 2008].

#### Δεκαετία 1960

Η μεγάλη οικονομική ύφεση του 1930 καθώς και ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος με τις καταστροφικές συνέπειες του διεθνώς, απέτρεψαν την ανάδειξη νέου κύματος Ε&Σ για περισσότερο από δύο δεκαετίες. Το 1950 η εισαγωγή νέου πιο περιοριστικού αντί-τραστ καθεστώτος στις Η.Π.Α. οδήγησε σε πλήθος συγχωνεύσεων διαφοροποίησης και την ανάπτυξη μεγάλων συνδυασμών ετερόκλητων επιχειρήσεων, γνωστών ως conglomerates. Η δημιουργία τέτοιου είδους επιχειρήσεων αποσκοπούσε στην εκμετάλλευση από τις επιχειρήσεις των ευκαιριών ανάπτυξης σε νέες αγορές και νέα προϊόντα που δε σχετίζονται με την αρχική δραστηριότητα τους ώστε να αυξήσουν την αξία τους, να περιορίσουν τη μεταβλητότητα των κερδών τους και να ξεπερνούν τα όποια προβλήματα προκύπτουν από ατελή λειτουργία των αγορών. Το τρίτο κύμα Ε&Σ έφθασε στο απόγειο του το 1968 και έληξε το 1973 λόγω της διεθνούς πετρελαϊκής κρίσης και της οικονομικής ύφεσης που την ακολούθησε [Martynova 2008].

#### Δεκαετία 1980

Το τέταρτο κύμα Ε&Σ ξεκίνησε το 1981 με την ανάκαμψη των αγορών από την ύφεση της δεκαετίας του 1970. Την ίδια εποχή, οι αλλαγές στο αντί-τραστ θεσμικό πλαίσιο και στο κανονιστικό πλαίσιο που διακατείχε τον χρηματοπιστωτικό τομέα, η εισαγωγή νέων χρηματοπιστωτικών μέσων και η μεγάλη τεχνολογική πρόοδος στη βιομηχανία ηλεκτρονικών ειδών, παρείχαν πρόσφορο έδαφος σε παραχωρήσεις επιχειρήσεων (divestitures), επιθετικές εξαγορές και ιδιωτικές συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων. Το χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου Ε&Σ ήταν ο μεγάλος αριθμός επιθετικών εξαγορών, η αθρόα χρήση μετρητών (κυρίως δανειακών κεφαλαίων) ως μέσο πληρωμής καθώς και η αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων και η επικέντρωσή τους σε μια δραστηριότητα καθώς διαπιστώθηκε πως τα conglomerates, που προέκυψαν τη δεκαετία του 1960 δεν αποτελούσαν πλέον αποτελεσματικά σχήματα για

τις τρέχουσες, τότε, οικονομικές συνθήκες. Το τέταρτο κύμα Ε&Σ έληξε το 1987 με την πτώση των αγορών [Andrade 2001, Holmstrom 2001, Martynova 2008].

#### Δεκαετία 1990

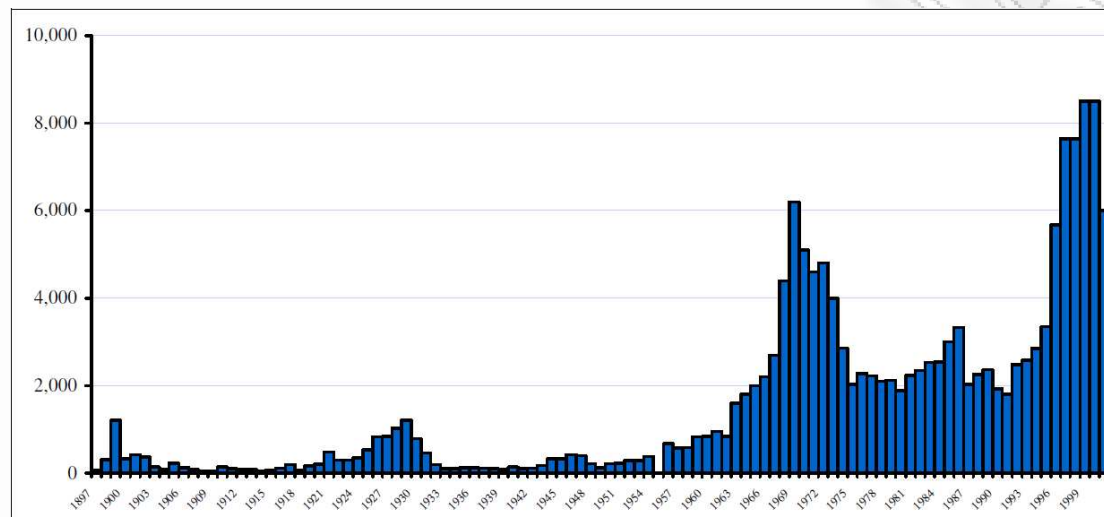
Το πέμπτο κύμα Ε&Σ ξεκίνησε το 1993 με την άνθηση των χρηματαγορών. Προέκυψε μέσω της όλο επεκτεινόμενης οικονομικής παγκοσμιοποίησης, της τεχνολογικής καινοτομίας και της άρσης των περιοριστικών θεσμών. Κύριο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος ήταν η παγκόσμια φύση, την οποία απέκτησε λόγω των διασυνοριακών Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν εκείνη την περίοδο. Στο συγκεκριμένο κύμα επικράτησε η τάση των επιχειρήσεων να προσφεύγουν σε Ε&Σ ομοειδών επιχειρήσεων εκτός συνόρων προκειμένου να επιτύχουν την περαιτέρω ανάπτυξη τους και κατ' επέκταση την επιβίωση τους σε διεθνές επίπεδο. Αξίζει να σημειωθεί ότι στις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο προέκυψαν πολύ λιγότερες επιθετικές εξαγορές σε σύγκριση με το κύμα της δεκαετίας του '80, ενώ αντίθετα τα δεδομένα της δεκαετίας του '90 για την Ευρωπαϊκή ήπειρο καταδεικνύουν έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιθετικών εξαγορών. Συνέπεια των φιλικότερων πλέον δραστηριοτήτων Ε&Σ, αναδείχθηκε η ανταλλαγή μετοχών ως κύριο μέσο πληρωμής. Το πέμπτο κύμα ανακόπηκε από την κατάρρευση των αγορών διεθνώς το 2000 [Andrade 2001, Holmstrom 2001, Martynova 2008].

#### 2003-σήμερα

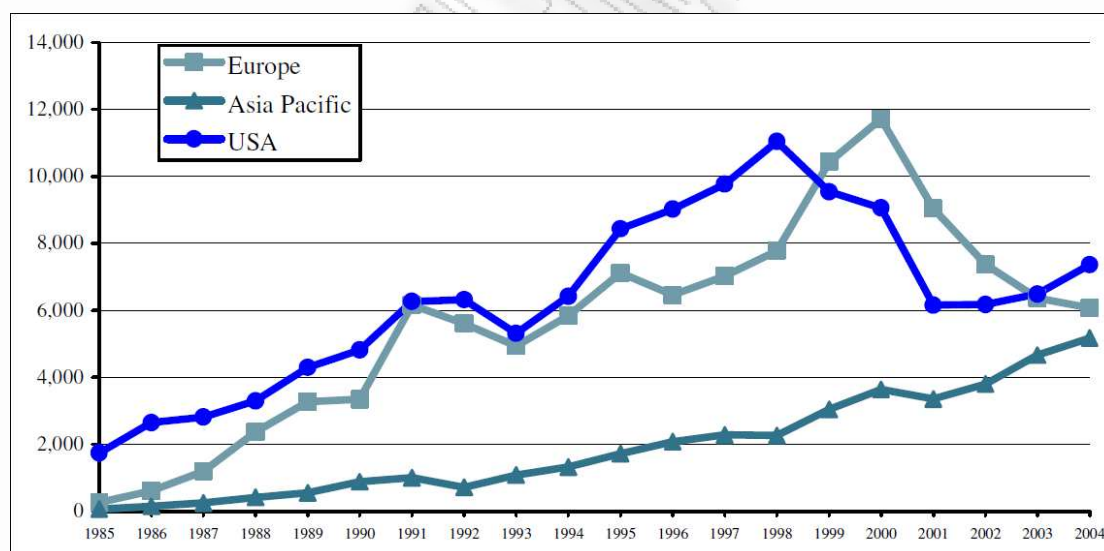
Από το 2003 και ύστερα, όπου ξεκίνησε η σταδιακή ανάκαμψη των αγορών, άρχισε να εμφανίζεται νέο κύμα Ε&Σ, σε Η.Π.Α., Ευρώπη και Ασία, το οποίο χαρακτηρίζεται από μεγάλο αριθμό φιλικών, διασυνοριακών εξαγορών [Martynova 2008].

Συμπεραίνεται, επομένως, ότι οι διαδικασίες Ε&Σ από τις επιχειρήσεις αποτελούν την αντίδραση τους σε εξωτερικούς «κλυδωνισμούς» που αφορούν τεχνολογικές καινοτομίες, ευρεία οικονομική εγχώρια και διεθνή ανάπτυξη, περιορισμούς σε διαθεσιμότητα α' υλών (όπως για παράδειγμα το πετρέλαιο) καθώς και σε άρση περιοριστικής νομοθεσίας. Οι εξωτερικές αυτές αναταράξεις άλλοτε δημιουργούν ευνοϊκό επενδυτικό περιβάλλον για

επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και άλλοτε προκαλούν τέτοιες αλλαγές στο επενδυτικό περιβάλλον, που καθιστούν τις Ε&Σ απαραίτητες για την επιβίωση τους (π.χ. παγκοσμιοποίηση της οικονομίας) [Andrade 2001].



Σχήμα 2.1: Κύματα Ε&Σ για τις Η.Π.Α. για την περίοδο 1892-2002 (συνολικός αριθμός Ε&Σ) [Martynova 2008].



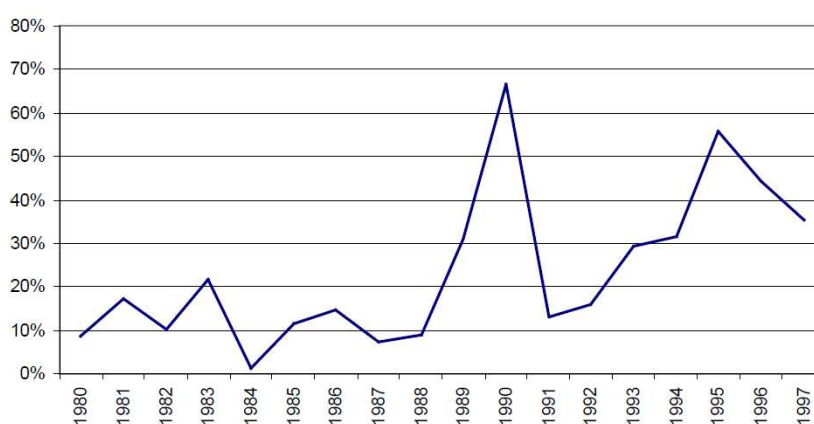
Σχήμα 2.2: Κύματα Ε&Σ διεθνώς για την περίοδο 1985-2004 (συνολικός αριθμός Ε&Σ) [Martynova 2008].

Η άρση του περιοριστικού θεσμικού πλαισίου αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα παροχής ευνοϊκού περιβάλλοντος για Ε&Σ, καθώς η αυστηρή αντί-μονοπωλιακή/ αντί-ολιγοπωλιακή νομοθεσία που επικρατούσε σε πολλές χώρες του κόσμου, καθιστούσε απαγορευτικές επιχειρηματικές πρακτικές,

που θα οδηγούσαν σε μεγάλα σχήματα και αποτέλεσε ως ένα βαθμό τροχοπέδη στην περαιτέρω βιομηχανική και οικονομική ανάπτυξη. Η άρση της έδωσε, αναμφισβήτητα, ώθηση στις επιχειρήσεις να εφαρμόσουν πιο επεκτατική πολιτική με στόχο την αύξηση της αξίας τους και την διασφάλιση της επιβίωσης τους μακροπρόθεσμα σε ένα ταχύτατα εξελισσόμενο και άκρως ανταγωνιστικό οικονομικό περιβάλλον.

Η ιδιαιτερότητα αυτού του «κλυδωνισμού» έγκειται στο ότι είναι αυστηρά χρονικά προσδιορισμένος (συνήθως ο χρόνος πραγματοποίησης του σηματοδοτεί και την έναρξη ενός νέου κύματος Ε&Σ) και με την πάροδο του χρόνου αφορούσε και επηρέαζε, αντίστοιχα, διαφορετικό τομέα επιχειρηματικής δραστηριότητας. Αυτός είναι και ο λόγος που σε κάθε κύμα Ε&Σ συμμετείχαν διαφορετικοί επιχειρηματικοί κλάδοι, οι οποίοι δε παρουσίασαν τέτοιου είδους δραστηριότητα σε κάποια άλλη χρονική περίοδο. Στον πίνακα που ακολουθεί εμφανίζονται οι κλάδοι που προέβησαν σε Ε&Σ ανά κύμα από το 1890 έως και το τέλος της δεκαετίας του 1990, όπου μπορεί να παρατηρηθεί ότι κατά κανόνα δεν προκύπτει αλληλοεπικάλυψη των κλάδων καθώς για κάθε έναν από αυτούς υπήρχε μια «χρυσή εποχή», όπου παρέχονταν η δυνατότητα λόγω των εκάστοτε τρεχουσών συνθηκών (οικονομικών, θεσμικών, τεχνολογικών) να προβούν σε διαδικασίες Ε&Σ [Andrade 2001].

Annual Value of Mergers in Deregulated Industries as a Percent of Total Merger Value



Σχήμα 2.3: Ετήσια αξία συγχωνεύσεων σε βιομηχανίες μετά από αλλαγή θεσμικού πλαισίου σε σχέση με τη συνολική αξία Ε&Σ [Andrade 2001].

**Πίνακας 2.1:** Κυριότεροι κλάδοι βάσει της μέσης ετήσιας δραστηριότητας Ε&Σ  
[Andrade 2001].

<b>Top 5 Industries based on Average Annual Merger Activity</b>		
1970s	1980s	1990s
Metal Mining	Oil & Gas	Metal Mining
Real Estate	Textile	Media & Telecom.
Oil & Gas	Misc. Manufacturing	Banking
Apparel	Non-Depository Credit	Real Estate
Machinery	Food	Hotels

## **2.2. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.**

Σε γενικές γραμμές, οι Ε&Σ προκαλούν μαζικές επανατοποθετήσεις κεφαλαίων σε μία οικονομία, οι οποίες πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων τόσο του ίδιου κλάδου όσο και διαφορετικών. Από την πλευρά των επιχειρήσεων, μια διαδικασία Ε&Σ αποτελεί αξιοσημείωτο γεγονός, που τους δίνει τη δυνατότητα να αυξήσουν ή και να πολλαπλασιάσουν το μέγεθός τους σε λίγους μόνο μήνες. Η επιτυχία ή μη, όμως ενός τέτοιου εγχειρήματος, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες και επηρεάζεται σημαντικά από την οπτική σκοπιά, από την οποία εξετάζεται. Πιο συγκεκριμένα, οι οικονομικές συνθήκες την εποχή κάθε Ε&Σ, τα κίνητρα των διοικήσεων τους, το είδος τους (επιθετικές ή φιλικές εξαγορές, συγχωνεύσεις), ο τρόπος πληρωμής (μετρητά ή μετοχές), η επιχειρηματική συνάφεια των εταιρειών που συγχωνεύθηκαν κ.λπ. επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα των Ε&Σ, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα.

Επίσης, η όποια αποτελεσματικότητα αξιολογείται διαφορετικά από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη (εξαγοράζουσα, υπό εξαγορά επιχείρηση, προκύπτουσα επιχείρηση μετά τη συγχώνευση) καθώς και από φορείς, που σχετίζονται με τις υπό συγχώνευση/ εξαγορά επιχειρήσεις παρόλο που δε συμμετέχουν ενεργά στη διαδικασία Ε&Σ (προσωπικό, ομολογιούχοι, δανειστές κλπ).



Επιπλέον, το μέγεθος (καθαρή θέση της εταιρείας, λειτουργική αποτελεσματικότητα, P/E, V/P, B/P κλπ) που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση μεταβάλλει την έκβαση της. Τέλος, ο παράγοντας του χρόνου παίζει σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση των Ε&Σ, καθώς τα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα είναι αναγνωρίσιμα και εμφανή αλλά τα μακροπρόθεσμα είναι λιγότερο αναγνώσιμα καθώς με την πάροδο του χρόνου επιδρούν στην οικονομία και τις επιχειρήσεις παράγοντες, που δεν είναι δυνατό να προβλεφθούν και οι οποίοι τα αλλοιώνουν σε πολλές περιπτώσεις σε τέτοιο βαθμό, που δε καθίσταται εφικτό να διακριθεί αν πρόκειται για αποτέλεσμα των Ε&Σ ή των παραγόντων αυτών (οικονομικές συνθήκες, οικονομικός κύκλος, τεχνολογική εξέλιξη, άλλοι αστάθμητοι παράγοντες).

Από χρηματοοικονομική άποψη, η αύξηση του πλούτου των μετόχων της εξαγοράζουσας/ απορροφώσας επιχείρησης αποτελεί το ζητούμενο για την επιτυχία ή μη των Ε&Σ. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μέτοχοι αποτελούν τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης και η αξία του πλούτου των μετόχων, μετά τη συγχώνευση, αποτελεί αποτελεσματικό κριτήριο αξιολόγησης των Ε&Σ [Martynova 2008].

Η μελέτη της βραχυπρόθεσμης αποτελεσματικότητας βασίζεται κυρίως στη μεθοδολογία μελέτης ενός γεγονότος (event study methodology). Πιο αναλυτικά, η παραπάνω μεθοδολογία βασίζεται στην υπόθεση ότι μια ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης φέρει νέα πληροφόρηση στην αγορά, τέτοια ώστε να μεταβάλλει τις προσδοκίες των επενδυτών ως προς τις προοπτικές μιας επιχείρησης και αυτή η μεταβολή αντανακλάται στη τιμή της μετοχής [Roll 1969]. Η βραχυπρόθεσμη αποτελεσματικότητα υπολογίζεται μέσω των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns). Η μη κανονική απόδοση θεωρείται η διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας και αναμενόμενης απόδοσης της τιμής της μετοχής (η τιμή της μετοχής που θα προέκυπτε αν δεν είχε γίνει πρόταση εξαγοράς ή συγχώνευσης). Σε αυτού του είδους τις μελέτες υπολογίζεται καταρχήν η αναμενόμενη απόδοση μέσω ενός μοντέλου, συνήθως το μοντέλο της αγοράς (CAPM) ή το τριπαραγοντικό μοντέλο των Fama και French, και στη συνέχεια υπολογίζεται η μη κανονική.

Αντίστοιχα με τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, εφαρμόζεται και στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των Ε&Σ η μεθοδολογία της μελέτης της επίδρασης ενός γεγονότος (event study methodology). Αυτή η προσέγγιση, όμως, παρουσιάζει μειονεκτήματα. Πρώτον, είναι δυσκολότερο να απομονωθούν οι επιδράσεις των Ε&Σ σε μακρύτερες χρονικές περιόδους, καθώς είναι πιθανό να έχουν μεσολαβήσει αλλαγές στην επιχειρησιακή στρατηγική και λειτουργία της εταιρείας ή στη χρηματοοικονομική πολιτική της. Δεύτερον, σύμφωνα με τους Barber et al. (1997) ο προσδιορισμός της αναμενόμενης απόδοσης για μεγάλα χρονικά διαστήματα αντιμετωπίζει πολλές φορές προβλήματα υπολογισμού ή στατιστικής ορθότητας, καθώς τα παραπάνω μοντέλα αναφέρονται σε αποτελεσματικές αγορές, όπου γίνεται αναπροσαρμογή του βήτα (beta) ανά τακτά χρονικά διαστήματα, συνήθως μηνιαίως, με αποτέλεσμα αυτή η αναπροσαρμογή να μη συμπεριλαμβάνεται στο μοντέλο όταν αυτό εφαρμόζεται για μεγάλα χρονικά διαστήματα [Barber and Lyon 1997]. Τρίτον, όπως προαναφέρθηκε τα παραπάνω μοντέλα θεωρούν τις αγορές πλήρως αποτελεσματικές, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η όποια επίδραση των Ε&Σ ενσωματώνονται στις αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας (βραχυπρόθεσμες αποδόσεις) και όχι στις μακροπρόθεσμες. Από τα παραπάνω συνεπάγεται ότι όταν προκύπτουν θετικές ή αρνητικές μη κανονικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις, αυτές λειτουργούν ως αντιστάθμιση σε αρχικές μη αποτελεσματικές αποδόσεις [Martynova 2008].

Εκτός από τον υπολογισμό των μη κανονικών, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, αποδόσεων, μερικές μελέτες εξετάζουν τη λειτουργική αποδοτικότητα των συγχωνευμένων πλέον επιχειρήσεων. Τέτοιες μελέτες ερευνούν τις μεταβολές σε μεγέθη όπως το καθαρό εισόδημα, οι πωλήσεις, το πλήθος υπαλλήλων, η μόχλευση και ρευστότητα επιχείρησης, ROA (return on assets), ROE (return on equity), EPS κ.α. Το κυριότερο μειονέκτημα αυτής της προσέγγισης αποτελεί το γεγονός ότι οι μεταβολές (πριν και μετά τη συγχώνευση) στα παραπάνω μεγέθη είναι δυνατό να προκληθούν από πληθώρα και άλλων παραγόντων, εκτός της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Για την απομόνωση των επιδράσεων της συγχώνευσης στα παραπάνω μεγέθη οι Fama (1998) και Barber et al (1999) πρότειναν μεθόδους

προσδιορισμού τους συγκρίνοντας, ως προς το μέγεθος και το δείκτη Αγοραίας/Λογιστικής τιμή της μετοχής (M/B ratio), τις συγχωνευμένες πλέον επιχειρήσεις με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου, οι οποίες δεν έχουν υπαχθεί σε κάποια συγχώνευση ή εξαγορά [Fama 1998, Barber and Lyon 1999].

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μελετών ως προς τις βραχυπρόθεσμες, τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις και τη λειτουργική αποτελεσματικότητα των απορροφουσών επιχειρήσεων ανά κύμα Ε&Σ και ήπειρο. Σημειώνεται ότι η πλειοψηφία των μελετών αφορά Ε&Σ στις Η.Π.Α., λιγότερες στο Ηνωμένο Βασίλειο ενώ υπάρχουν σαφώς λιγότερες σε πλήθος μελέτες για Ε&Σ στην Ευρωπαϊκή ήπειρο. Επίσης, οι ποσοτικές μελέτες αναφέρονται σε Ε&Σ από τη δεκαετία 1960 μέχρι σήμερα καθώς υπάρχουν ελάχιστα αντίστοιχα μεγέθη στις βάσεις δεδομένων για προγενέστερα κύματα Ε&Σ.

#### Τρίτο Κύμα- Δεκαετία 1960

Οι Ε&Σ της δεκαετίας του 1960, που οδήγησαν στη δημιουργία ασυσχέτιστων επιχειρήσεων (conglomerates), προέκυψαν από ορθολογικά κίνητρα προσδίδοντας στην αποκτώμενη επιχείρηση κεφάλαια και τεχνογνωσία. Εκείνη την περίοδο, οι μετοχές αποτέλεσαν το κύριο μέσο πληρωμής καθώς το κύμα των Ε&Σ του 1960 συνέπεσε χρονικά με ευημερία των χρηματαγορών και αντίστοιχα υψηλές τιμές μετοχών.

#### Η.Π.Α.

Οι Asquith (1983), Malatesta (1983) και Eckbø (1983) εμφάνισαν αποδόσεις θετικές αλλά πολύ κοντά στο μηδέν για τις απορροφώσεις επιχειρήσεις για χρονικό διάστημα είκοσι (20) ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Για χρονικό διάστημα πέντε (5) ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση, οι Hubbard και Palia (1999) παρουσίασαν θετικά CAARs για τις απορροφώσεις επιχειρήσεις, για συσχετισμένες και ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις, της τάξης του 1.61% και 0.24%, αντίστοιχα. Τα προαναφερόμενα αποτελέσματα επιβεβαιώνονται και από τους Dodd (1980) Dennis McConnell (1986) για χρονικό διάστημα δέκα (10) και έξι (6) ημερών,

αντίστοιχα, πριν και μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης [Asquith 1983, Malatesta 1983, Eckbø 1983, Hubbard and Palia 1999, Dodd 1980, Dennis McConnell 1986].

Σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις, στις περιπτώσεις των φιλικών προσφορών (Tender Offers) οι μη κανονικές αποδόσεις των απορροφουσών επιχειρήσεων για χρονικό διάστημα είκοσι (20) ημερών πριν και μετά την ημέρα της προσφοράς, είναι θετικές και αρκετά υψηλότερες από εκείνες των συγχωνεύσεων. Σύμφωνα με τους Kummer και Hoffmeister (1978), οι απορροφώσες επιχειρήσεις που προέβησαν σε φιλική προσφορά αγοράς άλλης επιχείρησης, απολαμβάνουν θετικά CAARs 5.20%, είκοσι ημέρες μετά την ημέρα της προσφοράς. Παρόμοια αποτελέσματα για περιπτώσεις φιλικών προσφορών στις Η.Π.Α. εκείνη την περίοδο έχουν δημοσιευθεί και από άλλους ερευνητές [Kummer and Hoffmeister 1978, Dodd and Ruback 1977, Bradley 1980, Bradley and Jarrell 1980, Chatterjee 1992].

Όσον αφορά τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των απορροφουσών επιχειρήσεων αυτές επηρεάζονται σημαντικά από τη μέθοδο που χρησιμοποιείται σε κάθε μελέτη για τον προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων. Ειδικότερα η χρήση του μοντέλου της αγοράς (Market Model) για τον προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων, η οποία είναι και η πλέον διαδεδομένη στην καταχωρημένη βιβλιογραφία, εμφανίζεται να δίνει σημαντικά αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις ακόμα και της τάξης του -12.86% σε χρονική περίοδο δύο ετών μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης [Langetieg, 1978]. Στις περιπτώσεις των δημόσιων προσφορών, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αντίστοιχων επιχειρήσεων είναι αρνητικές της τάξης -5.9% για περίοδο πέντε ετών μετά την ανακοίνωση της προσφοράς ενώ ακόμα και με προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων με τη μέθοδο Beta-decile portfolio οι Bradley και Jarrell 1980 εμφάνισαν αποδόσεις τρία έτη μετά την ανακοίνωση της προσφοράς της τάξης του -16.0% [Bradley and Jarrell, 1980].

### ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Οι Franks, Broyles και Hecht (1977) μελέτησαν τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις απορροφουσών επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1955-1972, είκοσι (20) ημέρες μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης και εμφάνισαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 4.60%. Αντίθετα, ο Firth (1980) κατά τη μελέτη δημόσιων προσφορών (tender offers) επιχειρήσεων τη περίοδο 1969-1975, οι μη κανονικές αποδόσεις των απορροφουσών επιχειρήσεων είκοσι (20) ημέρες μετά την ανακοίνωση της προσφοράς είναι αρνητικές της τάξης -6.30%. Αυτό έρχεται σε συμφωνία με τους Bhagat et al. (2005) και Harford (2003), που υποστηρίζουν ότι οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται στα τέλη του κύματος των Ε&Σ ή εκτός κάποιου κύματος, παρουσιάζουν πολύ χαμηλότερα κέρδη από εκείνες που διενεργούνται στα αρχικά στάδια του κύματος [Franks, Broyles and Hecht 1977, Firth 1980, Bhagat, Dong, Hirshleifer and Noah 2005, Harford 2003].

Όσον αφορά τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των παραπάνω συναλλαγών οι Franks, Broyles και Hecht (1977) εμφάνισαν μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -0.04% σαράντα μήνες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Παράλληλα, οι Franks, Harris και Mayer (1988) και οι Franks και Harris (1989) εμφάνισαν θετικές αποδόσεις 1.75% δύο έτη μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης για συγχωνεύσεις που έγιναν μετρητά και αρνητικές -9.4% για συγχωνεύσεις που έγιναν με μετοχές. Ειδικότερα οι Franks και Harris (1989) διέκριναν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις που υπολόγισαν, ανάλογα με το μοντέλο υπολογισμού των κανονικών αποδόσεων προκειμένου να καταδείξουν και την επίδραση του τρόπου υπολογισμού πλέον των άλλων παραγόντων, στις αποδόσεις που παρουσιάζονται σε κάθε μελέτη. Τέλος ο Firth (1980) μελετώντας φιλικές προσφορές της περιόδου 1969-1975 στο Ηνωμένο Βασίλειο, υπολόγισε αποδόσεις της τάξης του 0.5% δώδεκα μήνες (12) και -0.4% τριάντα έξι (36) μήνες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής [Franks, Broyles and Hecht 1977, Franks, Harris and Mayer 1988, Franks and Harris 1989, Firth 1980].

## ΕΥΡΩΠΗ

Οι Eckbø και Langhor (1989) ερεύνησαν τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις πέντε (5) ημέρες μετά την ανακοίνωση της δημόσιας προσφοράς, επιχειρήσεων στη Γαλλία την χρονική περίοδο 1966-1982, για τις οποίες παρουσίασαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις πολύ κοντά στο μηδέν της τάξης του -0.29% [Eckbø and Langohr 1989].

Οι Kumps και Wtterwulghe (1980) παρουσίασαν θετικές, αλλά πολύ κοντά στο μηδέν, αποδόσεις των συγχωνευμένων πλέον επιχειρήσεων για την περίοδο 1962-1974 στο Βέλγιο, 0.068% και 0.117% δώδεκα μήνες και εικοσιτέσσερις μήνες μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής. Παράλληλα, ο Peer (1980) συγκρίνοντας σχετισμένες και ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις της περιόδου 1962-1973 στην Ολλανδία, έδειξε ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις είχαν αρνητικές αποδόσεις της τάξης -0.61% και -1.84%, δώδεκα (12) και τριάντα έξι (36) μήνες, αντίστοιχα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής. Ενώ αντίθετα οι σχετισμένες επιχειρήσεις είχαν θετικές αποδόσεις ένα έτος (0.75%) και τρία έτη (2.26%) μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής [Kumps and Wtterwulghe 1980, Peer 1980].

## Τέταρτο Κύμα- Δεκαετία 1980

Αντίθετα, το κύμα των επιθετικών εξαγορών της δεκαετίας του 1980, χρηματοδοτήθηκε κυρίως από μετρητά (μέσω τραπεζικού ή ομολογιακού δανεισμού) και διέλυσε τα conglomerates του προηγούμενου κύματος καθώς η ετερόκλητη σύνθεση αυτών των επιχειρήσεων δεν ήταν πλέον αποτελεσματική. Επίσης, σε αυτό το κύμα Ε&Σ παρατηρήθηκε έντονα το φαινόμενο των επιθετικών εξαγορών [Shleifer and Vishny 1990-1991, Holmstrom and Kaplan 2001].

## Η.Π.Α.

Εκείνη την περίοδο στις Η.Π.Α. πραγματοποιήθηκε μεγάλο πλήθος συγχωνεύσεων και εξαγορών, φιλικών και επιθετικών, με μετοχές και μετρητά. Οι Franks, Harris και Titman (1991) εμφανίζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις στις απορροφώσες επιχειρήσεις πέντε (5) ημέρες μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης της τάξης -1.02%. Οι Kaplan και Weisbach

(1992) και Walker (2000) παρουσίασαν στις μελέτες τους παρόμοια αποτελέσματα, της τάξης -1.49% και -1.3%, για τις μη κανονικές αποδόσεις των απορροφουσών επιχειρήσεων για το ίδιο χρονικό διάστημα έλεγχου [Franks, Harris και Titman (1991), Kaplan και Weisbach (1992), Walker (2000), Mock, Shleifer και Vishny 1990]. Για χρονικό διάστημα έλεγχου μίας ημέρας πριν και μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης οι Graham, Lemmon και Wolf (2002) εμφάνισαν μη κανονικές αποδόσεις, αρνητικές αλλά πολύ κοντά στο μηδέν, της τάξης του -0.78%. Στην περίπτωση των φιλικών προσφορών, για χρονικό διάστημα μίας ημέρας πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της προσφοράς, εμφανίζονται θετικές μη κανονικές αποδόσεις, που κυμαίνονται από +0.50% έως +2.76% ενώ αντίθετα οι Byrd και Hickman (1992) εμφάνισαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -1.23% για χρονικό διάστημα μίας ημέρας πριν έως και την ημέρα της ανακοίνωσης για φιλικές προσφορές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1980-1987 [Graham, Lemmon and Wolf 2002, Smith and Kim 1994, Schwert 1996, Walker 2000, Byrd και Hickman 1992].

Αντίστοιχα, με τις συγχωνεύσεις και στην περίπτωση των εξαγορών οι μη κανονικές αποδόσεις της εξαγοράζουσας επιχείρησης την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς είναι αρνητικές με ποσοστά που κυμαίνονται μεταξύ -0.16% και -4.71%. Πιο συγκεκριμένα, ο Servaes (1991) υπολόγισε αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της εξαγοράζουσας επιχείρησης την ημέρα της ανακοίνωσης, σε περιπτώσεις φιλικών και επιθετικών εξαγορών την περίοδο 1972-1987, της τάξης του -0.16% και -4.71%, αντίστοιχα. Οι Healy, Palepu και Ruback (1992) μελέτησαν τις μεγαλύτερες εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1979-1984 και εμφάνισαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -2.2% σε χρονικό διάστημα πέντε ημερών πριν έως και την ημέρα της ανακοίνωσης [Servaes 1991, Healy, Palepu and Ruback 1992]. Ο Chang (1998) μελέτησε δημόσιες (εισηγμένες επιχειρήσεις στόχοι) και ιδιωτικές (μη εισηγμένες επιχειρήσεις στόχοι) προσφορές που ολοκληρώθηκαν την περίοδο 1981-1992, με μετοχές ή/και μετρητά, και παρουσίασε τις μη κανονικές αποδόσεις μία ημέρα έως και την ημέρα της ανακοίνωσης. Ο Chang (1998) εμφάνισε αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στη περίπτωση των δημόσιων

προσφορών, ενώ αντίθετα στις ιδιωτικές προσφορές οι μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές. Επίσης, μεταξύ των δημοσίων και ιδιωτικών προσφορών, έγινε διαχωρισμός για εξαγορές με μετοχές και μετρητά και προέκυψε ότι στην περίπτωση της χρηματοδότησης με μετρητά, οι μη κανονικές αποδόσεις των επιχειρήσεων είναι υψηλότερες από εκείνες που πληρώνονται με μετοχές [Chang 1998].

Οι Franks, Harris και Titman (1991) μελετώντας τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των Ε&Σ της περιόδου 1975-1984 στις Η.Π.Α. για χρονικό διάστημα τριών ετών μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης, εμφάνισαν θετικές αποδόσεις για συγχωνεύσεις που πληρώθηκαν με μετρητά εξ' ολοκλήρου (0.26%) ή κατά ένα μέρος (0.44%) καθώς και για επιθετικές (1.24%) και φιλικές εξαγορές (0.78%), ενώ οι αποδόσεις των συγχωνεύσεων με μετοχές υπολογίστηκαν οριακά αρνητικές της τάξης του -0.17%. Συγκρίνοντας, συγχωνεύσεις με δημόσιες προσφορές της δεκαετίας 1980, οι Loughran και Vijh (1997) και Rau και Vermaelen (1998) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που απορρόφησαν ή εξαγόρασαν άλλες μέσω φιλικής προσφοράς τύγχαναν μεγαλύτερων αποδόσεων τρία έτη (8.85%) και πέντε έτη (56.20%) σε σχέση με τις συγχωνεύσεις της ίδιας περιόδου που απολάμβαναν χαμηλότερων αποδόσεων (-4.04% τρία έτη και 7.10% πέντε έτη μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης), οι οποίες σε ορισμένες περιπτώσεις ήταν αρνητικές, κυρίως στις περιπτώσεις όπου η χρηματοδότηση της συναλλαγής έγινε εξ' ολοκλήρου με μετοχές [Franks, Harris και Titman (1991), Loughran και Vijh (1997), Rau και Vermaelen (1998)].

#### ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Οι Higson και Elliot (1998) μελέτησαν συγκεντρωτικά όλες τις Ε&Σ, που διενεργήθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1975-1990 και εμφάνισαν θετικές, αλλά πολύ κοντά στο μηδέν, μη κανονικές αποδόσεις για τις απορροφώσες / εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είκοσι (20) ημέρες μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής [Higson and Elliot 1998].

Σε αντίθεση με τη μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των Ε&Σ των Η.Π.Α. της δεκαετίας του 1980, οι Ε&Σ στο Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζουν αρνητικές



αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους Limmack (1991), Kennedy και Limmack (1996) και Gregory (1997), οι συγχωνεύσεις της περιόδου 1980-1989 έχουν μακροπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις αρνητικές της τάξης του -5.08% εικοσιτέσσερις (24) μήνες μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις αγγίζουν το -11.82% για συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο τέλος της περιόδου [Limmack 1991, Kennedy και Limmack 1996, Gregory 1997]. Η περίπτωση των φιλικών προσφορών της περιόδου 1977-1990, ερευνήθηκε από το Chatterjee (2000), όπου διαπιστώθηκε ότι επικράτησε, πιο περιορισμένη μεν, αλλά αρνητική μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα, της τάξης του -4.1% ενώ για τις μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές της συγκεκριμένης περιόδου, οι αρνητικές αποδόσεις περιορίζονται περαιτέρω σε -0.41% [Chatterjee 2000]. Όσον αφορά τις εξαγορές, φιλικές και επιθετικές, το πρώτο μισό του τέταρτου κύματος (1977-1986) ο Limmack (1993) έδειξε ότι είχαν πιο εκτεταμένες απώλειες ως προς τη μακροχρόνια αποτελεσματικότητα τους, με τις επιθετικές εξαγορές να εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις -19.86% δύο έτη μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς και τις φιλικές -8.94% το ίδιο χρονικό διάστημα ελέγχου. Οι Cosh και Guest (2001) εμφάνισαν αποδόσεις της τάξης του -22.10% για τις φιλικές εξαγορές και -4.0% για τις επιθετικές εξαγορές σαράντα οκτώ (48) μήνες μετά την ανακοίνωση για συναλλαγές στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980 [Limmack 1993, Cosh and Guest 2001].

### ΕΥΡΩΠΗ

Οι Doukas, Holmen και Travlos (2002) παρουσίασαν μη κανονικές αποδόσεις των απορροφουσών / εξαγοραζουσών επιχειρήσεων σε Ε&Σ, που ολοκληρώθηκαν στη Σουηδία την περίοδο 1980-1995, θετικές σε περιπτώσεις που οι Ε&Σ πραγματοποιούνται μεταξύ συναφών (2.74%) και αρνητικές σε Ε&Σ μεταξύ μη συναφών επιχειρήσεων (-2.37%) [Doukas, Holmen and Travlos 2002].

Ο Bühner (1991) μελετώντας όλες τις Ε&Σ στη Γερμανία για την περίοδο 1973-1985, υπολόγισε αρνητικές αποδόσεις για τις απορροφώσες επιχειρήσεις της τάξης του -6.93% και -5.98% δώδεκα (12) και εικοσιτέσσερις (24) μήνες, αντίστοιχα, μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης [Bühner 1991].

### Πέμπτο Κύμα-Δεκαετία 1990

Σημαντική διαφορά αυτού του κύματος Ε&Σ είναι ο σημαντικός περιορισμός των επιθετικών εξαγορών σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία. Τόσο στις ΗΠΑ, όσο και την Ευρώπη, οι αποκτώσες επιχειρήσεις εμφάνιζαν μη κανονικές αποδόσεις θετικές σε πολλές περιπτώσεις αλλά μικρές, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίστηκαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -4.13%.

### Η.Π.Α.

Οι δημόσιες (με εισηγμένη επιχείρηση στόχο) συγχωνεύσεις και εξαγορές στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο 1990-1999 μελετήθηκαν από τους Mulherin και Boone (2000) ως προς τις μη κανονικές αποδόσεις των απορροφουσών – εξαγοραζουσών επιχειρήσεων, μία ημέρα πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς, και βρέθηκαν οριακά αρνητικές (-0.37%). Αντίστοιχα, τα αποτελέσματα των Ang και Cheng (2006) ήταν της τάξης του -0.48% για συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1984-2001 [Mulherin και Boone 2000, Ang και Cheng 2006]. Όπως παρατηρήθηκε και στην προηγούμενη περίοδο Ε&Σ, οι συγχωνεύσεις που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά αποδείχθηκαν ελαφρώς πιο προσοδοφόρες για την απορροφώσα επιχείρηση σε σχέση με εκείνες που πραγματοποιήθηκαν με μετοχές, ενώ σε αυτή την περίοδο έγινε ευρεία χρήση ενός μικτού τρόπου πληρωμής, μέρος του τιμήματος πληρώθηκε με μετρητά και το υπόλοιπο με μετοχές. Πιο συγκεκριμένα, οι Moeller, Schlingemann και Stulz το 2004 καθώς και οι Bouwman, Fuller και Nain το 2003, παρουσίασαν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις (μία ημέρα πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης) συγχωνεύσεων την περίοδο 1980-2000, που πληρώθηκαν

- με μετρητά της τάξης του 1.38% και 0.88% αντίστοιχα,
- με μετοχές της τάξης του 0.15% και -0.79% αντίστοιχα,
- με μετρητά και μετοχές της τάξης του 1.45% και 2.33% αντίστοιχα

Οι Bradley και Sundaram (2004) συνέκριναν τις μη κανονικές αποδόσεις (δύο ημέρες πριν και μετά την ημέρα ανακοίνωσης) Ε&Σ της δεκαετίας 1990, με μετρητά και μετοχές, για δημόσιες και ιδιωτικές συναλλαγές. Οι Bradley και

Sundaram (2004) παρουσίασαν θετικές αλλά μικρές αποδόσεις της τάξης του 0.83% για τις δημόσιες και 0.71% για τις ιδιωτικές Ε&Σ με μετρητά, ενώ για τις Ε&Σ με μετοχές οι αποδόσεις ήταν της τάξης του -1.29% για τις δημόσιες και 1.39% για τις ιδιωτικές. Τα αποτελέσματα της σύγκρισης δημόσιων και ιδιωτικών συναλλαγών είναι αντίστοιχα με εκείνα που προέκυψαν για Ε&Σ του τέταρτου κύματος. Οι Fuller, Netter και Stegemoller (2002) απέδωσαν στις μελέτες τους αρνητικές μη κανονικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις της τάξης του -1.00% για δημόσιες Ε&Σ της περιόδου 1990-2000 ενώ αντίθετα οι αποδόσεις των ιδιωτικών συναλλαγών παρουσιάστηκαν θετικές της τάξης του 2.08% [Mulherin and Boone 2000, Ang and Cheng 2006, Bouwman, Fuller and Nain 2003, Moeller, Schlingemann and Stulz 2004, Bradley and Sundaram 2004, Fuller, Netter and Stegemoller 2002].

Οι Datta, Iskandar και Raman (2001) μελέτησαν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των συγχωνεύσεων της περιόδου 1993-1998, τρία (3) έτη μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής και παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις της τάξης του -10.67% για το σύνολο των συγχωνεύσεων, οι αποδόσεις των συναλλαγών που είχαν πραγματοποιηθεί με μετρητά ήταν της τάξης του -18.82%, ενώ οι αποδόσεις των δημόσιων προσφορών (tender offers) ήταν θετικές της τάξης 6.20% [Datta, Iskandar και Raman (2001)]. Παρόμοια αποτελέσματα παρουσίασαν στη μελέτη τους και οι Bradley και Sundaram (2004) όπου οι αποδόσεις των Ε&Σ της περιόδου 1990-2000 ήταν -10.09% δύο (2) έτη μετά την ανακοίνωση. Οι Bradley και Sundaram (2004) εμφάνισαν αρνητικές αποδόσεις -6.35% σε συναλλαγές που έγιναν με μετρητά ενώ εκείνες που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά είχαν μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις [Bradley and Sundaram 2004].

#### ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Στην περίπτωση Ε&Σ στο Ηνωμένο Βασίλειο τη δεκαετία 1990, οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών επιχειρήσεων μια ημέρα πριν και μετά την ημέρα ανακοίνωσης της συναλλαγής, εμφανίζονταν αρνητικές της τάξης του -1.39%, ενώ για τις ίδιες επιχειρήσεις οι μη κανονικές αποδόσεις τους εμφανίζονται οριακά θετικές, όταν διευρύνεται το χρονικό διάστημα μελέτης σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης (+2,+40) [Sudarsanam and Mahate 2003].

Όπως και στις υπόλοιπες χώρες, οι βραχυπρόθεσμη αποδοτικότητα των Ε&Σ εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο πληρωμής, γι' αυτό το λόγο οι Raj και Forsyth (2006) μελέτησαν τις αποδόσεις Ε&Σ που υλοποιήθηκαν με μικτή χρηματοδότηση (μετρητά και μετοχές) στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1990-1998. Στην περίπτωση Ε&Σ που ολοκληρώθηκαν μόνο με μετρητά ή μόνο με μετοχές, οι μη κανονικές αποδόσεις τους πέντε ημέρες μετά την ημέρα της ανακοίνωσης ήταν θετικές της τάξης 0.14% ενώ εκείνες των Ε&Σ με μετρητά και μετοχές εμφανίστηκαν αρνητικές της τάξης του -4.13%, αντίθετα με όσα παρατηρήθηκαν σε Ε&Σ στις Η.Π.Α. την ίδια περίοδο [Raj and Forsyth 2006].

Οι Sundarsanam και Mahate (2003) επιθυμώντας να υπολογίσουν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις Ε&Σ στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1983-1995, κατηγοριοποίησαν τις Ε&Σ ανάλογα με την αξία της κάθε συναλλαγής και ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής. Υπολογίζοντας τις αποδόσεις των Ε&Σ τρία (3) έτη μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής έδειξαν ότι είχαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις -14.76%, οι συναλλαγές μεγάλης αξίας που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά είχαν θετικές αποδόσεις της τάξης του 10.19% ενώ εκείνες που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά εμφάνισαν αποδόσεις -30.80%. Ανάλογη ήταν και η κατανομή των αποδόσεων σε μικρής αξίας συναλλαγές όπου οι χρηματοδοτούμενες με μετρητά είχαν θετικές αποδόσεις 4.47% ενώ οι χρηματοδοτούμενες με μετοχές είχαν αρνητικές αποδόσεις -17.85% [Sundarsanam και Mahate (2003)]. Παρόμοια αποτελέσματα έδειξε και η μελέτη των Conn, Cosh, Guest και Hughes (2005), οι οποίοι συμπεριέλαβαν στην έρευνα τους και στοιχεία του προηγούμενου κύματος Ε&Σ της δεκαετίας 1980, παρόλα αυτά η τάση των αρνητικών μακροχρόνιων αποδόσεων των απορροφουσών επιχειρήσεων επαληθεύθηκε δίνοντας αποδόσεις της τάξης του -19.78%, με τις συναλλαγές με μετρητά να εμφανίζουν οριακά θετικές αποδόσεις (0.06%) ενώ εκείνες με μετοχές είχαν αποδόσεις -0.47% τρία έτη μετά την ανακοίνωση [Conn, Cosh, Guest και Hughes (2005)].

## ΕΥΡΩΠΗ

Οι Ε&Σ στην ευρωπαϊκή ήπειρο την ίδια περίοδο, εμφάνισαν την ίδια διαφοροποίηση ως προς τους τρόπους πραγματοποίησης τους (με μετρητά ή μετοχές, δημόσιες ή ιδιωτικές, φιλικές και επιθετικές εξαγορές, συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες) με εκείνη των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου. Οι Faccio και Stolin (2006) μελέτησαν περιπτώσεις ιδιωτικών και δημόσιων Ε&Σ στην Ευρώπη την περίοδο 1996-2001, για τις οποίες παρουσίασαν οριακά αρνητικές αποδόσεις (-0.38%) για τις δημόσιες Ε&Σ στο σύνολό τους και θετικές αποδόσεις για τις ιδιωτικές Ε&Σ δύο ημέρες πριν και μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Στα επιμέρους αποτελέσματα που ανέπτυξαν, έγινε κατηγοριοποίηση των παραπάνω Ε&Σ ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής, με μετοχές, μετρητά ή μικτή χρηματοδότηση, κατά τα οποία για δημόσιες Ε&Σ η πληρωμή με μετρητά (0.30%) αποδείχθηκε πιο προσοδοφόρα για την αποκτώσα επιχείρηση σε σχέση με την πληρωμή με μετοχές (-1.81%) ή μικτή χρηματοδότηση (-0.66%). Αντίθετα, σε ιδιωτικές Ε&Σ η πληρωμή μετοχές εζ' ολοκλήρου ή μέρους της συναλλαγής εμφανίζεται πιο συμφέρουσα για την αποκτώσα επιχείρηση με αποδόσεις της τάξης του 3.90% και 2.14%, αντίστοιχα, έναντι εκείνων με μετρητά (1.17%) [Faccio and Stolin 2006, Faccio, McConnell and Stolin 2006].

Οι Goergen και Renneboog (2004) και Martynova και Renneboog (2006) μελέτησαν περιπτώσεις συγχωνεύσεων, εξαγορών (φιλικών και επιθετικών), ολοκληρωμένες με μετρητά, μετοχές ή μικτή χρηματοδότηση, στην Ευρώπη την περίοδο 1993-2001. Οι Goergen και Renneboog (2004) υπολόγισαν τις μη κανονικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις δυο ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ οι Martynova και Renneboog (2006) υπολόγισαν τις ίδιες αποδόσεις πέντε ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής, παρουσιάζοντας αποτελέσματα, τα οποία διαφοροποιούνταν κυρίως στις περιπτώσεις φιλικών και επιθετικών εξαγορών (Πίνακας 2.2). Επιπλέον οι Martynova και Renneboog (2006) παρουσίασαν βραχυπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις, πέντε ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία συναλλαγής, για συσχετισμένες και ασυσχέτιστες Ε&Σ στην Ευρώπη την περίοδο 1993-2001, της τάξης του 0.98% και 0.45%, αντίστοιχα [Goergen and Renneboog 2004, Martynova and Renneboog 2006].

**Πίνακας 2.2:** Αποτελέσματα μελετών Goergen και Renneboog (2004) και Martynova και Renneboog (2006) [Goergen and Renneboog 2004, Martynova and Renneboog 2006].

	Goergen and Renneboog 2004 <u>(-2,+2)</u>	Martynova and Renneboog 2006 <u>(-5,+5)</u>
Συγχωνεύσεις	+4.35%	1.07%
Φιλικές εξαγορές	1.94%	-0.29%
Επιθετικές εξαγορές	-3.43%	-0.18%
Πληρωμή με μετρητά	0.90%	1.03%
Πληρωμή με μετοχές	2.57%	0.66%
Πληρωμή με μετοχές & μετρητά	0.22%	1.03%

Ο Groci (2007) μελέτησε τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις ένα, δύο και τρία έτη μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής, για Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν σε Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία και Ελβετία την περίοδο 1990-2001. Συνολικά οι αποδόσεις των Ε&Σ εκείνης της περιόδου εμφανίστηκαν αρνητικές -9.47% ένα έτος, -24.36% δύο έτη και -6.94% τρία έτη μετά την ανακοίνωση των Ε&Σ [Groci 2007].

Οι Shleifer και Vishny πρότειναν το 2001 μια θεωρία, η οποία δε βασιζόταν στα χαρακτηριστικά κάθε περιόδου αλλά στην υπόθεση ότι η αξία της εξαγοράζουσας επιχείρησης, όπως αυτή αποτυπωνόταν στη τιμή της μετοχής, οδηγούσαν σε συναλλαγές Ε&Σ. Οι Shleifer και Vishny, δεν υποθέτουν αποτελεσματικές αγορές, καθώς αυτές μπορεί να μην αποτιμούν σωστά επιχειρήσεις δυνητικά εξαγοράζουσες ή υπό εξαγορά / συγχώνευση, ενώ θεωρούν ότι οι διοικήσεις των παραπάνω επιχειρήσεων ενεργούν πλήρως ορθολογικά, λαμβάνοντας υπόψη την αδυναμία των αγορών να αποτιμήσουν σωστά και ενεργώντας έτσι ώστε να επωφεληθούν από αυτή μέσω αποφάσεων Ε&Σ [Shleifer and Vishny 2001].

Βασιζόμενο στην αξία των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων, στις προοπτικές-στόχους των διοικήσεων τους καθώς και τον αντίκτυπο της συγχώνευσης στις

αγορές, το μοντέλο των Shleifer και Vishny, παράγαγε μια σειρά από αποτελέσματα:

1. Οι εξαγορές γίνονται κυρίως με μετοχές όταν η αξία της επιχείρησης είναι υψηλή ενώ προτιμούνται τα μετρητά, ως μέσο πληρωμής για εξαγοράζουσες με χαμηλότερη αξία.
2. Οι εξαγορασμένες επιχειρήσεις αποκομίζουν (σχετικά χαμηλά) κέρδη πριν την εξαγορά όταν αυτή γίνεται με μετρητά, ενώ στην περίπτωση των εξαγορών με καταβολή μετοχών, αποκομίζουν μετά την εξαγορά υψηλά κέρδη οι εξαγοράζουσες.
3. Η παράδοση μετοχών από την εξαγοράζουσα, ως μέσο πληρωμής, είναι πιθανό να συνοδεύεται από υπερτίμηση των μετοχών μέσω χειραγώγησης κερδών και ενδοεταιρικών συναλλαγών.
4. Οι εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών είναι πιθανό να οδηγήσουν σε αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες, ενώ αντίθετα οι εξαγορές με μετρητά πιθανότατα αποφέρουν θετικές αποδόσεις μακροπρόθεσμα.
5. Παρά τις πιθανές αρνητικές αποδόσεις, η εξαγορά με παράδοση μετοχών εξυπηρετεί τους επί μακρόν μετόχους της εξαγοράζουσας.
6. Η εξαγορά μιας επιχείρησης, εκτός του κλάδου της εξαγοράζουσας, μπορεί να της αποφέρει υψηλότερα κέρδη μακροπρόθεσμα, από την εξαγορά συναφούς επιχείρησης.
7. Η άρνηση της διοίκησης μιας επιχείρησης-στόχου σε προσφορά μετρητών για φιλική εξαγορά τελικά αποβαίνει προς όφελος των μετόχων της.
8. Κατά κανόνα, οι διοικήσεις και οι μέτοχοι των επιχειρήσεων- στόχων προς εξαγορά έχουν βραχύτερους επιχειρηματικούς ορίζοντες από τους αντίστοιχους των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων [Shleifer and Vishny 2001].

Η αδυναμία σωστής εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων από τις αγορές, ως αφορμή που προκαλεί δραστηριότητα Ε&Σ απασχόλησαν και τους Dong et al.. Πιο συγκεκριμένα, οι Dong et al. μελέτησαν δύο μεγέθη για την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, το λόγο της λογιστικής προς αγοραίας αξίας της μετοχής (B/P ratio) και το λόγο της προσδοκώμενης αξίας προς την αγοραία

τιμή της μετοχής (residual income value to price, V/P). Ο λόγος V/P αντανακλά την μελλοντική απόδοση της επιχείρησης ενσωματώνοντας τις εκτιμήσεις των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη με στη λογιστική αξία της επιχείρησης. Καθώς ο αριθμητής αφορά προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη, ο λόγος V/P ουσιαστικά δίνει πληροφορίες για την ανάπτυξη και τις διοικητικές δυσλειτουργίες (αν υπάρχουν) καλύτερα από το λόγο B/P. Τα μεγέθη αυτά, παρέχουν πληροφόρηση ως προς τη σωστή εκτίμηση των επιχειρήσεων (εξαγοράζουσα και επιχείρηση – στόχος) και στη συνέχεια η υπό- ή υπέρ-εκτίμηση της αξίας αυτής καθορίζει μια σειρά παραμέτρων που αφορούν την εξαγορά, όπως για παράδειγμα το μέσο πληρωμής, το είδος της εξαγοράς (φιλική, επιθετική), τη καταβολή ή μη premium, την ανταπόκριση της επιχείρησης- στόχου στην προσφορά και την πιθανότητα επιτυχίας της, καθώς και τις αποδόσεις των μετοχών των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της εξαγοράς [Dong 2003].

Οι Dong et al. κατέληξαν σε αποτελέσματα συγκρίσιμα με εκείνα των Shleifer and Vishny 2001, 2003, και επιμερίζονται σε εκείνα που αφορούν τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις και εκείνα που αφορούν τις επιχειρήσεις-στόχους.

Όσον αφορά τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις παρατηρείται ότι:

1. είναι πιο υπερτιμημένες από τις επιχειρήσεις – στόχους είτε πρόκειται για συγχωνεύσεις και φιλικές εξαγορές, είτε για εξαγορές με καταβολή μετρητών ή μετοχών,
2. οι υπερτιμημένες εξαγοράζουσες προτιμούν την καταβολή μετοχών ως μέσο πληρωμής ,
3. είναι πρόθυμες να πληρώσουν περισσότερα σε σχέση με την αγοραία αξία της προς εξαγορά επιχείρησης,
4. τείνουν περισσότερο σε προτάσεις συγχώνευσης και λιγότερο σε προσφορές εξαγοράς,
5. οι μετοχές των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων παρουσιάζουν χαμηλότερες αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης.



Όσον αφορά τις επιχειρήσεις-στόχους προς εξαγορά προκύπτει ότι:

1. είναι συνήθως υποτιμημένες,
2. λαμβάνουν υψηλά premium σε σχέση με την αγοραία αξία τους,
3. είναι πιο «ανοικτές» σε προσφορές φιλικής εξαγοράς παρά σε προτάσεις συγχώνευσης,
4. εμφανίζουν μειωμένη πιθανότητα να απορροφηθούν επιτυχώς,
5. αποκομίζουν υψηλότερα κέρδη σε σχέση με την εξαγοράζουσα κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της εξαγοράς [Dong 2003].

Παράλληλα με τους Shleifer και Vishny, οι Holmstrom και Kaplan θεωρούν το ρόλο της διοίκησης και των επιχειρηματικών πρακτικών της, ως ένα καθοριστικό παράγοντα για το είδος των Ε&Σ. Πιο συγκεκριμένα, οι Holmstrom και Kaplan επικεντρώθηκαν στη μελέτη των επιχειρηματικών πρακτικών που οδήγησαν στα κύματα Ε&Σ της δεκαετίας 1980 και 1990, στα χαρακτηριστικά των συναλλαγών κάθε δεκαετίας καθώς και στα αποτελέσματά τους. Αναφέρεται ότι πριν το 1980 η εταιρική διακυβέρνηση χαρακτηριζόταν από σχετική αδράνεια, στάση που άλλαξε μετά το 1980, όπου αναπτύχθηκε ένα ισχυρό κύμα εξαγορών και δραστηριοτήτων αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων. Η εποχή αυτή χαρακτηρίστηκε από εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και επιθετικότητα στις συναλλαγές. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στις Η.Π.Α. από το 1984 έως το 1990, οι εταιρείες προέβησαν σε πωλήσεις ιδίων μετοχών (περίπου 500δισ \$), ώστε να χρηματοδοτήσουν τις εξαγορές που ήθελαν να επιτύχουν (leveraged buyouts, LBOs), αυξάνοντας σταδιακά τα επίπεδα εταιρικής μόχλευσης [Holmstrom and Kaplan 2001].

Τη δεκαετία του 1990, η στρατηγική της εταιρικής διακυβέρνησης μεταβλήθηκε ξανά. Το 1990 περίπου, οι διαδικασίες συγχωνεύσεων παρουσίασαν μια απότομη αλλά σύντομη πτώση, ενώ οι εξαγορές παρέμειναν στα επίπεδα της δεκαετίας του 1980, τα επίπεδα μόχλευσης και επιθετικότητας των εξαγορών μειώθηκαν σημαντικά, καταδεικνύοντας ότι η επιχειρησιακές τακτικές στρέφονταν σε διαδικασίες Ε&Σ λόγω ορθολογικών κινήτρων [Holmstrom and Kaplan 2001].

Παρόλα αυτά, διαφαίνεται ότι η προσανατολισμένη στις αγορές εταιρική διακυβέρνηση που ξεκίνησε τη δεκαετία του 1980, δεν έχει απαλειφθεί και αποτελεί τη συνήθη πρακτική των επιχειρήσεων, η οποία εμφανίζεται ν' αποκτά όλο και πιο ενεργό ρόλο στις Ε&Σ καθώς παράγοντες όπως η άρση περιοριστικών θεσμών, η παγκοσμιοποίηση και η τεχνολογία της πληροφορικής έχουν εξαπλωθεί στην παγκόσμια οικονομία τόσο ώστε να μην αποτελούν πλέον εναρκτήριο λάκτισμα για κύμα Ε&Σ, όπως ίσχυε τις προηγούμενες δεκαετίες [Holmstrom and Kaplan 2001].

Σε παράγοντες όπως οι τεχνολογικές καινοτομίες, ο διεθνής ανταγωνισμός, οικονομικά και πολιτικά γεγονότα (όπως για παράδειγμα η διεθνής πετρελαϊκή κρίση της δεκαετίας του 1970) καθώς και η άρση νομοθετικών περιορισμών, αποδίδεται ένα μεγάλο μέρος του όγκου των εξαγορών της δεκαετίας του 1980 [Mitchell and Mulherin, 1996]. Ειδικότερα, η άρση των νομοθετικών περιορισμών έχει θεωρηθεί, ως σημαντικός παράγοντας και έχει μελετηθεί καθώς:

1. είναι δυνατό να προσδιοριστεί χωρίς αποκλίσεις η χρονική περίοδος που συνέβη καθώς και ποιο κλάδο ή κλάδους επιχειρήσεων αφορούσε,
2. δημιουργεί νέες επενδυτικές ευκαιρίες στους κλάδους που αναφέρεται.
3. εξαλείφει εμπόδια σε Ε&Σ, που υπήρχαν επί μακρά χρονική περίοδο, και διατηρούσαν τον κλάδο κατακερματισμένο σε πολλές μικρές επιχειρήσεις [Andrade 2001].

Η μελέτη των Andrade et al., όσον αφορά τις αποδόσεις των επιχειρήσεων (εξαγοράζουσα / απορροφώσα, επιχείρηση –στόχος) έδειξε ότι τη χρονική περίοδο της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, οι επιχειρήσεις- στόχοι είχαν πολύ υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις από εκείνες των απορροφουσών. Πιο συγκεκριμένα, φαίνεται ότι βραχυπρόθεσμα κερδισμένοι από μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-στόχοι καθώς απολαμβάνουν μη κανονικά κέρδη έως και 24% ενώ αντίθετα οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις εμφανίζουν ακόμα και αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις [Andrade 2001].

Η διαπίστωση αυτή όμως προκύπτει αγνοώντας άλλες παραμέτρους, όπως για παράδειγμα τον τρόπο πληρωμής (με μετρητά ή με μετοχές) , που επηρεάζουν ως ένα βαθμό τις παραπάνω αποδόσεις καθώς έχει παρατηρηθεί πως η έκδοση μετοχών για τη χρηματοδότηση μιας τέτοιας διαδικασίας εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως «κακός οίωνός», καθώς θεωρείται ότι η μετοχή της επιχείρησης είναι υπερτιμημένη. Η παραπάνω εκτίμηση επιβεβαιώνεται από αποτελέσματα άλλων μελετητών, που καταδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποίησαν την έκδοση μετοχών, ως μέσο χρηματοδότησης εμφάνισαν μακροπρόθεσμα αρνητικά μη κανονικά κέρδη της τάξης του -24% ενώ αντίθετα οι εξαγοράζουσες με μετρητά επιχειρήσεις εμφάνισαν θετικά μη κανονικά κέρδη της τάξης του 18,5% [Andrade 2001, Loughran and Vijh 1997].

Επίσης, μια άλλη κατηγοριοποίηση των αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το δείκτη λογιστικής προς τρέχουσας αξίας μετοχής, παρουσιάζει διαφορετικά αποτελέσματα ως προς τα μακροχρόνια μη κανονικά τους κέρδη. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με αυτό το δείκτη, οι επιχειρήσεις κατηγοριοποιούνται σε εκείνες:

- με υψηλό δείκτη B/M, επιχειρήσεις αξίας (value firms), οι οποίες τείνουν να έχουν υψηλά μη κανονικά κέρδη και
- με χαμηλό δείκτη B/M, επιχειρήσεις αξίας (growth ή glamour firms), οι οποίες εμφανίζουν σχετικά χαμηλά μη κανονικά κέρδη.

Τα υψηλότερα κέρδη των επιχειρήσεων με υψηλό δείκτη B/M αποδίδονται από κάποιους ερευνητές στο υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνεται, ενώ από άλλους στην τάση των επενδυτών να κρίνουν τη μελλοντική απόδοση των επιχειρήσεων βασιζόμενοι στις παρελθοντικές. Χρησιμοποιώντας το λόγο αξίας/ ανάπτυξη για το διαχωρισμό των επιχειρήσεων, μια άλλη μελέτη, έδειξε ότι σε βάθος τριετίας οι μη κανονικές αποδόσεις των επιχειρήσεων με χαμηλό δείκτη B/M ήταν της τάξης του -17,3% ενώ εκείνων με υψηλό B/M της τάξης του 7,6% [Fama and French 1992-1993, Lakonishok, Schleifer and Vishny 1994, Rau and Vermaelen 1998].

Σε γενικές γραμμές, από τις μέχρι σήμερα μελέτες διαφαίνεται η ύπαρξη θετικών υπερκανονικών κερδών για μικρό χρονικό διάστημα για τις επιχειρήσεις- στόχους ενώ η απόδοση των αγοραστριών επιχειρήσεων ποικίλλει και εμφανίζει μεγάλες διαφοροποιήσεις (θετικά μη κανονικά κέρδη, σχεδόν μηδενικά και αρνητικά) ανάλογα με τις συνθήκες υπό τις οποίες έγινε οποιαδήποτε διαδικασία Ε&Σ. Επίσης, παρουσιάζονται διαφορές στις αποδόσεις των επιχειρήσεων ανάλογα με την οπτική γωνία από την οποία εξετάζεται (μετόχου, επενδυτή κλπ) καθώς και το δείκτη ή το μέγεθος που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση αυτής της απόδοσης.

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται περιγραφή του δείγματος Ε&Σ καθώς και της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε για την εξαγωγή αποτελεσμάτων για την αποδοτικότητα των Ε&Σ αυτών. Στις περισσότερες μελέτες, η αποδοτικότητα εξετάζεται μέσω των μη κανονικών αποδόσεων των τιμών των μετοχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, που ενδέχεται να προκύψουν μετά από μια ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, ως αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση αυτή. Η αποδοτικότητα, βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη, όπως αυτή προκύπτει από τις μη-κανονικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων, αποτέλεσε το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας.

#### **3.1. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Μέσω της βάσης δεδομένων Thompson One Banker αναζητήθηκαν ολοκληρωμένες εξαγορές και συγχωνεύσεις, με μετρητά ή / και μετοχές, φιλικές ή επιθετικές, σε όλους τους κλάδους δραστηριότητας (πλην χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων) για το χρονικό διάστημα 01/01/1997-31/12/2007 σε πέντε ευρωπαϊκές χώρες: Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Γερμανία, Ισπανία και Ιταλία. Από τις Ε&Σ που προέκυψαν κατά την αναζήτηση, επιλέχθηκαν οι τριάντα (30) μεγαλύτερες ως προς την αξία τους Ε&Σ, για κάθε μια από τις παραπάνω χώρες. Το σύνολο των εκατόν πενήντα (150) συναλλαγών αναλύεται ως προς το είδος των συναλλαγών ως εξής:

- ενενήντα (90) φιλικές εξαγορές,
- τέσσερις (4) επιθετικές εξαγορές
- είκοσι επτά (27) συγχωνεύσεις
- είκοσι εννέα (29) δημόσιες προσφορές για εξαγορά (tender offers).

Ως προς το μέσο πληρωμής, οι Ε&Σ στο παραπάνω δείγμα χρηματοδοτήθηκαν είτε αμιγώς με μετρητά, είτε με ανταλλαγή μετοχών είτε με καταβολή μετρητών και δανεισμό. Πιο αναλυτικά, στο δείγμα υπάρχουν:

- Ογδόντα τέσσερις (84) Ε&Σ με μετρητά
- Τριάντα έξι (36) Ε&Σ με ανταλλαγή μετοχών
- Τριάντα (30) Ε&Σ

**Πίνακας 3.1.** : Συνοπτική περιγραφή δείγματος

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ					
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	30	ΕΞΑΓΟΡΕΣ	90	ΜΕΤΡΗΤΑ	84
ΓΑΛΛΙΑ	30	ΕΠΙΘΕΤΙΚΕΣ	33	ΜΕΤΡΗΤΑ+	30
		ΕΞΑΓΟΡΕΣ		ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ	
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	30	ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	27	ΜΕΤΟΧΕΣ	36
ΙΤΑΛΙΑ	30				
ΙΣΠΑΝΙΑ	30				
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>		<b>150</b>		<b>150</b>

Επίσης, στο δείγμα των εκατό πενήντα επιχειρήσεων (150), οι εκατόν είκοσι τέσσερις αφορούσαν συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιο κλάδου ενώ στις υπόλοιπες είκοσι έξι (26) Ε&Σ, αγοράστρια και επιχείρηση στόχος δεν ανήκαν στον ίδιο κλάδο.

Στη συνέχεια με τη βοήθεια της βάσης δεδομένων DataStream συλλέχθηκαν στοιχεία για τις τιμές των μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων και τις τιμές του γενικού δείκτη κάθε χώρας για χρονικό διάστημα διακοσίων ημερών πριν και πέντε ημερών μετά (-200,5) την ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε Ε&Σ προκειμένου να υπολογισθούν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις.

Όσον αφορά τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις, συλλέχθηκαν από την ίδια βάση δεδομένων στοιχεία για τις τιμές των μετοχών της αγοράστριας επιχείρησης και του γενικού δείκτη κάθε χώρας από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της κάθε εξαγοράς ή συγχώνευσης μέχρι και τριάντα έξι (36) μήνες μετά από αυτήν.

### **3.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Σε μια αποτελεσματική αγορά, η ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης παρέχει νέες πληροφορίες στην αγορά και επομένως επιδρά στις τιμές των μετοχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Συνεπώς, η μελέτη αφορά τις όποιες μεταβολές προκύπτουν

στις τιμές των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής.

Για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων απαιτείται ο προσδιορισμός των κανονικών ή αναμενόμενων αποδόσεων, δηλαδή των αποδόσεων που θα είχε η κάθε μετοχή αν δεν είχε γίνει ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οι κανονικές ή αναμενόμενες αποδόσεις συγκρίνονται με τις πραγματοποιηθείσες και η διαφορά τους αποτελεί τις μη κανονικές αποδόσεις. Σημειώνεται ότι οι μη κανονικές αυτές αποδόσεις δεν μπορούν να αποδοθούν αποκλειστικά στην ανακοίνωση Ε&Σ καθώς μπορεί να οφείλονται σε παράγοντες ανεξάρτητους αυτής.

Ο προσδιορισμός των κανονικών αποδόσεων μπορεί να επιτευχθεί με χρήση μιας από τις παρακάτω μεθόδους:

- Υπόδειγμα αγοράς
- Υπόδειγμα μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης
- Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης

Αν για παράδειγμα, την ημέρα  $t$  η μετοχή  $i$  παρουσιάζει πραγματική απόδοση  $R_{it}$  και αναμενόμενη απόδοση  $E(R_{it})$ , η διαφορά στη μεταβολή της τιμής που μπορεί να αποδοθεί στην ανακοίνωση της συγχώνευσης είναι η διαφορά  $R_{it} - E(R_{it})$ . Η διαφορά αυτή ονομάζεται μη κανονική (υπερκανονική) απόδοση και συμβολίζεται ως εξής:

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

όπου  $R_{it}$ , η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  και  $E(R_{it})$  η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής σύμφωνα με ένα από τα παραπάνω υποδείγματα.

Στην παρούσα μελέτη, ο προσδιορισμός των κανονικών αποδόσεων έγινε με τη βοήθεια του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης. Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο  $t$  οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, ίσες με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς,  $R_{mt}$ , αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάθε συγκεκριμένη μετοχή (οι συντελεστές του μοντέλου είναι  $a=0$  και  $b=1$  για

κάθε μετοχή). Επομένως, οι έκτακτες αποδόσεις κάθε μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  δίνονται από τη διαφορά:

$$e_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (2)$$

Στη συνέχεια, από τις μη κανονικές αποδόσεις  $e_{it}$  υπολογίζεται η μέση μη κανονική απόδοση,  $AR_t$ , και ο αθροιστικός μέσος των μη κανονικών αποδόσεων  $[CAR(t_1, t_2)]$  για το δείγμα των  $N$  μετοχών, σύμφωνα με τις σχέσεις:

$$AR_t = e_t = (\sum e_{it}) / N \quad (3)$$

$$CAR(t_1, t_2) = \sum AR_t \quad (4)$$

Όπως προαναφέρθηκε, οι μη κανονικές αποδόσεις μπορεί να οφείλονται σε άλλους παράγοντες που επιδρούν στη αγορά, εκτός της ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης. Προκειμένου να «απομονωθούν» οι μη κανονικές αποδόσεις λόγω Ε&Σ, πρέπει να ληφθούν υπόψη αυτοί οι παράγοντες, γεγονός που δεν είναι εφικτό τόσο στην κατανόηση της επίδρασης τους όσο και της ποσοτικοποίησης της επίδρασης αυτής. Η απόδοση του δείκτη εμπεριέχει την επίδραση αστάθμητων παραγόντων την ημέρα που συνέβη η ανακοίνωση της συναλλαγής και για αυτό το λόγο, επιλέχθηκε το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη απόδοσης.

Τον υπολογισμό της μέσης μη κανονικής απόδοσης,  $AR_t$ , και του αθροιστικού μέσου των μη κανονικών αποδόσεων  $[CAR(t_1, t_2)]$  ακολουθεί ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας. Με τη βοήθεια των σχέσεων των  $t$ -statistics (5) και (6) γίνεται έλεγχος στην υπόθεση ότι οι μη κανονικές αποδόσεις  $AR_t$ , και οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι μηδέν.

$$t(AR) = (AR_t) / S(AR_t) \quad (5)$$

$$t(CAR) = CAR_t / (\sqrt{T} * S(AR_t)) \quad (6)$$

όπου  $S(AR_t)$  είναι η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού.



Η περίοδος προσδιορισμού των έκτακτων αποδόσεων του δείγματος αυτής της μελέτης αφορά εκατόν πενήντα (150) ημέρες, δηλαδή την περίοδο που προκύπτει διακόσιες (200) ημέρες πριν την ανακοίνωση έως και πενήντα (50) ημέρες πριν την ανακοίνωση. Η περίοδος προσδιορισμού σταματά πενήντα ημέρες πριν την ανακοίνωση προκειμένου να μη ληφθούν υπόψη μη κανονικές αποδόσεις που μπορεί να οφείλονται σε τυχόν διαρροές της συναλλαγής πριν την ημερομηνία της επίσημης ανακοίνωσης.

Για τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις υπολογίστηκαν, επίσης, οι αποδόσεις σύμφωνα με τη μέθοδο των buy and hold αποδόσεων χαρτοφυλακίου σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Δεδομένου ότι χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη απόδοσης, αναμενόμενες αποδόσεις αποτελούν οι αποδόσεις του δείκτη της αγοράς, στη μέθοδο των buy and hold αποδόσεων υπολογίζεται το γινόμενο των αποδόσεων μείον το γινόμενο των αναμενόμενων αποδόσεων, δηλαδή των αποδόσεων του δείκτη, σύμφωνα με τη σχέση που ακολουθεί:

$$BHAR_{it} = \Pi(1+R_{it}) - \Pi(1+R_{mt}) \quad (7)$$

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**

### **4.1. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

Για τον προσδιορισμό των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων έγινε, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα στο Κεφάλαιο 3, υπολογισμός των κανονικών αποδόσεων με βάση το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη απόδοσης για χρονικό διάστημα εκτίμησης (-200, +5) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής. Στη συνέχεια για το χρονικό διάστημα παρατήρησης συμβάντος (-5,+5) γύρω από την ημερομηνία της επίσημης ανακοίνωσης της εξαγοράς ή της συγχώνευσης, προσδιορίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις  $AR_t$ , οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις  $CAR_t$  καθώς και οι στατιστικοί συντελεστές αυτών,  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  αντίστοιχα, για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 4.1).

**Πίνακας 4.1:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων κατά την περίοδο  $t=-5$  έως και  $t=+5$ .

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ				
	ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-5	150	0,13%	0,24	0,13%	0,07
-4	150	-0,01%	-0,02	0,12%	0,07
-3	150	-0,04%	-0,07	0,08%	0,04
-2	150	0,21%	0,39	0,29%	0,16
-1	150	0,00%	0,00	0,29%	0,16
0	150	0,70%	1,31	0,99%	0,56
+1	150	0,52%	0,98	1,52%	0,85
+2	150	0,58%	1,08	2,10%	1,18
+3	150	0,03%	0,06	2,13%	1,20
+4	150	0,08%	0,15	2,21%	1,24
+5	150	0,24%	0,45	2,45%	1,38

Παρατηρείται ότι στο στενό παράθυρο παρατήρησης γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης εμφανίζονται θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 0,70% τη συγκεκριμένη ημέρα και 0,52% την επόμενη ημέρα της ανακοίνωσης της συναλλαγής. Οι μη κανονικές αυτές αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές, ακολουθώντας την τάση που έχει παρουσιασθεί σε πολλές μελέτες για τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, οι Andrade, Mitchell και Stattford (2001) υποστήριξαν ότι η ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης δεν επιφέρει καμία ουσιαστική μεταβολή στη τιμή της μετοχής των αγοραστριών επιχειρήσεων, σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις στόχους, που φαίνονται να απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 18,00% περίπου την ημέρα της ανακοίνωσης [Andrade, Mitchell and Stattford 2001]. Στη συνέχεια παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.2 τα αποτελέσματα για τις μέσες και αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις ξεχωριστά για κάθε μια από τις χώρες μελέτης.

**Πίνακας 4.2:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 30 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων για το Ηνωμένο Βασίλειο  $t=-5$  έως και  $t=+5$ .

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	AR	$t(AR)$	C(AR)	$t(CAR)$
-5	30	0,14%	0,25	0,14%	0,08
-4	30	-0,61%	-1,14	-0,48%	-0,27
-3	30	-0,01%	-0,01	-0,49%	-0,27
-2	30	0,40%	0,75	-0,08%	-0,05
-1	30	0,33%	0,62	0,25%	0,14
0	30	0,46%	0,87	0,71%	0,40
+1	30	-0,21%	-0,39	0,50%	0,28
+2	30	0,03%	0,05	0,53%	0,30
+3	30	-0,42%	-0,78	0,11%	0,06
+4	30	0,66%	1,23	0,77%	0,43
+5	30	0,66%	1,23	1,43%	0,80

**Πίνακας 4.3:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 30 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων στη Γαλλία κατά την περίοδο  $t=-5$  έως και  $t=+5$ .

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	AR	$t(AR)$	CAR	$t(CAR)$
-5	30	-0,05%	-0,09	-0,05%	-0,03
-4	30	0,33%	0,61	0,28%	0,16
-3	30	-0,20%	-0,36	0,08%	0,05
-2	30	0,77%	1,43	0,85%	0,48
-1	30	-0,04%	-0,08	0,81%	0,45
0	30	1,33%	2,48**	2,14%	1,20
+1	30	-0,21%	-0,40	1,92%	1,08
+2	30	0,29%	0,54	2,21%	1,24
+3	30	0,51%	0,96	2,72%	1,53
+4	30	-0,04%	-0,07	2,69%	1,51
+5	30	0,49%	0,92	3,18%	1,79

\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$

**Πίνακας 4.4:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 30 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων στη Γερμανία κατά την περίοδο  $t=-5$  έως και  $t=+5$ .

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	AR	$t(AR)$	CAR	$t(CAR)$
-5	30	0,45%	0,85	0,45%	0,26
-4	30	0,26%	0,48	0,71%	0,40
-3	30	-0,41%	-0,76	0,31%	0,17
-2	30	-0,02%	-0,04	0,29%	0,16
-1	30	-0,52%	-0,97	-0,23%	-0,13
0	30	0,58%	1,08	0,35%	0,19
+1	30	1,43%	2,66***	1,77%	1,00
+2	30	0,25%	0,46	2,02%	1,14
+3	30	0,07%	0,12	2,08%	1,17
+4	30	-0,67%	-1,26	1,41%	0,79
+5	30	0,08%	0,15	1,49%	0,84

\*\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=1\%$

**Πίνακας 4.5:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 30 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων στην Ιταλία κατά την περίοδο  $t=-5$  έως και  $t=+5$ .

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-5	30	0,62%	1,15	0,62%	0,35
-4	30	0,14%	0,26	0,76%	0,42
-3	30	0,17%	0,32	0,92%	0,52
-2	30	-0,10%	-0,19	0,82%	0,46
-1	30	-0,25%	-0,47	0,57%	0,32
0	30	1,07%	2,00**	1,64%	0,92
+1	30	1,46%	2,73***	3,11%	1,75
+2	30	0,35%	0,65	3,46%	1,94
+3	30	-0,05%	-0,09	3,41%	1,92
+4	30	0,54%	1,01	3,95%	2,22
+5	30	0,82%	1,52	4,77%	2,68

\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$

\*\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=1\%$

**Πίνακας 4.6:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 50 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων στην Ισπανία κατά την περίοδο  $t=-5$  έως και  $t=+5$ .

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-5	30	-0,53%	-0,98	-0,53%	-0,30
-4	30	-0,18%	-0,33	-0,70%	-0,40
-3	30	0,26%	0,48	-0,45%	-0,25
-2	30	0,00%	0,00	-0,45%	-0,25
-1	30	0,50%	0,94	0,05%	0,03
0	30	0,06%	0,12	0,12%	0,07
+1	30	0,13%	0,25	0,25%	0,14
+2	30	1,97%	3,68	2,23%	1,25
+3	30	0,04%	0,07	2,27%	1,27
+4	30	-0,08%	-0,15	2,19%	1,23
+5	30	-0,16%	-0,30	2,03%	1,14

Από τους πίνακες 4.2-4.6, παρατηρείται ότι σε Γαλλία, Γερμανία και Ιταλία προέκυψαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές την ημέρα της ανακοίνωσης και μια ημέρα μετά από αυτήν, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα για το σύνολο του δείγματος. Αυτές οι στατιστικά σημαντικές

μεν, μη κανονικές αποδόσεις δεν είναι αρκετά υψηλές (1,07%-1,46%) με αποτέλεσμα να καλύπτονται στο σύνολο του δείγματος από τις εμφανώς χαμηλότερες (0,06%-0,46%) μη στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις σε Ε&Σ στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ισπανία. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να ερμηνευθεί αν αναλογιστεί κανείς ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο για παράδειγμα, έχουν παρατηρηθεί οι μεγαλύτερες σε αξία Ε&Σ, οι οποίες θα αναμενόταν να έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην αγορά, παρόλα αυτά έχουν μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 0,46% μη στατιστικά σημαντικό, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.2. Αυτό έχει ως συνέπεια αυτές οι μεγάλης αξίας και «επιρροής» Ε&Σ να υποσκελίζουν τις όποιες στατιστικά σημαντικές μη κανονικές θετικές αποδόσεις σε Γαλλία, Γερμανία και Ιταλία. Στον Πίνακα 4.7, που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των 150 αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το μέσο χρηματοδότησης της συναλλαγής (μετρητά, μετοχές, δανεισμός).

**Πίνακας 4.7:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το μέσο πληρωμής κατά την περίοδο  $t=-1$  έως και  $t=+1$ .

ΜΕΣΟ ΠΛΗΡΩΜΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ		AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ				
<b>ΜΕΤΡΗΤΑ</b>	84	-1	-0,20%	-0,36	-2,09%	-1,18
	84	0	1,16%	2,16**	-0,93%	-0,53
	84	+1	1,33%	2,49**	0,40%	0,23
<b>ΜΕΤΟΧΕΣ</b>	36	-1	0,35%	0,58	0,72%	0,35
	36	0	-1,18%	-1,95	-0,46%	-0,23
	36	+1	0,38%	0,63	-0,08%	-0,04
<b>ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ</b>	30	-1	0,26%	0,36	0,50%	0,21
	30	0	1,32%	1,83	1,81%	0,76
	30	+1	-1,61%	-2,24	0,20%	0,09
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>					

\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$

\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.7 καταδεικνύουν ότι οι Ε&Σ που χρηματοδοτούνται με μετρητά αποφέρουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις (στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$ ) στις αγοράστριες εταιρείες της τάξης του 1,16% και 1,33% την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης και μία ημέρα μετά, αντίστοιχα. Αντίθετα, η ανταλλαγή μετοχών ως προς τις αποδόσεις της τιμής της μετοχής για τις αγοράστριες επιχειρήσεις εμφανίζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -1,18%, μη στατιστικά σημαντικές. Οι αρνητικές αποδόσεις στις ανταλλαγές μετοχών οφείλονται στην αίσθηση που δημιουργείται στην αγορά ότι η μετοχή της αγοράστριας εταιρείας είναι υπερτιμημένη γι' αυτό χρησιμοποιείται από τη διοίκηση της για ν' αγοράσει φθηνά μια άλλη επιχείρηση. Στο ενδεχόμενο η μετοχή να είναι υπερτιμημένη και επομένως στο άμεσα ή απώτερο μέλλον να χάσει την αξία της, οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές τους, χαμηλώνει η τιμή και κατά συνέπεια προκύπτουν οι αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις (signaling effect) [Franks, Harris and Mayer 1988, Travlos 1987]. Η χρηματοδότηση των συναλλαγών με μετρητά που προέρχονται κατά ένα μέρος ή εξολοκλήρου από δανεισμό (γραμμάτια, μετατρέψιμες ή μη ομολογίες, συναλλαγματικές) φαίνεται να αποτελεί μια ενδιάμεση λύση μεταξύ της πληρωμής με μετρητά και της ανταλλαγής μετοχών, καθώς αποφεύγονται οι αρνητικές επιπτώσεις της ανταλλαγής μετοχών και εκλαμβάνεται σε μεγάλο βαθμό σαν καταβολή μετρητών, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 9, με θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,32% στατιστικά σημαντικό σε εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$ .

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τις μέσες και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για το χρονικό διάστημα παρατήρησης  $t=-1$  έως και  $t=+1$ , για το σύνολο του δείγματος (150 επιχειρήσεις) διαχωρισμένο ανάλογα με το είδος της συναλλαγής, φιλική εξαγορά (acquisition), επιθετική εξαγορά (hostile acquisition) και συγχώνευση (merge) (Πίνακας 4.8).

**Πίνακας 4.8:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το είδος της συναλλαγής κατά την περίοδο  $t=-1$  έως και  $t=+1$ .

ΕΙΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ		AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ				
<b>ΦΙΛΙΚΗ</b>	<b>90</b>	-1	-0,08%	-0,16	-0,07%	-0,04
<b>ΕΞΑΓΟΡΑ</b>		0	1,36%	2,53**	1,29%	0,72
		+1	1,14%	2,14**	2,43%	1,37
<b>ΕΠΙΘΕΤΙΚΗ</b>	<b>33</b>	-1	-0,47%	-0,96	1,60%	0,20
<b>ΕΞΑΓΟΡΑ</b>		0	0,15%	0,31	1,75%	0,22
		+1	-0,54%	-1,09	1,22%	0,15
<b>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ</b>	<b>27</b>	-1	1,02%	1,64*	1,26%	0,62
		0	0,09%	0,15	1,36%	0,66
		+1	-0,74%	-1,20	0,61%	0,30
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>					

\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$

\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4.8 οι εξαγορές αποτελούν το πιο προσοδοφόρο, για τις αγοράστριες επιχειρήσεις, τρόπο ενοποίησης επιχειρήσεων με θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,36% ( $t=2,53$ ) και 1,14% ( $t=2,14$ ) στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$ . Παράλληλα, οι όποιες θετικές μη κανονικές αποδόσεις στα άλλα είδη συναλλαγών είναι είτε αρκετά χαμηλότερες είτε μη στατιστικά σημαντικές. Τα παραπάνω έρχονται σε συμφωνία με τους Franks, Harris και Titman (1991), οι οποίοι υποστήριξαν στη μελέτη τους ότι οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των φιλικών εξαγορών είναι υψηλότερες από εκείνες των συγχωνεύσεων, οι οποίες με τη σειρά τους είναι υψηλότερες από εκείνες των



επιθετικών εξαγορών [Franks, Harris και Titman (1991), Servaes 1991, Goergen and Renneboog 2004].

Οι αποκλίσεις στην αποδοτικότητα μπορούν να αποδοθούν σε πολλές παραμέτρους. Πρώτον, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων για μια συγχώνευση η επιχείρηση στόχος έχει τη δυνατότητα να απαιτήσει υψηλότερο τίμημα για την ολοκλήρωση της συμφωνίας, αυξάνοντας το κόστος της συναλλαγής μειώνοντας κατ' αυτό τον τρόπο την αποδοτικότητα της όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στις μη κανονικές αποδόσεις της αγοράστριας επιχείρησης. Δεύτερον, οι εξαγορές ολοκληρώνονται, κατά κανόνα, με καταβολή μετρητών, παράμετρος η οποία επιδρά θετικά στη βραχυπρόθεσμη αποδοτικότητα των αγοραστριών επιχειρήσεων σε αντίθεση με την ανταλλαγή μετοχών, που συναντάται στις συγχωνεύσεις και πλήττεται από τις αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς (Πίνακας 4.8). Άλλες παράμετροι, όπως για παράδειγμα το κόστος ενοποίησης των επιχειρήσεων, η συσχέτιση τους ως προς τον κλάδο δραστηριότητας τους καθώς και η συγκυρία κατά την οποία ολοκληρώνονται Ε&Σ, επηρεάζουν την αποδοτικότητα τέτοιου είδους συναλλαγών.

Η επίδραση της συνάφειας στον κλάδο δραστηριότητας των εμπλεκόμενων σε Ε&Σ επιχειρήσεων απεικονίζεται στον Πίνακα 4.9, που ακολουθεί.

**Πίνακας 4.9:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το αν οι συναλλαγές γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων ίδιου κλάδου ή όχι κατά την περίοδο  $t=-1$  έως και  $t=+1$ .

ΣΥΝΑΦΕΙΑ ΔΡΑΣ/ΤΑΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	AR	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
				t(AR)	CAR	t(CAR)
Ε&Σ ΕΝΤΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	124	-1	-0,01%	-0,05	0,42%	0,42
		0	0,82%	2,71***	1,24%	1,24
		+1	0,62%	2,06**	1,87%	1,86
Ε&Σ ΕΚΤΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	26	-1	0,06%	0,22	-0,28%	-0,32
		0	-0,13%	-0,50	-0,42%	-0,47
		+1	-0,13%	-0,51	-0,55%	-0,63
ΣΥΝΟΛΟ	150					

\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$

\*\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=1\%$

Η δημιουργία ασυσχέτιστων σχημάτων (γνωστά ως conglomerates) αποτέλεσε κοινή πρακτική κατά το τέταρτο κύμα Ε&Σ τη δεκαετία του 1980. Πολλές από τις επιχειρήσεις που προέκυψαν εκείνη τη δεκαετία, διαλύθηκαν κατά το επόμενο κύμα Ε&Σ τη δεκαετία του 1990 καθώς η ετερόκλητη σύνθεση τους δεν ήταν πλέον κερδοφόρα. Από αυτό συμπεραίνεται ότι Ε&Σ μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών κλάδων δραστηριότητας δεν αναμένεται να συνεισφέρουν θετικά στην αποδοτικότητα των αγοραστριών επιχειρήσεων. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει κανείς παρατηρώντας τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.9, όπου οι ενδοκλαδικές Ε&Σ αποφέρουν μικρές αλλά θετικές μη κανονικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις της τάξης του 0,82% ( $t=2.71$ ) και 0,62% ( $t=2.06$ ) την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης και μια ημέρα αργότερα, αντίστοιχα. Επίσης, παρατηρείται ότι στις διακλαδικές Ε&Σ οι βραχυπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές και μη στατιστικά

σημαντικές. Σύμφωνα με τους Akbulut και Matsusaka (2003) οι αποδόσεις των διακλαδικών Ε&Σ είναι χαμηλότερες και μη στατιστικά σημαντικές σε σχέση με εκείνες των Ε&Σ εντός κλάδου. Επιπλέον, οι Akbulut και Matsusaka (2003) συνέκριναν τις αποδόσεις των διαφοροποιημένων Ε&Σ στο πρώτο μισό του κύματος της δεκαετίας 1990 με εκείνες του δεύτερου μισού, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η αποδοτικότητα των Ε&Σ στην αρχή του κύματος είναι υψηλότερη και πιο σημαντική από εκείνη του δεύτερου μισού, επαληθεύοντας τα αποτελέσματα του Harford (2003) [Akbulut and Matsusaka 2003, Harford 2003].

Η επίδραση της χρονικής συγκυρίας στην αποδοτικότητα Ε&Σ μελετήθηκε και στην παρούσα εργασία, με τη διαφοροποίηση ότι διαχωρίστηκαν οι Ε&Σ, που ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν εντός ενός κύματος Ε&Σ και σε εκείνες που χρονικά βρέθηκαν εκτός κάποιου κύματος.

Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο 2, το πέμπτο κύμα Ε&Σ (δεκαετία 1990) έληξε το 2000 με την κατάρρευση των διεθνών χρηματαγορών λόγω της «φούσκας» στις τιμές των μετοχών ενώ από το 2003 έως σήμερα διανύουμε το έκτο κύμα Ε&Σ, το οποίο χαρακτηρίζεται προς το παρόν από φιλικές εξαγορές και διασυνοριακές συναλλαγές. Στον Πίνακα 4.10, που ακολουθεί παρουσιάζονται οι αποδόσεις επιχειρήσεων που προέβησαν σε εξαγορά ή συγχώνευση εντός ενός κύματος, δηλαδή Ε&Σ τη χρονική περίοδο 1997-2000 και 2003-2007, καθώς και οι αποδόσεις Ε&Σ που συντελέστηκαν εκτός κύματος κατά τη διετία 2001-2002.

**Πίνακας 4.10:** Μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αθροιστικός μέσος μη κανονικών αποδόσεων και στατιστικοί συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το αν οι συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν μέσα στα χρονικά πλαίσια ενός κύματος Ε&Σ ή όχι κατά την περίοδο  $t=-1$  έως και  $t=+1$ .

ΕΤΟΣ Ε&Σ	ΑΡΙΘΜΟΣ		AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ				
<b>1997-2000</b>	<b>131</b>	-1	0,01%	0,05	0,43%	0,51
<b>2003-2007</b>		0	0,52%	2,06**	0,95%	1,14
		+1	0,53%	2,10**	1,48%	1,77
<b>2001-2002</b>	<b>19</b>	-1	-0,14%	-0,06	0,47%	0,07
		0	3,02%	1,37	3,49%	0,48
		+1	-0,46%	-0,21	3,03%	0,42
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>					

\*\*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$

Παρόμοια με τους Baghat et al. που υποστήριξαν στη μελέτη τους ότι οι Ε&Σ που πραγματοποιούνται εκτός κύματος Ε&Σ έχουν χαμηλότερες μη κανονικές αποδόσεις από εκείνες των Ε&Σ εκτός κύματος, από τον παραπάνω πίνακα εξάγεται το συμπέρασμα ότι για Ε&Σ εντός κύματος προκύπτουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 0,53% ( $t=2,06$ ), στατιστικά σημαντικό κατά το χρονικό διάστημα (-1,+1) από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Όσον αφορά τις Ε&Σ της διετίας 2001-2002, οι μη κανονικές αποδόσεις το χρονικό διάστημα (-1,+1) είναι θετικές της τάξης του 3,02% αλλά μη στατιστικά σημαντικές [Baghat, Dong, Hirshleifer and Noah 2005].

## **4.2. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

Η μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των Ε&Σ μελετήθηκε με βάση το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης στο δείκτη απόδοσης, για τις 150 αγοράστριες επιχειρήσεις, για δώδεκα (12), είκοσι τέσσερις (24) και τριάντα έξι μήνες μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής. Η αποδοτικότητα των Ε&Σ προκύπτει από τον προσδιορισμό των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων, CAR, και των αποδόσεων buy and hold, BHAR, στα συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Πρέπει να σημειωθεί ότι η προσέγγιση των μακροπρόθεσμων μη κανονικών αποδόσεων, όπως συμβαίνει άλλωστε και στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό των κανονικών (αναμενόμενων) αποδόσεων, παρόλα αυτά τα περισσότερα υποδείγματα καταλήγουν σε μικρές, μη στατιστικά σημαντικές, μη κανονικές αποδόσεις για εξαγορές και φιλικές προσφορές και αρνητικές, επίσης μη στατιστικά σημαντικές, μη κανονικές αποδόσεις.

Σε γενικές γραμμές, ο προσδιορισμός της μακροπρόθεσμης αποδοτικότητας παρουσιάζει προβλήματα κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας. Πρώτον, σ' ένα χρονικό ορίζοντα τριών (3) ετών είναι πρακτικά αδύνατο να απομονωθεί η επίδραση της συναλλαγής στις αποδόσεις της τιμής της μετοχής, καθώς μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα επιδρούν πολλοί παράγοντες, που μπορούν να επηρεάσουν και εντέλει να αλλοιώσουν το αποτέλεσμα. Για παράδειγμα, μια αστοχία ενός προγράμματος έρευνας και ανάπτυξης μιας επιχείρησης, μπορεί να αποτελέσει πηγή καθοδικής πορείας της τιμής της επιχείρησης, καθοδική πορεία που ενδέχεται ν' αποδοθεί λανθασμένα σε αρνητική αποδοτικότητα μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης (και επομένως σε απώλεια της αξίας της) στην οποία είχε προβεί η επιχείρηση ένα ή δύο χρόνια πριν. Δεύτερον, τόσο η βραχυπρόθεσμη όσο και η μακροπρόθεσμη αποτελεσματικότητα, προϋποθέτουν αποτελεσματικές αγορές, υπόθεση που ουσιαστικά δεν υφίσταται επομένως προκύπτουν και από αυτό το σημείο προβλήματα στην αποτελεσματικότητα οποιουδήποτε υποδείγματος προσδιορισμού των μη κανονικών αποδόσεων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι έχει παρατηρηθεί πολλές φορές υπερβάλλουσα αποδοτικότητα κατά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή

συγχώνευσης, η οποία με την πάροδο του χρόνου υποχωρεί καθώς παρέχονται περισσότερες και λεπτομερέστερες πληροφορίες για τη συναλλαγή, οι οποίες ενδέχεται να είναι κατώτερες των προσδοκιών της αγοράς, με αποτέλεσμα αυτή η υποχώρηση να αντικατοπτρίζεται στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις ως απώλεια αξίας της επιχείρησης μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση, ενώ ουσιαστικά «διορθώνει» με κάποια χρονική υστέρηση την αρχική υπερβάλλουσα αποδοτικότητα.

Σε πλήρη αντιστοιχία με τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα, παρατίθενται πίνακες με αποτελέσματα που προέκυψαν για το δείγμα των 150 Ε&Σ με τις ανάλογες κατηγοριοποιήσεις. Κατά την μελέτη και ερμηνεία των αποτελεσμάτων οφείλει κανείς να λαμβάνει υπόψη την επίδραση παραγόντων στις αποδόσεις, οι οποίοι δεν είναι αναγνώσιμοι ως προς τον τρόπο και το μέγεθος της επίδρασης τους.

Στον Πίνακα 4.11, που ακολουθεί εμφανίζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν για τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις των 150 αγοραστριών επιχειρήσεων.

**Πίνακας 4.11:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
150	12M	1,58%	0,18	-0,93%
150	24M	3,85%	1,03	0,82%
150	36M	2,71%	3,16	0,33%

**Πίνακας 4.12:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για το Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
30	12M	-8,57%	-4,82	-5,94%
30	24M	-2,01%	-1,13	-0,93%
30	36M	0,79%	0,45	0,02%

**Πίνακας 4.13:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για τη Γαλλία κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
30	12M	13,61%	1,59	5,39%
30	24M	5,26%	0,61	2,51%
30	36M	-3,11%	-0,36	-0,87%

**Πίνακας 4.14:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για τη Γερμανία κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
30	12M	-11,08%	-1,29	-3,98%
30	24M	3,52%	0,41	1,47%
30	36M	4,60%	5,37	1,02%

**Πίνακας 4.15:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για την Ισπανία κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
30	12M	4,25%	2,39	1,12%
30	24M	-5,76%	-3,24	-1,96%
30	36M	-0,55%	-0,31	-0,02%

**Πίνακας 4.16:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για την Ιταλία κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
30	12M	4,02%	0,47	1,74%
30	24M	-4,06%	-0,47	-0,77%
30	36M	9,70%	1,13	3,63%

Από τον Πίνακα 4.11, προκύπτουν θετικές μη κανονικές, αλλά μη στατιστικά σημαντικές, αποδόσεις για το δείγμα των 150 Ε&Σ στο σύνολο τους, όπως αναμενόταν από τη βιβλιογραφία [Sudarsanam and Mahate 2003]. Οι επιμέρους Πίνακες 4.12-4.16, παρουσιάζουν τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για χρονικά διαστήματα 12, 24 και 36 μηνών ανά χώρα. Παρατηρείται ότι τα επιμέρους αποτελέσματα διαφοροποιούνται εκείνων του συνόλου του δείγματος, γεγονός που παρατηρήθηκε και στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και οφείλεται στις ιδιαιτερότητες των Ε&Σ σε κάθε χώρα, που δεν εμφανίζονται όταν το δείγμα εξετάζεται στο σύνολο του.

Σύμφωνα με τους Mitchell και Stattford 2000, Loughran και Vijh 1997 και Sudarsanam και Mahate 2003, διαφοροποιήσεις προκύπτουν, επίσης, στα αποτελέσματα όταν γίνεται κατηγοριοποίηση με βάση το μέσο πληρωμής και το είδος της συναλλαγής. Σε αυτή την περίπτωση υποστηρίζουν πως οι μη



στατιστικά σημαντικές, μη κανονικές αποδόσεις «εξαφανίζονται» όταν το δείγμα εξετάζεται σε υποσύνολα του με βάση κάποιο από τα παραπάνω χαρακτηριστικά. Στους Πίνακες 4.17 και 4.18 εμφανίζονται τα αποτελέσματα για τις αποδόσεις των Ε&Σ, ανάλογα με το μέσο πληρωμής και το είδος της συναλλαγής [Mitchell and Stattford 2000, Loughran and Vijh 1997, Sudarsanam and Mahate 2003].

**Πίνακας 4.17:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για όλο το δείγμα ανάλογα με το μέσο πληρωμής κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΜΕΣΟ ΠΛΗΡΩΜΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ		CAR	t(CAR)	BHAR
	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ			
<b>ΜΕΤΡΗΤΑ</b>	84	12M	1,15%	0,13	0,13%
	84	24M	3,83%	0,75	0,75%
	84	36M	9,75%	1,14	1,14%
<b>ΜΕΤΟΧΕΣ</b>	36	12M	-0,24%	-0,04	-0,04%
	36	24M	-3,55%	-0,48	-0,48%
	36	36M	-0,79%	-0,07	-0,07%
<b>ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ</b>	30	12M	20,91%	5,23	5,23%
	30	24M	4,30%	5,63	1,63%
	30	36M	-11,35%	-1,33	-4,33%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>				

Σε αναλογία με τα αποτελέσματα του αντίστοιχου πίνακα για τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, παρατηρούνται θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τις Ε&Σ, πραγματοποιήθηκαν με μετρητά και για τα τρία χρονικά διαστήματα ελέγχου (12, 24, 36 μήνες), ενώ για εκείνες που ολοκληρώνονται με χρήση δανειακών κεφαλαίων προκύπτουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις κατά το πρώτο και δεύτερο έτος, πιθανώς γιατί η αγορά εκλαμβάνει αυτού του είδους τις συναλλαγές σα καταβολή μετρητών και αντιδρά θετικά σε αυτές, ενώ κατά το τρίτο έτος εμφανίζονται αρνητικές αθροιστικές μέσες αποδόσεις,

οι οποίες μπορούν να αποδοθούν σε πολλούς παράγοντες, είτε λόγω «αποτυχίας» της εξαγοράς ή συγχώνευσης είτε λόγω μετατροπής σε μετοχές μετατρέψιμων ομολογιών, που εκδόθηκαν για τη χρηματοδότηση της συναλλαγής είτε για οποιοδήποτε άλλο λόγο που δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστεί και να ποσοτικοποιηθεί η επίδρασή του στις αποδόσεις. Το γεγονός ότι δεν «εξαφανίστηκε» η στατιστική ασημαντότητα με την κατηγοριοποίηση του δείγματος ενδεχομένως να οφείλεται στο μέγεθος του δείγματος, στο οποίο υπήρχαν Ε&Σ που ολοκληρώθηκαν και με τους τρεις τρόπους πληρωμής αλλά το πλήθος αυτών των περιπτώσεων να μην επαρκούσε για την εξαγωγή ασφαλούς αποτελέσματος. Επίσης, είναι πιθανό αυτή η διατήρηση των μη στατιστικά σημαντικών αποτελεσμάτων να οφείλεται σε κάποια άλλη αιτία, η οποία δε κατέστη δυνατόν να αναγνωρισθεί και να εξετασθεί.

**Πίνακας 4.18:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για όλο το δείγμα ανάλογα με το είδος της συναλλαγής κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΕΙΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ		CAR	t(CAR)	BHAR
	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ			
<b>ΦΙΛΙΚΗ ΕΞΑΓΟΡΑ</b>	<b>90</b>	12M	2,33%	0,06	0,66%
		24M	4,43%	0,95	1,97%
		36M	6,44%	7,52	3,52%
<b>ΕΠΙΘΕΤΙΚΗ ΕΞΑΓΟΡΑ</b>	<b>33</b>	12M	4,02%	0,63	1,63%
		24M	14,69%	0,14	6,03%
		36M	15,32%	0,14	6,97%
<b>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ</b>	<b>27</b>	12M	-0,74%	-0,09	-0,09%
		24M	8,53%	0,09	4,03%
		36M	-9,10%	-1,13	-5,43%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>				

Από τον Πίνακα 4.18 προκύπτει ότι οι εξαγορές, φιλικές και επιθετικές, εμφανίζουν αρκετά υψηλές μη κανονικές αποδόσεις στους 12, 24 και 36 μήνες μετά την ολοκλήρωση τους, αποτέλεσμα που συνάδει με τα δεδομένα από πολλές μελέτες που υποστηρίζουν ότι στις εξαγορές εμφανίζονται υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις, από εκείνες των συγχωνεύσεων όπως επαληθεύεται και από τα στοιχεία του πίνακα. Ειδικότερα για τις επιθετικές εξαγορές οι Franks, Harris και Titman 1991, υποστηρίζουν ότι σε ένα βάθος χρόνου τριών (3) ετών οι μη κανονικές αποδόσεις των επιθετικών εξαγορών είναι πολύ υψηλότερες των φιλικών εξαγορών, τάση που αντιστρέφεται όμως σε χρονικό διάστημα παρατήρησης τεσσάρων (4) ετών καθώς οι επιθετικές εξαγορές εμφανίζουν ένα μόλις χρόνο μετά, αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις σύμφωνα με τους Cosh και Guest 2001 [Franks, Harris και Titman 1991, Cosh και Guest 2001].

**Πίνακας 4.19:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για όλο το δείγμα ανάλογα με το αν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις των 150 Ε&Σ του δείγματος ανήκαν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΣΥΝΑΦΕΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ				
ΔΡΑΣ/ΤΑΣ	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAR	t(CAR)	BHAR
Ε&Σ ΕΝΤΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	124	12M	1,48%	0,33	0,33%
		24M	1,97%	0,49	0,49%
		36M	4,36%	1,05	1,05%
Ε&Σ ΕΚΤΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	26	12M	3,30%	0,48	0,48%
		24M	13,66%	1,17	5,17%
		36M	-4,70%	-0,40	-2,40%
ΣΥΝΟΛΟ	150				

Σε αυτήν την κατηγοριοποίηση του δείγματος παρατηρούνται για ακόμα μία φορά θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για χρονικά διαστήματα 12, 24 και για τις δύο περιπτώσεις συναλλαγών εντός και εκτός κλάδου, ενώ σε χρονικό διάστημα τριών ετών για τις Ε&Σ εκτός κλάδου προέκυψαν αρνητικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις. Οι υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση της εκτός κλάδου συναλλαγής, έχουν παρατηρηθεί και από τον Eckbø (1986), αποδίδοντας τις υψηλές αυτές αποδόσεις στις προσδοκίες της αγοράς για «εξωστρεφή» ανάπτυξη των συγκεκριμένων επιχειρήσεων, οι οποίες κατά κανόνα δεν εκπληρώνονται είτε για οικονομικούς είτε λειτουργικούς λόγους με συνέπεια ν' αποσύρεται το ενδιαφέρον των επενδυτών για εκείνες και να εμφανίζουν αρνητικές αθροιστικές αποδόσεις [Eckbø 1986].

**Πίνακας 4.20:** Μη κανονικές αποδόσεις CAR και BHAR για το δείγμα των 150 μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων ανάλογα με το αν οι συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν μέσα στα χρονικά πλαίσια ενός κύματος Ε&Σ ή όχι κατά την περίοδο  $t=12$  μήνες,  $t=24$  μήνες και  $t=36$  μήνες μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

ΕΤΟΣ Ε&Σ	ΑΡΙΘΜΟΣ		CAR	t(CAR)	BHAR
	ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ			
1997-2000	131	12M	-0,44%	-0,10	-0,06%
		24M	3,55%	0,81	1,98%
		36M	2,64%	0,56	0,84%
2001-2002	19	12M	2,42%	2,05	0,67%
		24M	7,05%	1,09	3,63%
		36M	6,87%	0,74	3,09%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>150</b>				

Σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις (Πίνακας 4.11) και την τάση που θα αναμενόταν, οι Ε&Σ που διενεργήθηκαν σε χρόνο διαφορετικό από τα όρια ενός κύματος, εμφάνισαν θετικές, μη στατιστικά σημαντικές, αθροιστικές μέσες αποδόσεις για χρονικά διαστήματα ενός, δύο και τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής. Οι Ε&Σ εντός κύματος, εκτός από το πρώτο έτος, για το οποίο προέκυψε οριακά αρνητική αθροιστική απόδοση, στο δεύτερο και τρίτο έτος εμφανίζουν θετικές, μη στατιστικά σημαντικές, αθροιστικές μέσες αποδόσεις της τάξης του 3,55% και 2,64%, αντίστοιχα. Αυτή η αντιστροφή των αποτελεσμάτων ίσως οφείλεται στο γεγονός ότι οι 19 Ε&Σ εκτός κλάδου που μελετήθηκαν, ήταν μεγάλης αξίας συναλλαγές, οι οποίες ενδέχεται να μην εκτιμήθηκαν σωστά από τις αγορές καθώς δεν πραγματοποιήθηκαν σε ευνοϊκό επενδυτικό περιβάλλον. Αυτό είχε ως συνέπεια να μην τύχουν υψηλών αποδόσεων βραχυπρόθεσμα, αλλά με την πάροδο του χρόνου προέκυψαν υψηλότερες προσδοκίες, επομένως υψηλότερες αποδόσεις, οι οποίες εμφανίζονται (ίσως υπερβάλλουσες) πλέον στη μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα προκειμένου να «διορθωθεί» η αρχική αναποτελεσματικότητα της αγοράς.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η παρούσα εργασία είχε ως στόχο τη μελέτη της αποδοτικότητας, βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης, των 30 μεγαλύτερων σε αξία εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν τη χρονική περίοδο από 01/01/1997 έως 31/12/2007 σε κάθε μία από τις εξής πέντε ευρωπαϊκές χώρες: Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ισπανία και Ιταλία. Η εργασία επικεντρώθηκε στον προσδιορισμό των μη κανονικών αποδόσεων της τιμής της μετοχής των αγοραστριών επιχειρήσεων, που προέκυψαν λόγω της ανακοίνωσης της συναλλαγής, σ' ένα βραχύ χρονικό διάστημα πριν και μετά την επίσημη ανακοίνωση της συναλλαγής καθώς και σε χρονικό διάστημα ενός, δύο και τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής.

Από το αρχικό δείγμα των εκατόν πενήντα (150) επιχειρήσεων, δημιουργήθηκαν υπό-ομάδες προκειμένου να εξετασθεί το δείγμα ως προς παραμέτρους που επηρεάζουν την αποδοτικότητα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Πιο συγκεκριμένα, ελέγχθηκε η αποδοτικότητα ως προς:

- το είδος της συναλλαγής (εξαγορά, συγχώνευση, επιθετική εξαγορά, φιλική δημόσια προσφορά),
- το μέσο πληρωμής (μετρητά, ανταλλαγή μετοχών, δανεισμός)
- τις διακλαδικές συναλλαγές (αν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις ανήκουν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας ή όχι)
- τη χρονική περίοδο κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν (εντός ενός κύματος εξαγορών-συγχωνεύσεων ή όχι)

Για τον προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη απόδοσης, προκειμένου να ενσωματωθούν, οι επιδράσεις στη τιμή της μετοχής κάθε επιχείρησης άλλων παραγόντων, και ν' απομονωθεί, όσο είναι δυνατό, η επίδραση της επίσημης ανακοίνωσης της συναλλαγής. οι κανονικές αποδόσεις υπολογίσθηκαν με το προαναφερθέν υπόδειγμα, για χρονική περίοδο 150 ημερών (-200,-50) πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι μη κανονικές αποδόσεις, υπολογίσθηκαν για χρονικό διάστημα πέντε ημερών (-5,+5) πριν και μετά την ημερομηνία της

επίσημης ανακοίνωσης, αλλά όλοι οι έλεγχοι, που έγιναν, αφορούσαν το χρονικό διάστημα (-1,+1). Επίσης, υπολογίσθηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών για κάθε επιχείρηση σε χρονικό ορίζοντα δώδεκα (12), εικοσιτεσσάρων (24) και τριάντα έξι (36) μηνών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής. Τέλος, σε όλες τις μέσες μη κανονικές και αθροιστικές μέσες τιμές που υπολογίσθηκαν έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας.

Όσον αφορά τη βραχυπρόθεσμη αποτελεσματικότητα προέκυψαν τα εξής:

- Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις του δείγματος των 150 επιχειρήσεων προσδιορίστηκαν σε 0,70% την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης και 0,52% μια ημέρα αργότερα, αλλά αυτές οι αποδόσεις βρέθηκαν μη στατιστικά σημαντικές. Το γεγονός αυτό συνάδει με τις περισσότερες μελέτες, που εμφανίζουν τις επιχειρήσεις-στόχους ν' απολαμβάνουν υψηλές θετικές μη κανονικές αποδόσεις για μερικές ημέρες γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης, ενώ οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών επιχειρήσεων είναι σαφώς χαμηλότερες και πολλές φορές μη στατιστικά σημαντικές, όπως προέκυψε στο δείγμα της εργασίας.
- Οι επιμέρους έλεγχοι των αποδόσεων ανά χώρα (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία) έδωσαν αρκετά διαφοροποιημένα αποτελέσματα, τα οποία αποδόθηκαν στις ιδιαιτερότητες κάθε αγοράς που «αποκαλύπτονται» όταν μελετώνται ξεχωριστά οι αποδόσεις μετοχών στην ίδια χώρα, που υπακούουν στην ίδια λειτουργία και επηρεάζονται από τις ίδιες παραμέτρους.
- Ως προς τον τρόπο πληρωμής, οι αγοράστριες επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν τη συναλλαγή με χρήση μετρητών, εμφάνισαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,16% και 1,33% (στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$ ), την ημέρα της ανακοίνωσης και μια ημέρα αργότερα, αντίστοιχα. Στην περίπτωση της πραγματοποίησης της συναλλαγής με ανταλλαγή μετοχών, οι αντίστοιχες αποδόσεις είναι -1,18% και 0,38% (μη στατιστικά σημαντικά) το χρονικό διάστημα (0,+1), λόγω των αρνητικών μηνυμάτων που εκλαμβάνονται πολλές φορές από την αγορά ότι η

μετοχή είναι υπερτιμημένη, γι' αυτό θα χρησιμοποιηθεί για να αποκτήσει η αγοράστρια επιχείρηση την επιχείρηση - στόχο με χαμηλό κόστος. Ενδιάμεση λύση των δύο παραπάνω αποτελεί, ως προς την αποδοτικότητα, η χρήση δανειακών κεφαλαίων (γραμμάτια, συναλλαγματικές, μετατρέψιμες ομολογίες) για τη χρηματοδότηση μια τέτοιου είδους συναλλαγής, καθώς οι μη κανονικές αποδόσεις σε αυτή την περίπτωση είναι της τάξης του 1,32% στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$ .

- Ως προς το είδος της συναλλαγής, μέσα στο δείγμα προέκυψαν τέσσερις διαφορετικοί τύποι: εξαγορές (acquisitions), επιθετικές εξαγορές (hostile acquisitions), συγχωνεύσεις (mergers) και φιλικές προσφορές (tender offers). Οι πιο αποδοτικές για την αγοράστρια επιχείρηση, αποδεικνύονται οι εξαγορές με θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,36% και 1,14% (στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης με  $\alpha=5\%$ ) την ημέρα της ανακοίνωσης και μια ημέρα αργότερα. Αυτό οφείλεται πιθανότατα στο γεγονός ότι οι εξαγορές πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο με μετρητά, παράμετρος που επηρεάζει θετικά την αποδοτικότητά τους. Τις εξαγορές ακολουθούν οι επιθετικές εξαγορές με μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 3,30%, οι φιλικές προσφορές με μη κανονικές αποδόσεις 0,15% και οι συγχωνεύσεις με 0,09%, μη στατιστικά σημαντικές και στις τρεις περιπτώσεις.
- Ως προς τη συνάφεια της δραστηριότητας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, προκύπτει ότι συναλλαγές που διενεργήθηκαν μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου εμφάνισαν θετική, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=1\%$ , μέση μη κανονική απόδοση της τάξης του 0,82% την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης και 0,62%, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$ , την επόμενη ημέρα της ανακοίνωσης. Αντίθετα, για συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών κλάδων η μέση μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης ήταν -0,13%, μη στατιστικά σημαντική.
- Τέλος, ως προς την χρονική περίοδο κατά την οποία ανακοινώνεται και πραγματοποιείται μια συναλλαγή, διαχωρίστηκε το δείγμα σε Ε&Σ που έγιναν κατά τη διάρκεια ενός κύματος ή σε περίοδο που δεν υπήρχε



δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι Ε&Σ του δείγματος, που είχαν διενεργηθεί εντός των χρονικών πλαισίων ενός κύματος εμφάνισαν μέση μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης της τάξης του 0,52% και την επόμενη ημέρα 0,53%, στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$ .

Όσο αφορά τη μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα, ανεξάρτητα του υποδείγματος που θα χρησιμοποιηθεί, ανακύπτει το πρόβλημα της «απομόνωσης» της επίδρασης της συναλλαγής στις μακροπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις. Δεν είναι δυνατό να προσδιοριστούν οι παράγοντες που καθορίζουν και προσδιορίζουν τις θετικές ή αρνητικές αθροιστικές μέσες αποδόσεις που προκύπτουν σε χρονικό ορίζοντα ενός, δύο ή τριών ετών και αυτό γιατί μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα, οι αποδόσεις μπορεί να επηρεαστούν από πολλές παραμέτρους, που δεν είναι δυνατό να αναγνωριστούν και να ποσοτικοποιηθούν ως προς την επίδραση τους. Γι' αυτό η μελέτη και εξαγωγή συμπερασμάτων από μακροπρόθεσμες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις ενέχει πάντα το κίνδυνο ν' αποδοθεί το όποιο αποτέλεσμα σε έναν παράγοντα, αγνοώντας πολλούς άλλους, καταλήγοντας σε λανθασμένα συμπεράσματα. Εκτός από την αδυναμία απομόνωσης της επίδρασης ενός παράγοντα, οι αναλύσεις που γίνονται με βάση κάποια συγκεκριμένα υποδείγματα θεωρούν αποτελεσματικές αγορές, γεγονός που δεν υφίσταται με αποτέλεσμα να εμφανίζονται σε μεταγενέστερο χρόνο αποδόσεις, αντικατοπτρίζοντας παλαιότερες, οι οποίες δεν προέκυψαν λόγω αναποτελεσματικότητας της αγοράς.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω προβλήματα καθώς και του γεγονότος ότι η χρήση διαφορετικών υποδειγμάτων για τον υπολογισμό των κανονικών αποδόσεων, μπορεί να επιφέρει αποκλίσεις στα αποτελέσματα, υπολογίσθηκαν με χρήση του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης, οι μη κανονικές αποδόσεις του δείγματος των 150 Ε&Σ σε χρονικά διαστήματα δώδεκα, είκοσι τεσσάρων και τριάντα έξι μηνών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής. Στη συνέχεια, έγινε διαχωρισμός του δείγματος σε υπό- ομάδες, όπως στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις για τον έλεγχο, κατά το δυνατό, της επίδρασης

συγκεκριμένων παραμέτρων (τρόπος πληρωμής, είδος συναλλαγής, διακλαδικές συναλλαγές, συναλλαγές εκτός χρονικών ορίων κύματος E&S). Σε όλους τους υπολογισμούς των υπερκανονικών αποδόσεων έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας αλλά κανένα από τα κύρια αποτελέσματα για τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις δεν προέκυψε στατιστικά σημαντικό.

Η αποδοτικότητα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων του δείγματος σε χρονικά διαστήματα ενός, δύο και τριών ετών από την ολοκλήρωση της συναλλαγής υπολογίζεται μέσω των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων, οι οποίες πήραν τιμές για το σύνολο του δείγματος, 1,58%, 3,55% και 2,71%, μη στατιστικά σημαντικά, για 12, 24 και 36 μήνες, αντίστοιχα.

- Ως προς το μέσο πληρωμής των συναλλαγών, υπάρχει αντιστοιχία με τα αποτελέσματα των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων, που εμφάνισαν πιο αποδοτικές τις συναλλαγές με μετρητά με αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις 1,15%, 3,85% και 9,75%, μη στατιστικά σημαντικές, για 12, 24 και 36 μήνες αντίστοιχα. Οι συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν με ανταλλαγή μετοχών εμφάνισαν αρνητικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις -0,24%, 3,55% και 0,79%, μη στατιστικά σημαντικά, για 12, 24 και 36 μήνες αντίστοιχα.
- Ως προς το είδος της συναλλαγής, οι εξαγορές εμφανίζουν αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις 2,33%, 4,33% και 6,44%, μη στατιστικά σημαντικές, ενώ οι επιθετικές εξαγορές εμφανίζονται με υψηλότερες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις 4,02%, 14,69% και 15,32%, μη στατιστικά σημαντικές, επιβεβαιώνοντας τα αποτελέσματα των Franks, Harris και Titman 1991 για την αποδοτικότητα των επιθετικών εξαγορών τρία έτη μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.
- Η τάση, που εμφανίζουν οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, CAR συγκλίνει με εκείνη των buy and hold αποδόσεων, BHAR, σε όλες τις επιμέρους κατηγοριοποιήσεις. Ουσιαστικά, οι δύο μέθοδοι καταδεικνύουν ότι η μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των E&S δεν είναι διακριτή και άμεσα αναγνώσιμη, λόγω της επίδρασης και άλλων παραγόντων μετά από χρονικό διάστημα 12, 24 ή 36 μηνών. Οι όποιες

θετικές αποδόσεις εμφανίστηκαν βαίνουν φθίνουσες ενώ επίσης φθίνουσα είναι και η τάση της στατιστικής σημαντικότητας των παραπάνω αποδόσεων.

Σε γενικές γραμμές, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις ακολουθούν την τάση των βραχυπρόθεσμων, ως προς τη γενική εικόνα του δείγματος, την επίδραση του μέσου πληρωμής στην αποδοτικότητα και το είδος της συναλλαγής στην αποδοτικότητά τους, αλλά υστερούν σημαντικά σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Η απώλεια στατιστικής σημαντικότητας ενδεχομένως να προκλήθηκε από επίδραση και άλλων παραμέτρων στο δείγμα που αλλοίωσαν τις κανονικές και κατά συνέπεια της μη κανονικές αποδόσεις, καθιστώντας τα όποια αποτελέσματα εξάγονται από αυτές τις αποδόσεις επισφαλή σε αντίθεση με την περίπτωση των βραχυπρόθεσμων, όπου παρέχεται ικανοποιητικό επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Agrawal, A., Jaffe, J.F. and G.N. Mandelker (1992), "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance*, 47: 1605-1621.

Andrade, G., Mitchell, M. and E. Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers", *The Journal of Economic Perspectives*, 15: 103-120.

Ang, J.S., and Y. Cheng (2006), "Direct Evidence On The Market-Driven Acquisitions Theory", *Journal of Financial Research*, Vol. 29 (2), pp. 199-216.

Anthony, J.H. and K. Ramesh (1992), "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis", *Journal of Accounting and Economics*, 15: 203-227.

Asquith, P. (1983), "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 51-83.

Barber, B. and J. Lyon (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 41: 359-399.

Barber, B. and J. Lyon (1997), "Detecting Long-Run Abnormal Stock>Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 43: 341-372.

Barber, B.M., J.D. Lyon and C. Tsai (1999), "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 165-201.

Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer and R. Noah (2005), "Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76(1), pp. 3-60.

Bouwman C., K.P. Fuller and A. Nain (2003), "Stock market valuation and mergers", *MIT/Sloan Management Review*.

Bradley, M. (1980), "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *Journal of Business*, Vol. 53 (4), pp. 345-376.

Bradley, M. and G.A. Jarrell (1980), "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers", *Journal of Law and Economics*, Vol. 23(2), pp. 371-407.

Bradley, M.H. and A.K. Sundaram (2004), "Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?", *SSRN Working Paper*.

Bradley, M.H., and Sundaram, A.K. (2004), "Do Acquisitions Drive Performance or Does Performance Drive Acquisitions?", *SSRN Working Paper*

Brown, S.J. and J.B. Warner (1980), "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, 8: 205-258.

Buhner, R. (1991), "The Success of Mergers in Germany", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 9(4), pp. 513-32.

Byrd, J. and K. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 195-214.

Chatterjee, R.A. (2000), "The Financial Performance of Companies Acquiring Very Large Takeover Targets", *Applied Financial Economics*, Vol. 10(2), pp. 185-91.

Chatterjee, S. (1992), "Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring - Implications for Target and Bidder Firms", *Strategic Management Journal*, p. 267.

---

*Comparison*, Cambridge: Oelgeschlager, Gunn & Hain, pp. 163–191.

Conn, R.L., Cosh, A., Guest, P.M. and A. Hughes (2005), “The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-Border, Public and Private Acquisitions”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 32: 815-870.

Cosh, A.D. and P.M. Guest (2001), “The long run performance of hostile takeovers: UK evidence”, *Centre for Business Research, Working Paper*, p. 215.

Croci, E. (2007), “Corporate Raiders, Performance, and Governance in Europe”, *European Financial Management*, Vol. 13(5), pp. 949-978.

Datta S., Iskandar-Datta, M., and K. Raman (2001), “Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions”, *Journal of Finance*, Vol 56(6), pp. 2299-2336.

Dennis, D. K. and J. J. McConnell (1986), “Corporate mergers and security returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, pp. 143-187.

Dodd, P and R. Ruback (1977), “Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 (3), pp. 351-374.

Dodd, P. (1980), “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 105-137.

Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson and S.H. Teoh (2003), “Does investor misvaluation Drive the takeover market?”, *Journal of Finance*, Vol. 61(2), pp. 725-762.

Dong, Ming, David Hirshleifer, Scott Richardson and Siew Hong Teoh (2006) “Does investor misvaluation drive the takeover market?” *Journal of Finance*, 61: 725-762.

---

Doukas, J., M. Holmen and N. Travlos (2001), "Corporate diversification and firm performance: Evidence from Swedish acquisitions", *SSRN Working Paper*.

Eckbo, B.E. (1983), "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11(1-4), pp. 241-274.

Faccio, M. and D. Stolin (2006), "Expropriation vs. Proportional Sharing in Corporate Acquisitions", *Journal of Business*, Vol 79(3), pp. 1413-1444.

Faccio, M., J.J. McConnell and D. Stolin (2006), "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41(1), pp. 197-220.

Fama, E.F. (1998) "Market efficiency, long-term returns and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 283–306.

Fama, E.F. and K. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 427-466.

Fama, E.F. and K. French (1993), "Common Risk Factors in Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3-56.

Firth, M. (1980), "Take-overs, Shareholder Returns and the Theory of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94, pp. 234-260.

Franks, J. R. and R. S. Harris (1989), "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U.K. experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 225-249.

Franks, J., R. Harris and S. Titman (1991), "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol 29, pp. 81-96. 31.

Franks, J.R., Broyles, J.E. and M.J. Hecht, 1977, An Industry Study of the Profitability of Mergers in the UK, *Journal of Finance*, Vol 32, pp. 1513-1525.

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

Franks, J.R., R.S. Harris and C. Mayer (1988), "Means of Payment in Take-over: Results for the United Kingdom and the United States", *Financial Economics*, Vol. 6(4), pp. 365-384.

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

Goergen, M. and L. Renneboog (2004), "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids", *European Financial Management*, Vol. 10(1), pp. 9-45.

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

Graham, J., Lemmon, M. and J. Wolf (2002), "Does corporate diversification destroy value?", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 695-720.

Gregory, A. (1997), "An Examination of the Long-Run Performance of UK Acquiring Firms", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 24, pp. 971-1002.

Gregory, A. and S. McCorriston (2005), "Foreign Acquisitions by UK Limited Companies: Short- and Long-Run Performance", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 12, pp. 99-125.

Harford, J. (2003), "Efficient and Distortional Components to Industry Merger Waves", *Journal of Financial Economics*, AFA 2004 San Diego Meetings.



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

Higson, C. and J. Elliott (1998), "Post-Takeover Returns – The UK Evidence", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 5, pp. 27-46.

Holmstrom, B. and S.N. Kaplan (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and the 1990s", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 121-144.

Hubbard, R.G. and D. Palia (1999), "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View", *Journal of Finance*, Vol. 54(3), pp. 1131-52.

in Auerbach A.J. (ed.), *Corporate Take-overs: Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press.

Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.

Kaplan, S. and M. Weisbach (1992), "The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures", *Journal of Finance*, Vol. 47 (1), pp. 107-138.

Kennedy, V.A. and Limmack, R.J. (1996), "Takeover Activity, CEO Turnover and the Market for Corporate Control", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23 (2), pp. 267–285.

Kothari, S.P. and J.B. Warner (1997), "Measuring Long-Horizon Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 301-339.

Kummer, D. and R. Hoffmeister (1978), "Valuation consequences of cash tender offers", *Journal of Finance*, Vol 33(2), pp. 505-516.

Kumps, A. and R. Wtterwulghe (1980), Belgium, 1962–74, in Mueller, D.C. (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*. Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, MA, pp. 67–97.

Kyriazis, D. and Diacogiannis, G. (2008) “The Determinants of Wealth Gains in Greek Takeover Bids”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 22, pp.162-177.

Langetieg, T. (1978), “An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6(4), pp. 365-384.

Limmack, R. (1993), “Bidder companies and defended bids: A Test of Roll's Hubris Hypothesis”, *Managerial Finance*, Vol. 19(1), pp. 25-36.

Limmack, R. J. (1991), “Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986”, *Accounting and Business Research*, Vol. 21, pp. 239-251.

Loughran, T. and A.M. Vijh (1997), “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1765-1790.

Loughran, T. and A.M. Vijh (1997), “Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1765-1790.

Lyon, J., Barber, B. and Tsai, Chih-Ling (1999) “Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns”, *Journal of Finance*, Vol. 24 (1), pp. 165-201.

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

*Management*, forthcoming.

Martin, K. (1996) "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership" *Journal of Finance*, Vol. 5, pp. 1227-1246.

Martynova, M. and L. Renneboog (2006), "Mergers and Acquisitions in Europe: The Fifth Takeover Wave", in L. Renneboog (ed.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam: Elsevier.

Martynova, M. and L. Renneboog (2008) "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32 (10), pp. 2148-2177.

Mitchell, M. and J.H. Mulherin (1996), "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 193-229.

Mitchell, M. and Stafford, E. (2000) "Managerial decisions and long-term stock price performance", *Journal of Business*, Vol. 73, pp. 287-329.

Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Finance*, Vol. 45 (1), pp. 31-48.

Peer, H. (1980), "The Netherlands, 1962-1973", in Mueller, D.C. (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An International*

Protopapas, P. Travlos, N. and Tsangarakis, N. (2003) "Mergers and acquisitions in Greece: Stock price reaction of acquiring and target firms", *Spoudai*, Vol. 53, (4), pp. 80-104.

Raj, M. and M. Forsyth (2003), Hubris Amongst U.K. "Bidders and Losses to Shareholders", *International Journal of Business*, Vol 8 (1).

Rau, P.R. and T. Vermaelen (1998), "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 223-253.

---

Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves", *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 2685-2718.

Rhodes-Kropf, Matthew, David.T. Robinson., S. Viswanathan (2005) "Valuation waves and merger activity: The empirical evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 (3), pp. 561-603.

Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, Vol. 59, pp. 197-216.

Servaes, H. (1991), "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", *Journal of Finance*, Vol. 46 (1), pp. 409-419.

Shleifer, A. and R.W. Vishny (1991), "Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications", *Strategic Management Journal* 12, pp. 51-59.

Shleifer, A. and R.W. Vishny (2003), "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 70: 295-311.

Shleifer, A., and R. Vishny (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, pp. 295–311.

Stigler, G. (1950), "Monopoly and Oligopoly Power by Merger", *American Economic Review*, Vol. 40, pp. 23-34.

Sudarsanam, S., Mahate, A.A. and A. Freeman (2003), "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30, pp. 299-341.

Travlos, N. (1987) "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns" *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 943-963.

Rau, P.R. and T. Vermaelen (1998), "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 223-253.

Schwert, G.W. (1996), "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41 (2), pp. 153-162.

Smith, R. and J. Kim (1994), "The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns", *Journal of Business*, Vol. 67 (2), pp. 281-310.

Walker, M. (2000), "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth", *Financial Management*, Vol. 29 (1), pp. 53-66.

Ιστοσελίδες

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.ine.otoe.gr](http://www.ine.otoe.gr)

---

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ  
ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

<b>Date Announced</b>	<b>Date Effective</b>	<b>Target Name</b>	<b>Acquiror Name</b>
10/29/1996	01/11/1997	DFS Group Ltd	LVMH SA
12/12/1996	05/24/1998	Sociedad Azucarera Espanola	EBRO Agricolas Cia de
02/14/1997	02/14/1997	Societa per il Calcestruzzo	Italcementi SpA
09/16/1997	08/04/1998	Salomon SA	Adidas AG
11/04/1997	03/17/1999	Fried Krupp AG Hoesch-Krupp	Thyssen AG
06/10/1998	02/10/2000	Vivendi SA-Spanish Water	Fomento de Construcciones
06/25/1998	09/28/1998	ITT Inds-Automotive Electrical	Valeo SA
07/27/1998	09/28/1998	ITT Industries Inc-Automotive	Continental AG
09/16/1998	11/30/1998	Chiron Diagnostics Corp	Bayer AG
11/20/1998	01/12/1999	Cendant Software Corp	Havas SA
11/23/1998	04/08/1999	Inmotel Inversiones SA	Sol Melia SA
12/07/1998	11/30/1999	PacifiCorp	Scottish Power PLC
12/09/1998	04/19/1999	Astra AB	ZENECA Group PLC
12/14/1998	03/22/2000	New England Electric System	National Grid Group PLC
01/11/1999	06/07/1999	Rothmans Intl BV(Richemont)	British American Tobacco PLC
01/15/1999	06/30/1999	AirTouch Communications Inc	Vodafone Group PLC
02/02/1999	07/13/1999	Cirio SpA-Milk Business	Parmalat SpA
03/08/1999	05/15/1999	Asticus AB	IVG Holding AG
03/29/1999	11/10/1999	Pirelli SpA	Societe Internationale Pirelli
03/30/1999	05/11/1999	Progressive Tool & Industry Co	Fiat SpA
04/01/1999	04/18/2000	Atlantic Richfield Co	BP Amoco PLC
04/28/1999	06/28/1999	Bausch & Lomb Inc-Sunglass Bus	Luxottica Group SpA
05/03/1999	07/26/1999	Scancem AB	Heidelberger Zement AG
06/25/1999	11/10/1999	Nalco Chemical Co	Suez Lyonnaise des Eaux SA
07/05/1999	03/27/2000	Elf Aquitaine	Total Fina SA
07/12/1999	08/13/1999	Red Roof Inns Inc	Accor SA
07/26/1999	09/02/1999	Host Marriott Services	Autogrill SpA
07/30/1999	10/04/1999	Mirror Group PLC	Trinity PLC
08/16/1999	04/25/2000	AGA AB	Linde AG
08/30/1999	01/25/2000	Promodes	Carrefour SA
09/02/1999	10/08/1999	Lone Star Industries Inc	Dyckerhoff AG

09/06/1999	03/10/2000	Wendeln Grossbaeckerei	Kamps AG
09/24/1999	12/31/1999	Mei-Microelettronica Italiana	Finmeccanica SpA
11/04/1999	12/22/1999	Giant Cement Holding Inc	Cementos Portland SA
11/29/1999	05/08/2000	Pioneer International Ltd	Hanson PLC
12/06/1999	05/23/2000	Ernst & Young-Consulting Bus	Cap Gemini SA
01/13/2000	07/10/2000	Telecomunicacoes de Sao Paulo	Telefonica SA
01/26/2000	04/05/2000	Global One Co	France Telecom SA
01/27/2000	05/23/2000	Flextech PLC	Telewest Communications PLC
02/28/2000	12/11/2000	LG&E Energy Corp	PowerGen PLC
03/15/2000	07/31/2000	LHS Group Inc	Sema Group PLC
03/21/2000	06/30/2000	American Cyanamid Agri Product	BASF AG
03/31/2000	05/11/2000	ABB Alstom Power	Alstom SA
04/25/2000	09/08/2000	Krasnapolsky Hotels & Rests	NH Hoteles SA
05/02/2000	10/04/2000	Bestfoods	Unilever PLC
05/11/2000	06/06/2000	Smartcom PCS(Leap Wireless)	Endesa SA
05/12/2000	10/04/2000	Young & Rubicam Inc	WPP Group PLC
05/16/2000	10/27/2000	Lycos Inc	Terra Networks(Telefonica SA)
06/20/2000	12/08/2000	Seagram Co Ltd	Vivendi SA
07/24/2000	05/31/2001	VoiceStream Wireless Corp	Deutsche Telekom AG
08/22/2000	11/17/2000	Corporacion Digitel(Venconsul)	Telecom Italia Mobile SpA
08/23/2000	02/12/2001	SKW Trostberg AG	Degussa-Huels AG
08/28/2000	10/31/2000	Origin(Philips Electronics NV)	Atos SA
09/07/2000	01/12/2001	World Online International NV	Tiscali SpA
09/25/2000	12/29/2000	Thames Water PLC	RWE AG
10/20/2000	02/12/2001	Puleva	Ebro Agrícolas SA
12/11/2000	05/11/2001	BioChem Pharma Inc	Shire Pharmaceuticals Grp PLC
12/13/2000	03/15/2001	Del Monte Royal Foods Ltd	Cirio SpA
12/14/2000	05/16/2001	VEAG	Hamburgische Electricitats
12/18/2000	02/20/2001	Freeserve PLC(Dixons Group)	Wanadoo SA
12/22/2000	04/03/2001	LASMO PLC	ENI SpA
01/08/2001	07/11/2001	Blue Circle Industries PLC	Lafarge SA
01/15/2001	07/30/2001	Legrand SA	Schneider Electric SA
01/25/2001	06/20/2001	Sodexho Marriott Services Inc	Sodexho Alliance SA
02/28/2001	03/29/2001	Enel SpA-Rome Network	Acea SpA
04/09/2001	07/01/2002	PowerGen PLC	E ON AG
07/01/2001	07/01/2001	Abengoa Servicios Urbanos SA	Befesa Medio Ambiente SA
07/10/2001	06/03/2002	Aventis CropScience Hldg SA	Bayer AG
03/07/2002	05/15/2002	Reemtsma Cigarettenfabriken	Imperial Tobacco Group PLC

03/07/2002	09/25/2002	BCOM3 Group Inc	Publicis Groupe SA
03/20/2002	03/31/2004	Unique Pub Holding Co Ltd	Enterprise Inns PLC
04/16/2002	09/09/2002	Portland Valderrivas SA	Fomento de Construcciones
04/22/2002	10/21/2002	Lattice Group PLC	National Grid Group PLC
05/08/2002	07/09/2002	Bouygues Offshore	Saipem SpA
05/09/2002	07/03/2003	Via Digital	Sogecable SA
08/07/2002	11/04/2002	Simco SA	Gecina SA
10/16/2002	01/30/2004	Carlton Communications PLC	Granada PLC
10/31/2002	10/31/2002	Office Buildings,Roma,IT(10)	Aedes SpA
11/06/2002	03/28/2003	Endesa SA-High Voltage Bus	Red Electrica de Espana SA
12/17/2002	03/31/2003	Pfizer Inc-Adams	Cadbury Schweppes PLC
06/02/2003	06/02/2003	Regie des Tabacs	Altadis SA
07/03/2003	12/16/2003	Dragados y Construcciones SA	ACS
07/16/2003	12/23/2003	Ente Tabacchi Italiani SPA	British American Tobacco PLC
07/29/2003	11/21/2003	Bami SA Inmobiliaria	Metrovacesa SA
07/31/2003	12/04/2003	EHN Group	Acciona SA
09/26/2003	01/09/2004	ALSTOM T&D	Areva SA
10/08/2003	10/04/2004	Cole National Corp	Luxottica Group SpA
10/10/2003	04/30/2004	APS	Acegas SpA
12/14/2003	03/29/2004	Dial Corp	Henkel AG & Co KGaA
01/20/2004	05/06/2004	Messer Griesheim-Ind Gas Ops	Air Liquide SA
01/26/2004	08/20/2004	Aventis SA	Sanofi-Synthelabo SA
05/19/2004	07/26/2004	Telefonica Movil Chile SA	Telefonica Moviles SA
05/20/2004	11/30/2004	AgustaWestland SpA	Finmeccanica SpA
06/09/2004	06/09/2004	SFL	Inmobiliaria Colonial SA
08/12/2004	10/29/2004	Aalborg Portland A/S,Unicon	Cementir SpACementir SpA
11/03/2004	11/03/2004	Gamesa SA-Wind Parks	Endesa SA
11/12/2004	04/28/2006	Slovenske Elektrarne AS	Enel SpA
01/27/2005	04/18/2005	Aldeasa SA	Autogrill SpA
02/16/2005	02/17/2005	Infraestructuras de Alta	Red Electrica de Espana SA
04/12/2005	06/17/2005	Cesky Telecom AS	Telefonica SA
04/15/2005	06/01/2005	NOP World	GfK SE
05/04/2005	03/31/2006	Renal Care Group Inc	Fresenius Medical Care AG & Co
06/24/2005	11/29/2005	Meta SpA	Hera SpA
07/19/2005	10/12/2005	Bavaria SA	SABMiller PLC
07/22/2005	03/31/2006	BPB PLC	Cie de Saint-Gobain SA
08/02/2005	01/31/2006	Reebok International Ltd	adidas-Salomon AG
08/21/2005	12/21/2005	CP Ships Ltd	TUI AG



08/22/2005	10/07/2005	Swissport International AG	Grupo Ferrovial SA
12/01/2005	01/05/2006	Spirit Group Ltd	Punch Taverns PLC
12/14/2005	03/09/2006	ASF	VINCI SA
01/03/2006	06/12/2006	Engelhard Corp	BASF AG
01/10/2006	08/29/2006	GTECH Holdings Corp	Lottomatica Group SpA
01/24/2006	01/24/2006	CESA	Acciona SA
01/25/2006	01/25/2006	Ceatesalás SL	Acciona SA
02/17/2006	01/05/2007	CanalSat SA	Canal+ SA
02/24/2006	04/01/2006	Snamprogetti	Saipem SpA
02/27/2006	08/24/2007	KeySpan Corp	National Grid PLC
03/23/2006	12/31/2006	Schering AG	Bayer AG
03/24/2006	11/30/2006	Lucent Technologies Inc	Alcatel SA
04/05/2006	04/10/2007	Alcatel SA-Satellite and	Thales SA
04/13/2006	07/13/2006	Comit-Real Estate Assets	Beni Stabili SpA
04/28/2006	07/31/2006	Telefonica Publicidad	Yell Group PLC
06/05/2006	08/04/2006	Corporacion Uniland SA	Cementos Portland Valderrivas
06/05/2006	10/16/2006	EnerTAD SpA	ERG SpA
07/17/2006	09/27/2006	Waste Recycling Group PLC-	Fomento de Construcciones
08/26/2006	09/29/2006	Fay Management Holding AG-	DIC Asset AG
09/17/2006	02/28/2007	AOL Deutschland GmbH-Internet	Telecom Italia SpA
10/05/2006	12/01/2006	Immeo Wohnen Service Gmbh	FDL
10/27/2006	10/31/2006	BUS Group AB	Befesa Medio Ambiente SA
12/21/2006	07/31/2007	SATAP SpA	SIAS
02/05/2007	04/26/2007	Wilson Bowden PLC	Barratt Developments PLC
02/09/2007	10/01/2007	Laidlaw International Inc	FirstGroup PLC
02/11/2007	05/08/2007	Hutchison Essar Ltd	Vodafone Group PLC
02/20/2007	04/17/2007	New River Pharmaceuticals Inc	Shire PLC
03/26/2007	07/03/2007	George Wimpey PLC	Taylor Woodrow PLC
03/29/2007	07/03/2007	SBS Broadcasting SARL	ProSiebenSat1 Media AG
04/10/2007	07/11/2007	Rodamco Europe NV	Unibail Holding SA
04/23/2007	06/18/2007	MedImmune Inc	AstraZeneca PLC
04/27/2007	07/02/2007	SULO GmbH	Veolia Environnement SA
04/30/2007	06/30/2007	HSBC Holdings-Head Office Bldg	Metrovacesa SA
04/30/2007	07/03/2007	Dominion Resources-Expl Asts	ENI SpA
05/24/2007	10/01/2007	Orange Nederland	Deutsche Telekom AG
06/20/2007	11/14/2007	Oakley Inc	Luxottica Group SpA
07/02/2007	12/07/2007	GEHAG GmbH	Deutsche Wohnen AG
07/09/2007	11/26/2007	Koninklijke Numico NV	Groupe Danone SA

07/13/2007	09/13/2007	PIPEX-Broadband & Voice Div	Tiscali SpA
07/16/2007	09/03/2007	Hermal Kurt Herrman GmbH & Co	Almirall Prodesfarma SA
07/25/2007	12/03/2007	Siemens VDO Automotive AG	Continental AG
10/04/2007	12/18/2007	Airtricity-North American Bus	E ON AG
10/25/2007	12/31/2007	EDF-Power Plants(5)	Gas Natural SDG SA

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ