



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:

*«Η απόδοση των Σ&Ε στις ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο (Η.Β.) κατά την
περίοδο της οικονομικής κρίσης 2008-2009 σε σύγκριση με την αντίστοιχη
περίοδο οικονομικής ανόδου 2005-2007»*

Φοιτήτρια: *Ι. Σόκου*

Επιβλέπων Καθηγητής: *Δ. Κυριαζής*

Μέλη Επιτροπής: *Α. Αντζουλάτος & Γ. Σκιαδόπουλος*

ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2013

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα της παρούσας εργασίας, Επίκουρο Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Κυριαζή Δημήτριο για την καθοδήγησή του, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο σημαντικό και ενδιαφέρον θέμα όπως είναι αυτό των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω επίσης και τους: Εξωτερικό Διδάσκοντα Αντώνη Δρ. Αντύπα και τον Διδακτορικό Φοιτητή Θωμά Σύρμο για τις πολύτιμες συμβουλές τους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος	5
Εισαγωγή	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΟΡΙΣΜΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	
1.1 Κατηγορίες Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	9
1.2 Τα κίνητρα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	12
1.2.1 Τα Κίνητρα	12
1.2.2 Τα Λάθος Κίνητρα.....	15
1.3 Λόγοι αποτυχίας των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	16
1.4 Οι Σ&Ε καταστρέφουν ή δημιουργούν αξία;.....	17
1.5 Τα κύματα των Σ&Ε σε Ευρώπη και Αμερική	18
1.6 Η Χρηματοοικονομική Κρίση στην αγορά των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ	
2.1 Επισκόπηση βιβλιογραφίας.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΔΕΔΟΜΕΝΑ	
3.1 Μεθοδολογία.....	56
3.2 Στατιστικός έλεγχος	62
3.3 Δεδομένα – Δείγμα.....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	
4.1 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-30,+30) ημερών των εταιρειών bidder.....	66
4.2 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-10, +10) ημερών των εταιρειών bidder.....	71
4.3 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-3, +3) ημερών των εταιρειών bidder.....	75
4.4 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-30,+30) ημερών των εταιρειών target.....	77

4.5 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-10, +10) ημερών των εταιρειών target.	82
4.6 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-3, +3) ημερών των εταιρειών target.	85
4.7 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-30, +30) ημερών των εταιρειών bidder.	87
4.8 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-10, +10) ημερών των εταιρειών bidder.	92
4.9 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-3, +3) ημερών των εταιρειών bidder.	95
4.10 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-30, +30) ημερών των εταιρειών target.	97
4.11 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-10, +10) ημερών των εταιρειών target.	101
4.12 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-3, +3) ημερών των εταιρειών target.	104
4.12 Συγκεντρωτικοί πίνακες των παραπάνω event windows.	106
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
5.1 Συμπεράσματα.	109
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	114
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	117

Πρόλογος

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση των αποδόσεων των Σ&Ε που πραγματοποιούνται στην ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο κατά τα χρονικά διαστήματα 2005-2007, στο οποίο παρατηρείται οικονομική άνοδος, και 2008-2010, στο οποίο επικρατεί οικονομική κρίση.

Αρχικά, θα αναφερθούμε στο θεωρητικό υπόβαθρο των Σ&Ε, δίδοντας τόσο τους ορισμούς όσο και τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε τέτοιου είδους στρατηγικές. Έπειτα, θα κάνουμε επισκόπηση της βασικής βιβλιογραφίας, μελετώντας επιστημονικά άρθρα που έχουν δημοσιευτεί διαχρονικά και προσεγγίζουν το θέμα των Σ&Ε με βάση την μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων. Στην συνέχεια θα πραγματοποιήσουμε μελέτη πάνω στις προσφορές εξαγοράς (bids) που ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν επιτυχώς το χρονικό διάστημα 2005-2010 στις Η.Π.Α. και Ηνωμένο Βασίλειο. Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε τα συμπεράσματα που θα προκύψουν, συγκεντρωμένα σε πίνακες.

Λέξεις κλειδιά: μετοχικές αποδόσεις, μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns- ARs), αξία αγοράστριας και εξαγοραζόμενης εταιρείας (target & bidder), πλούτος μετόχων.

Εισαγωγή

Η εργασία αυτή πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος «Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη Επιχειρήσεων» του Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Διοικητικής Τραπεζικής του Πανεπιστημίου Πειραιά. Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η εξέταση των αποδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο κατά τα χρονικά διαστήματα 2005-2007 (οικονομικής ανάπτυξης) και 2008-2010 (οικονομικής κρίσης). Το ενδιαφέρον μας επικεντρώθηκε στην επίπτωση που έχει η ημερομηνία ανακοίνωσης του bid στις τιμές των μετοχών των εταιρειών που συμμετέχουν στο deal και πως αυτό φαίνεται να επηρεάζεται από την ύπαρξη κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ειδικότερα, εξετάσαμε κατά πόσον οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται σε περίοδο αυξημένης δραστηριότητας (merger waves) λειτουργούν αρνητικά στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών, γεγονός το οποίο οφείλεται σύμφωνα με τους Duchin and Schmidt (2013) στην χαμηλή ποιότητα πρόβλεψης των αναλυτών, στην μεγάλη αβεβαιότητα και στις μικρότερες ποινές των διευθυντικών στελεχών από μια αναποτελεσματική συγχώνευση. Σημαντικό κομμάτι επίσης της μελέτης μας, αποτελεί και ο βαθμός επηρεασμού των αποδόσεων των μετοχών των συμμετεχόντων εταιρειών στο deal (bidder και target) και πιο συγκεκριμένα εξετάσαμε εάν υπάρχουν ενδείξεις για μεταφορά πλούτου από την αγοράστρια εταιρεία στην εξαγοραζόμενη.

Είναι γνωστό ότι οι μάνατζερς στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα και να ενισχύσουν τον πλούτο των μετόχων προβαίνουν σε προτάσεις Σ&Ε άλλων επιχειρήσεων. Ουσιαστικά τα διοικητικά στελέχη αντιλαμβάνονται τις Σ&Ε σαν ένα έργο (project) το οποίο θα δεχτούν να αναλάβουν εάν η καθαρή παρούσα αξία του (Net Present Value) είναι θετική ($NPV > 0$).

Στις προηγούμενες δεκαετίες η αγορά των Σ&Ε γνώρισε μεγάλη άνθηση, γεγονός το οποίο αποδεικνύεται από τον μεγάλο αριθμό συμφωνιών (deals) που πραγματοποιήθηκαν το διάστημα αυτό καθώς και από τις υψηλές αξίες συναλλαγών. Ανατρέχοντας λοιπόν τις δεκαετίες, εύκολα θα παρατηρήσει κανείς ότι οι Σ&Ε

πραγματοποιούνται κατά κύματα. Τα κύματα αυτά συνήθως δημιουργούνται είτε από την τάση των αγορών για υπερτίμηση των αξιών, είτε γιατί οι επιχειρήσεις αντιδρούν στα οικονομικά σοκ, σύμφωνα με τον Gort (1969), τα οποία μπορεί να προέρχονται από την αναγκαιότητα για νέες τεχνολογίες, καινοτομίες, υποκατάσταση στα αγαθά και τις υπηρεσίες κ.α. Έτσι μέχρι σήμερα έχουν παρατηρηθεί έξι (6) κυρίως κύματα Σ&Ε για την ΗΠΑ και δύο (2) στην Ευρωπαϊκή Ένωση σύμφωνα με τους Golubov, Petmezas and Travlos (2012), τα οποία κατηγοριοποιούνται με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που τα διακρίνουν.

Τα τελευταία χρόνια όμως παρατηρούνται σημαντικές αλλαγές στις Σ&Ε λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η οποία φαίνεται να έχει συρρικνώσει το μέγεθος και την ένταση των Σ&Ε παγκοσμίως. Χαρακτηριστικά είναι τα μεγέθη για το 2008 (έτος το οποίο χαρακτηρίζεται από την διεθνή βιβλιογραφία ως η αρχή της οικονομικής κρίσης), όπως προκύπτουν από στοιχεία του Bloomberg, η συνολική αξία των ανακοινωμένων Σ&Ε παγκοσμίως διαμορφώθηκε στα \$2,50 τρις, ποσό το οποίο είναι κατά 38% χαμηλότερα από το 2007. Επίσης, ο αριθμός των ανακοινωμένων Σ&Ε μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με το 2007, φθάνοντας τις 27.400.

Για να εξακριβώσουμε τον βαθμό επηρεασμού των Σ&Ε από την παγκόσμια κρίση, πήραμε δείγμα 1.830 εταιρειών από τις δύο μεγαλύτερες αγορές Σ&Ε παγκοσμίως (Η.Π.Α & Ηνωμένο Βασίλειο), προκειμένου να δούμε κατά πόσον οι αποδόσεις των τιμών τους παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις για το διάστημα πριν και μετά την οικονομική κρίση.

Στα δεδομένα αυτά εφαρμόσαμε την μέθοδο του “Event Study Methodology” για short term μη κανονική απόδοση, χρησιμοποιώντας τα μοντέλα “Market Model” και “Market Index Model” για την εύρεση των μη-κανονικών αποδόσεων. Στην συνέχεια συγκρίναμε τις μη κανονικές αποδόσεις με τις πραγματικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών ξεχωριστά για κάθε χρονική περίοδο και από αυτή την διαφορά υπολογίσαμε τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις AARs καθώς επίσης και τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές

αποδόσεις CAARs, διενεργώντας ταυτόχρονα και τους απαραίτητους στατιστικούς ελέγχους (t-statistic).

Από την παραπάνω μελέτη προέκυψε ότι η ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης επιδρά αρνητικά στην αξία των αγοραστριών εταιρειών και θετικά για τις εταιρείες στόχους τόσο για την Μ. Βρετανία όσο και για τις Η.Π.Α., τα αποτελέσματα αυτά είναι στατιστικά μη σημαντικά (σε ποσοστό εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$). Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται σε περίοδο αυξημένης δραστηριότητας (merger waves), λειτουργούν αρνητικά στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών και πώς αυτή η υποαπόδοση μεταφράζεται ως κέρδος για τις εταιρείες στόχους. Μερικοί πιθανοί λόγοι στους οποίους μπορεί να οφείλεται αυτό είναι: το μικρό μέγεθος του δείγματος παρατήρησης και η σύντομη χρονική περίοδο μελέτης. Ο άνισος αριθμός ανακοινώσεων μεταξύ των δύο περιόδων παρατήρησης (προ κρίσης και μετά) καθώς και η βραχυπρόθεσμη (short-term) ανάλυση του δείγματος μας.

Η δομή της εργασίας έχει ως εξής:

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται βασικές έννοιες, ορολογίες και τα κίνητρα των Σ&Ε, καθώς επίσης και οι λόγοι αποτυχίας bid μεταξύ δύο εταιρειών. Σημαντικό κομμάτι του κεφαλαίου αυτού αποτελεί και η αναφορά στην χρηματοοικονομική κρίση και πώς αυτή επηρέασε την αγορά Σ&Ε. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας η οποία αναφέρεται στις Σ&Ε και συγκεκριμένα στον επηρεασμό των αποδόσεων των μετοχών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης μια συμφωνίας συνένωσης. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται η μεθοδολογία που εφαρμόσαμε καθώς και το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για τα αποτελέσματα μας. Στο τέταρτο κεφάλαιο απεικονίζονται τα αποτελέσματα συγκεντρωτικά σε πίνακες και για τα δύο υποδείγματα μελέτης. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναγράφονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της παραπάνω μεθοδολογίας. Τέλος, παρουσιάζονται οι βιβλιογραφικές πηγές και το παράρτημα με τους πλήρεις πίνακες αποτελεσμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΡΙΣΜΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1 Κατηγορίες Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Οι έννοιες **συγχώνευση** (*merger*) και **εξαγορά** (*acquisition*) παρότι διαφέρουν εννοιολογικά και αποτελούν δυο διαφορετικές νομικές έννοιες, στην πράξη χρησιμοποιούνται μαζί για να δηλώσουν συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων κάτω από την ίδια διεύθυνση, έλεγχο, οικονομικούς στόχους και συμφέροντα. Η διαφορά των δύο εννοιών αναφέρονται στον τρόπο πραγματοποίησης της συνένωσης. Οι Σ&Ε μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:

1. Με βάση την νομική υπόσταση των εταιρειών και την νομοθεσία (Ν.2190/1920):

α) **Συγχώνευση με απορρόφηση** (*merger by absorption*), είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (αναρροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσουν διαδικασία εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και, ενδεχομένως καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των αναρροφούμενων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.

β) **Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας** (*merger by consolidation*), είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρεία, την οποία συνιστούν, το

σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης, στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρία και, ενδεχομένως, ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών,

που αποδίδονται στους μετόχους των λυομένων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.

γ) **Συγχωνεύσεις με εξαγορά** (*merger by acquisition*), είναι η πράξη με την οποία, μια εταιρεία αποκτά μια άλλη πληρώνοντας με μετρητά ή μετοχές. Υπάρχουν δύο υποκατηγορίες:

- **Εξαγορά με απόκτηση** του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης (*acquisition of stock*).
- **Εξαγορά με απόκτηση** των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης (*acquisition of assets*).

2. Με βάση τη δραστηριότητας της αγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης:

α) **Οριζόντια Σ&Ε** (*horizontal M&A*) είναι όταν μια επιχείρηση συγχωνεύεται με άλλη ή άλλες επιχειρήσεις με κοινή επιχειρησιακή γραμμή, παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες και η μία μπορεί να αντλήσει πλεονεκτήματα από την συνεργασία τους. Δηλαδή, ως οριζόντια Σ&Ε, νοείται η συναλλαγή κατά την οποία ομοειδείς επιχειρήσεις συγχωνεύονται κατά διάφορους τρόπους για να εκμηδενίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό για να μπορέσουν να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό της αγοράς αυξάνοντας το μερίδιό τους. Τέτοιου είδους Σ&Ε είναι χαμηλού κόστους και στην βιβλιογραφία τις συναντάμε με την ονομασία “tactical M&As”.

β) **Κάθετες Σ&Ε** (*vertical mergers*), είναι όταν μία επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαφορετικά στάδια παραγωγής διαδικασίας, συγχωνεύονται προκειμένου να εξουδετερώσουν σοβαρά μειονεκτήματα που απορρέουν από την προσπάθεια δημιουργίας ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω μείωσης του κόστους παραγωγής.

γ) **Ομοκεντρική ή ομογενή Σ&Ε** (*concentric or congeneric M&A*) είναι όταν επιχειρήσεις που βρίσκονται στον ίδιο παραγωγικό κλάδο, διαφέρουν όμως στην παραγωγική διαδικασία, συνενώνονται προκειμένου να αλληλοσυμπληρώσουν η μία τα στάδια παραγωγής της άλλης. Αυτό το είδος Σ&Ε παρουσιάζει μεγαλύτερο ποσοστό ρίσκου συγκριτικά με τις παραπάνω κατηγορίες.

δ) **Λιαγώνια ή ανομοιογενή Σ&Ε** (*conglomerate M&A*), είναι όταν συνενώνονται επιχειρήσεις με μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες. Ουσιαστικά, είναι μια στρατηγική δύο ή περισσότερων εταιρειών που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή υπηρεσίες, που αποσκοπεί στην μεγιστοποίηση των κερδών μέσω της διαφοροποίηση των προϊόντων και κατ επέκταση και του κινδύνου της αγοράς.

3. Με βάση την στάση της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρείας έναντι της αγοράζουσας:

α) **Φιλική** (*friendly*): τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, ύστερα από τη συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων και των δυο εμπλεκόμενων πλευρών και τη δημοσιοποίηση στους μετόχους αυτών ότι εγκρίνουν αυτό το είδος συγκέντρωσης. Συνήθως γίνεται σύσταση στους μετόχους να εγκρίνουν και αυτοί τη συμφωνία, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ και το αντίτιμο της συμφωνίας έχει καθοριστεί από κοινού. Συνήθως, οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές και οι συγχωνεύσεις φιλικές.

β) **Εχθρική** (*hostile*); τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά των δυο εμπλεκόμενων πλευρών. Στην περίπτωση αυτή η αγοράζουσα επιχείρηση προχωράει στην υλοποίηση των σχεδίων της είτε μέσω δημόσιας προσφοράς στους μετόχους, είτε αποκτώντας σιγά-σιγά και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης ή με συνδυασμό και των δυο παραπάνω στρατηγικών.

4. Με βάση τους επιδιωκόμενους στόχους των εταιρειών που συμμετέχουν στην Σ&Ε:

α) **Επενδυτική Σ&Ε**, είναι η απόκτηση μιας επιχείρησης με μοναδικό σκοπό το κέρδος. Σε τέτοιου είδους συγχώνευσης προβαίνουν συνήθως, εταιρείες χωρίς τεχνογνωσία, που εισέρχονται στον κλάδο για πρώτη φορά και αποσκοπούν καθαρά και μόνο στο κέρδος.

β) **Ανανεωτική ή συμπληρωματική Σ&Ε**, είναι όταν μία επιχείρηση εξαγοράζεται με μοναδικό σκοπό την άμεση παύση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων και την πώληση των περιουσιακών στοιχείων της σε τρίτους κατά τμήματα με τιμή υψηλότερη από το κόστος εξαγοράς όλης της επιχείρησης.

1.2 Κίνητρα & Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

1.2.1 Τα Κίνητρα

Είναι γεγονός ότι τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πολυάριθμα. Κατά γενική ομολογία, η συγχώνευση θεωρείται ένας εναλλακτικός τρόπος επένδυσης τον οποίο προτιμούν οι επιχειρήσεις καθώς αποτελεί έναν αρκετά επικερδή τρόπο ενίσχυσης των δυνατοτήτων της, διάχυσης τεχνογνωσίας, εισαγωγής νέων προϊόντων κι επέκτασης σε νέες αγορές. Τα κίνητρα αυτά απεικονίζονται σε τέσσερις βασικές θεωρίες, όπου η κάθε μια έχει προκύψει από την διαχρονική μελέτη των Σ&Ε, και εξυπηρετεί τα αντικρουόμενα συμφέροντα που παρουσιάζονται κατά την εκδήλωση ενδιαφέροντος μιας Σ&Ε. Οι θεωρίες αυτές αναλύονται ως εξής:

1. Οικονομικές θεωρίες

Βασική αρχή της θεωρίας αυτής είναι η μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετοχών (*profit maximization*). Η υπόθεση αυτή στηρίζεται στην νεοκλασική οικονομική προσέγγιση, η οποία υποστηρίζει, ότι οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον προωθούν στόχους μεγιστοποίηση κερδών και κατ' επέκταση μεγιστοποίηση του πλούτου των ιδιοκτητών. Με βάση αυτή την υπόθεση οι διοικήσεις των εταιριών θεωρούν τις εξαγορές ως ένα εναλλακτικό επενδυτικό σχέδιο το οποίο θα πρέπει να αναλάβουν εάν η καθαρά παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετοχών.

Με βάση τα ανωτέρω, η μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές μπορεί να προέλθουν είτε α) **από την αύξηση της αποτελεσματικότητας** (*efficiency gains*) που

οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε β) **από την αύξηση της δύναμης στην αγορά** (*increase in market power*) που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προϊόντων.

Στην πρώτη περίπτωση, η αύξηση της αποτελεσματικότητας επιτυγχάνεται από τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Ουσιαστικά, η νέα εταιρεία που θα προκύψει από την συνένωση, έχει την δυνατότητα να συνδυάσει αποτελεσματικά τους αλληλοσυμπληρούμενους πόρους των δύο παλαιών εταιρειών και έτσι να καταλείψει τα έξοδα της ορθολογικά. Επίσης, σημαντικά οφέλη μπορούν να προκύψουν και από τις τυχόν φορολογικές ελαφρύνσεις μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών.

Στην δεύτερη περίπτωση, η αύξηση του μεριδίου της αγοράς καθιστά την νέα εταιρεία πιο ανταγωνιστική τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό της χώρας.

2. Διοικητικές θεωρίες

Η θεωρία αυτή αναφέρεται στις αγορές όπου δεν υφίσταται ο τέλειος ανταγωνισμός, με αποτελέσματα οι διοικήσεις των εταιριών να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξηση κερδών. Αυτές οι τακτικές διευρύνουν την σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διοικούντων και των ιδιοκτητών της εταιρείας κάνοντας εμφανές το α) **πρόβλημα αντιπροσώπευσης** (Agency Problem) και την β) **αλαζονεία των διοικητικών στελεχών** (*Hubris Hypothesis*).

Το πρόβλημα αντιπροσωπεύσεις πηγάζει από τα διαφορετικά συμφέροντα των διοικούντων έναντι των ιδιοκτητών. Το πρόβλημα αυτό είναι πιο σύνηθες στις δημόσιες – εισηγμένες εταιρείες όπου ο έλεγχος δεν είναι τόσο αυστηρός. Οι μάνατζερς πολλές φορές, με την αλαζονική τους συμπεριφορά, δρουν προς όφελος των προσωπικών τους επιδιώξεων, για αύξηση του μεγέθους της εταιρείας και κατ' επέκταση την αύξηση του γοήτρου και του μισθού τους. Έτσι ζημιώνεται η θέση των μετόχων – ιδιοκτητών οι οποίοι ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας.

3. Χρηματοοικονομικές θεωρίες

Η θεωρία αυτή συσχετίζει τις δύο παραπάνω θεωρίες, υπό την έννοια ότι τόσο την μεγιστοποίηση των κερδών όσο και το πρόβλημα αντιπροσώπευσης το αναλαμβάνει η

ίδια η αγορά δια μέσου του μηχανισμού των εξαγορών. Έτσι επιτυγχάνεται ο εταιρικός έλεγχος της αγοράς μέσω του εσωτερικού ελέγχου της εταιρικής διακυβέρνησης. Η μη αποτελεσματική διοικητική ομάδα, ουσιαστικά απομακρύνεται με την παρέμβαση του εταιρικού έλεγχου της αγοράς, όταν αποδεικνύεται ότι δεν προάγει τα συμφέροντα των ιδιοκτητών της εταιρείας.

4. Στρατηγική θεώρηση

Η θεωρία αυτή έχει να κάνει με τους κινδύνους και την αβεβαιότητα που αντιμετωπίζει μια εταιρεία και πως μπορεί να τους μειώσει. Μέσω των Σ&Ε δίνεται η δυνατότητα στις εταιρείες να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητες τους κατά γεωγραφική περιοχή και αντικείμενο. Ουσιαστικά, προχωρώντας σε ένα deal μεταξύ εταιρειών που βρίσκονται σε διαφορετική χώρα και έχουν διαφορετικό αντικείμενο παραγωγής, περιορίζονται οι τυχόν ζημιές σε περιόδους οικονομικής ή πολιτικής αναστάτωσης. Το εγχείρημα αυτό μπορεί να αποβεί μοιραίο, στην περίπτωση που η εταιρεία δεν γνωρίζει καθόλου την χώρα ή τον κλάδο στον οποίο πάει να συμπράξει.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω οφέλη των Σ&Ε, μπορούμε να τα ταξινομήσουμε με βάση τον χρονικό ορίζοντα ως εξής:

Βραχυπρόθεσμα επιδρά:	Μεσοπρόθεσμα επιδρά:	Μακροπρόθεσμα επιδρά:
Στα κέρδη ανά μετοχή	Στην ικανότητα δανεισμού	Στις οικονομίες κλίμακας & φάσματος
Στο P/E	Στην εύρεση κεφαλαιακών πηγών	Στην ανάπτυξης
Στην ρευστότητα	Στον δανεισμό	Στον ανταγωνισμό
Στην φορολογία	Στα έξοδα	Στην τεχνογνωσία και την επιχειρηματικότητα
	Στην διατήρηση της κερδοφορίας	Στην παραγωγής και το μερίδιο της αγοράς
		Στο ρίσκο και της αβεβαιότητας

1.2.2 Τα Λάθος Κίνητρα

Πέρα από τα μεγάλα κίνητρα που εμφανίζονται κατά καιρούς, θα πρέπει να αναφερθούν και τα αντικίνητρα ή οι λόγοι αποτυχίας των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών. Ως αντικίνητρο μπορεί να θεωρηθεί οποιοδήποτε γεγονός, το οποίο επιδρά αρνητικά στους στόχους που επιθυμεί να πετύχει η εταιρεία πραγματοποιώντας αυτό το deal, και ειδικότερα στον βασικό στόχο κάθε εταιρείας που είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους των μετόχων.

Συγκεκριμένα, ως αντικίνητρα μπορούν να θεωρηθούν οι **προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών** για την εξαγορά και κυρίως λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων. Σε πολλές περιπτώσεις Σ&Ε έχει παρατηρηθεί **έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής**, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία. Καθώς σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών του δεσμεύσεων. Επίσης, το **υπερβολικό κόστος εξαγοράς** που συνήθως προκύπτει από την “σύγκρουση” μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας Σ&Ε. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ως καλύτερη μέθοδο τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσης Αξίας (Net Present Value) ενώ ταυτόχρονα δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις Σ&Ε οι οποίες στηρίζονται είτε στην Εσωτερική Αξία (Book Value), είτε στη Χρηματιστηριακή Αξία - Τρέχουσα Αξία (Market Capitalization). Οι **συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες** οι οποίες δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει είναι επίσης πολύ σημαντικός λόγος αποτυχίας σε μεσοπρόθεσμο διάστημα. Τα **συγκρουόμενα συμφέροντα** και ο **εσωτερικός ανταγωνισμός** έχουν καθοριστικό ρόλο στις Σ&Ε, καθώς το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, όπως και οι παράγοντες που αφορούν μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει. Τέλος, η **οικονομική συγκυρία** που επικρατεί στην αγορά μπορεί να οδηγήσει στην υλοποίηση ή μη του deal λόγω της εξωεπιχειρησιακής κατάστασης και των μακρο-οικονομικών συνθηκών.

1.3 Λόγοι αποτυχίας των Σ&Ε

Παρά το πλούσιο παρελθόν των Σ&Ε σε παγκόσμιο επίπεδο και την συσσωρευμένη εμπειρία που έχει δημιουργηθεί, ακόμα και σήμερα, η επιτυχία μιας τέτοιας επιχειρηματικής κίνησης δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη και ακίνδυνη, καθώς οι παράγοντες που την επηρεάζουν είναι πολλαπλή. Πολλοί από αυτούς τους παράγοντες ρυθμίζουν το θεσμικό και λειτουργικό πλαίσιο των εταιρειών και δεν ορίζονται από τις ίδιες αλλά από εξωγενείς παράγοντες. Από τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί προκύπτει δυσκολία συσχέτισης των deal που προέρχονται από διαφορετικές χώρες - οικονομίες. Σε γενικές γραμμές όμως, έχει παρατηρηθεί ότι μόνο το 50% των Σ&Ε καταφέρνουν να επιτυγχάνουν τους στόχους της συνέργειας.

Έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί δείχνουν ότι:

- στην Αμερική μόνο το 25% των deals καταφέρνουν να προσεγγίσουν τους στόχους τους
- στην Ευρώπη τα πράγματα είναι χειρότερα καθώς το 50% των Σ&Ε καταστρέφουν αξίες ενώ το 30% έχει οριακή επίδραση και μόνο το 17% δημιουργεί αξία για τους μετόχους.
- στην Ελλάδα, έρευνες που πραγματοποιήθηκαν παλαιότερα, έδειξαν ότι το ποσοστό αποτυχίας ανέρχεται στο 60% επιβεβαιώνοντας την διεθνή τάση των Σ&Ε.

Μερικοί από τους βασικούς λόγους αποτυχίας των Σ&Ε, με βάση το άρθρο των Golubov, et al. (2012) είναι:

- Τα προσωπικά κίνητρα των διευθυντικών στελεχών
- Η έλλειψη στρατηγικού και επενδυτικού σχεδιασμού
- Μη ρεαλιστικές προσδοκίες
- Το υψηλό κόστος εξαγοράς (premium)
- Σύγκρουση επιχειρηματικής κουλτούρας

- Η αποτυχία γρήγορης συνένωσης των δύο επιμέρους εταιρειών σε μία
- Ο εσωτερικός ανταγωνισμός στελεχών
- Απροσδιόριστοι παράγοντες
- Οικονομικές και πολιτικές συγκυρίες

Η πραγματοποίηση μιας Σ&Ε θα πρέπει να υλοποιείται μόνο στην περίπτωση όπου τα οφέλη αναμένονται να είναι περισσότερα από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους εταιρειών ($1+1=3$). Η πραγματική αξία του deal δεν βρίσκεται ούτε στα έξοδα υλοποίησης του ούτε στην προβλεπόμενη μελλοντική κερδοφορία του, αλλά στο κατά πόσο η συνέργεια αυτή θα δημιουργήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην συνενωμένη επιχείρηση και θα αναδείξει την θέση της στην αγορά. Επομένως, είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί το κέρδος που πιθανόν να προκύψει από μια συνέργεια.

1.4 Οι Σ&Ε καταστρέφουν ή δημιουργούν αξία;

Βασικό ερώτημα που απασχολεί τους επιστήμονες – μελετητές των Σ&Ε είναι κατά πόσον οι Σ&Ε καταστρέφουν ή δημιουργούν αξία τόσο για τις εταιρείες που λαμβάνουν μέρος όσο και για τους μετόχους τους. Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι περίπου το 50% των συγχωνεύσεων αποτυγχάνουν να εκπληρώσουν τους στόχους για τους οποίους πραγματοποιούνται. Σε επίπεδο αποδόσεων μετοχών εμφανίζεται κατά μέσον όρο να υπάρχει μια μεταφορά πλούτου από την αγοράστρια στην εξαγορασμένη εταιρεία.

Οι μέτοχοι των εταιρειών target φαίνεται να κερδίζουν μεγαλύτερη μη κανονική απόδοση κατά την πρόταση εξαγοράς, σε ποσοστό που κυμαίνεται από 12% έως 38%. Το κέρδος αυτό είναι σημαντικά μεγαλύτερο σε περίπτωση εχθρικής δημόσιας προσφοράς. Αντίθετα, οι μέτοχοι των εταιρειών bidder φαίνεται να χάνουν σε ποσοστό που κυμαίνεται από -16% έως -1% ή στην καλύτερη περίπτωση η απόδοσή τους παραμένει σχεδόν ουδέτερη.

Για την εξεύρεση των παραπάνω στοιχείων και προκειμένου να απαντήσουν σε αυτό ερώτημα οι επιστήμονες ανέπτυξαν δύο μεθόδους αξιολόγησης.

Η πρώτη είναι η μέθοδος των **Μη Κανονικών Αποδόσεων** (event study analysis ή abnormal returns methodology) που αναπτύχθηκε ιδιαίτερα μετά την παραδοχή του Fama (1965-1970) για την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Ουσιαστικά είναι μια στατιστική μέθοδος που εκτιμά τον αντίκτυπο της εκδήλωσης ενδιαφέροντος για την εξαγορά της αξία μιας επιχείρησης. Η ανακοίνωση της συγχώνευσης μεταξύ δύο επιχειρήσεων μπορεί να αναλυθεί και να διαπιστωθεί εάν οι επενδυτές πιστεύουν ότι η συγχώνευση θα δημιουργήσει ή θα καταστρέψει αξία.

Η δεύτερη μέθοδος είναι η μέθοδος **Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάση Λογιστικών Στοιχείων** (accounting based operational performance evaluation), η οποία χρησιμοποιεί τα λογιστικά στοιχεία των εταιρειών πριν και μετά την συγχώνευση προκειμένου να βγάλει συμπεράσματα για την επίδραση της συνένωσης. Σημαντικό κομμάτι το οποίο θα πρέπει να λάβουμε υπόψη για να απαντήσουμε στο ερώτημα εάν οι Σ&Ε καταστρέφουν ή δημιουργούν αξία είναι και το μέγεθος του premium που πληρώνει ή εταιρεία bidder για την εξαγορά της εταιρείας target, καθώς τα οφέλη που πραγματοποιούνται κατά την συνένωση των εταιρειών είναι σαν να εξανεμίζονται με την καταβολή υψηλού ποσοστού premium στους μετόχους των εταιρειών στόχους. Σε αυτό το σημείο δημιουργείται ένα ακόμα εύλογο ερώτημα το οποίο έχει να κάνει με το γιατί οι εταιρείες συγχωνεύονται από την στιγμή που μπορεί η συγχώνευση να οδηγήσει σε καταστροφή αξίας;

Τρεις είναι οι βασικές εξηγήσεις και έχουν να κάνουν με: α) το agency problem, δηλαδή η διοίκηση προωθεί ξένα συμφέροντα τα οποία βλάπτουν τους μετόχους, β) η διοίκηση κάνει λανθασμένες εκτιμήσεις και υπερεκτιμά το μέγεθος των οφελών της εταιρείας από την συνένωση και τέλος γ) πιθανόν ο μέσος όρος των συμπερασμάτων των μελετητών να αποκρύπτει τα πραγματικά μεγέθη.

1.5 Τα κύματα των Σ&Ε σε Ευρώπη και Αμερική

Ο πιο γνωστός τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης για πολλά χρόνια στην αγορά των Η.Π.Α. αλλά και της Ευρώπης ήταν μέσω εξαγορών. Σύμφωνα με τον Salleo (2008), οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συνήθως συμβαίνουν σε κύματα, καθένα από τα οποία έχει τα δικά

του χαρακτηριστικά. Μάλιστα με το πέρασμα του χρόνου μπορούμε να διακρίνουμε **6 «κύματα»** εξαγορών και συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α. : το πρώτο, που κορυφώθηκε τα χρόνια μεταξύ 1880 και 1904, χαρακτηρίζεται από πληθώρα συγχωνεύσεων που είχαν ως στόχο να δημιουργήσουν μονοπώλια. Το δεύτερο, από το 1919 έως το 1929, χαρακτηρίζεται από τις εξαγορές συμπληρωματικών – συσχετιζόμενων επιχειρήσεων που δε δημιούργησαν όμως μονοπώλια. Δηλαδή το δεύτερο «κύμα» οδήγησε σε αύξηση της κάθετης ολοκλήρωσης των επιχειρήσεων. Το τρίτο ξεκίνησε από τη δεκαετία του 1950 αλλά έφτασε την κορύφωσή του στα μέσα της δεκαετίας του 1960, όπου δημιουργήθηκαν μεγάλοι κολοσσοί, κυρίως από μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις με σκοπό τη διαφοροποίηση έτσι ώστε να αντιμετωπίσουν την παγκόσμια αγορά. Το τέταρτο, κατά την περίοδο 1983 -1989, που χαρακτηρίστηκε ως «η περίοδος της μανίας των συγχωνεύσεων» (merger mania) μεγάλων επιχειρήσεων. Στις Η.Π.Α., τη δεκαετία του 1980, ο αριθμός των Ε ή Σ που πραγματοποιήθηκε (ανάλογα με το αν ήταν πλήρης ή μερική εξαγορά) κυμαίνεται από 31.000 έως 55.000. Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από τεχνολογική πρόοδο στη βιοχημεία και στην ηλεκτρονική, καθώς και από την ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών οργανισμών και αγορών όπως π.χ the junk bond market. Το πέμπτο «κύμα» αφορά στην περίοδο 1993-2000 και είχε ως κίνητρο την καινοτομία τόσο σε επίπεδο τεχνολογίας όσο και σε επίπεδο προϊόντος (Andrade et al, 2001), ενώ υπάρχει και το έκτο κύμα την περίοδο από το 2003 μέχρι και το 2007 που ήταν το μεγαλύτερο όλων από πλευράς αξίας συναλλαγών και χαρακτηριζόταν από μεγάλη συχνότητα προσφορών με μετρητά (σε αντίθεση με το προηγούμενο που χαρακτηριζόταν από προσφορές με ανταλλαγή μετοχών) και έντονη δραστηριότητα των private equity funds.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο οι Σ&Ε είναι ένα σχετικά νέο φαινόμενο, αφού τέτοιου είδους επενδύσεις έκαναν την εμφάνισή τους πιο έντονα την δεκαετία του 1990, εξαίρεση αποτελεί το Ηνωμένο Βασίλειο στο οποίο πραγματοποιούνται Σ&Ε από την δεκαετία του 1960. Έτσι λοιπόν, για την ευρωπαϊκή αγορά Σ&Ε μπορούμε να διακρίνουμε **4 «κύματα»**: το πρώτο εντοπίζεται την περίοδο του 1920 και ολοκληρώνεται με το τέλος του Μεσοπολέμου και το οποίο χαρακτηρίζεται από την δημιουργία μεγάλων

παραγωγικών επιχειρήσεων. Το δεύτερο κύμα έκανε την εμφάνιση του στα μέσα του 1950 έως 1968 και βασικό στοιχείο του ήταν οι εχθρικές εξαγορές. Το τρίτο κύμα καλύπτει μια δεκαετία, μεταξύ του 1970 – 1980 με επίκεντρο του τις επενδύσεις στην άλλη άκρη του ατλαντικού. Το τέταρτο και τελευταίο κύμα εμφανίστηκε στα τέλη της δεκαετίας 1980 με αρχές του 1990 με βασικό χαρακτηριστικό τις ιδιωτικοποιήσεις των εταιρειών κοινής ωφέλειας. Σημαντική παρατήρηση είναι ότι τα κύματα αυτά εκτυλίσσονται σχεδόν παράλληλα με αυτά της ίδιας περιόδου για τις Η.Π.Α.

1.6 Η Χρηματοοικονομική Κρίση στην αγορά των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Όπως αναφέρεται σε σχετικό πρόσφατο άρθρο (Χαρδούβελης, 2011) η χρηματοοικονομική κρίση¹ του δυτικού κόσμου που ξεκίνησε από το 2007, και δεν έχει τελειώσει ακόμη, μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, μία από τις οποίες είναι και η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και το δραματικό αδιέξοδο της ελληνικής οικονομίας.

Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006, όταν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. σταμάτησαν να ανεβαίνουν με αποτέλεσμα να αυξηθούν σε επίπεδα ρεκόρ τα στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime), καθώς τα επιτόκια αυξάνονταν. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως τιτλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, άλλες τράπεζες και επενδυτές ανά τον κόσμο. Έτσι, οι πρώτες επιπτώσεις των χρεωκοπιών των νοικοκυριών άρχισαν να γίνονται εμφανείς τον Δεκέμβριο του 2006 στην αγορά τιτλοποιημένων ομολόγων subprime και οδηγώντας σε χρεωκοπία όσους επενδυτικούς οίκους επικεντρώνονταν σε αυτού του είδους τα επενδυτικά προϊόντα. Τον Ιούλιο του 2007, οι αξιολογικοί οίκοι Standard & Poor's και Moody's έσπειραν τον φόβο στις αγορές

¹ Στοιχεία από το άρθρο του Γκίκα Α. Χαρδούβελη με τίτλο «Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτικές».

επαναπροσδιορίζοντας την βαθμολογία των δανείων subprime από AAA σε A+, γεγονός το οποίο ακολούθησε και ο οίκος Fitch.

Στις αρχές Αυγούστου του 2007 οι εξελίξεις επιταχύνθηκαν δραματικά και η κρίση ξέσπασε πλήρως, οδηγώντας όσους είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα να διακόψουν την ρευστοποίηση τους καθώς δεν μπορούσαν να τα τιμολογήσουν. Οι τράπεζες, αβέβαιες πλέον για τις ίδιες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες, σταμάτησαν να δανείζουν και άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα στην εξασφάλιση των βραχυχρόνιων χρηματοδοτήσεων που τους ήταν απαραίτητη για την λειτουργούν τους. Με αυτό τον τρόπο ο δανεισμός για τις τράπεζες έγινε πιο ακριβός καθώς η αγορά ζητούσε υψηλές εγγύηση με αποτέλεσμα οι τράπεζες να οδηγηθούν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, και αυτό με την σειρά του οδήγησε σε πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Πολλοί οργανισμοί κατέγραψαν ζημιές ρεκόρ στους ισολογισμούς τους αναγκάζοντας τις κεντρικές τράπεζες να λάβουν μέτρα. Στις 22 Ιανουαρίου 2008, η Fed μειώνει το επιτόκιο παρέμβασης στο 3,5% από 4,25%. Η μείωση ήταν η μεγαλύτερη της 25ετίας και η πρώτη επείγουσα μείωση από το 2001. Τα διατραπεζικά επιτόκια πέφτουν προσωρινά. Οι ανησυχίες, όμως, μεταφέρονται στην τύχη των εταιρειών ασφάλισης ομολόγων. Συγχρόνως, καθώς οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει μια σταδιακή απομόχλευση και οι πιστωτικές συνθήκες δυσκολεύουν, εκφράζονται και οι πρώτες ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία.

Τον Μάρτιο του 2008 η κρίση άρχισε να επιδεινώνεται οδηγώντας πολλές μεγάλες τράπεζες να λάβουν μέτρα καθώς το πρόβλημα φερεγγυότητας εξακολουθεί να δυσκολεύει τον δανεισμό. Κορύφωση όλων των παραπάνω, αποτέλεσε τον Σεπτεμβρίου 2008 η ανακοίνωση πτώχευσης της Lehman Brothers η οποία δεν κατάφερε να ξεπεράσει τα προβλήματα ρευστότητας. Η χρεοκοπία μιας μεγάλης τράπεζας σαν την Lehman εξαφάνισε την όποια εμπιστοσύνη είχε μείνει στη διατραπεζική αγορά και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε ιστορικά υψηλά.

Η οικονομική κρίση δεν άφησε ανεπηρέαστη και την αγορά Σ&Ε η οποία συρρικνώθηκε σημαντικά και ως προς τον αριθμό των ανακοινώσεων αλλά και ως προς το ύψος των συναλλαγών.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Παρακάτω παραθέτουμε στοιχεία, από την βάση δεδομένων Bloomberg, που αφορούν τις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν σε Ευρώπη και Αμερική τα τελευταία εννέα έτη και αναφέρουν τον αριθμό, τον όγκο και τα ύψος των premium των συναλλαγών αυτών.

EASTERN EUROPE			
DATA	VOUME	DEAL COUNT	AVERAGE PREMIUM
2004	38.81B	534,00	196.164,00
2005	90.007B	641,00	18.419,00
2006	132.008B	894,00	55.408,00
2007	171.767B	1.532,00	63.814,00
2008	102.178B	1.395,00	114.778,00
2009	49.458B	627,00	16.521,00
2010	84.483B	815,00	195.875,00
2011	89.483B	906,00	-0,02
2012	115.619B	753,00	89.036,00

Πηγή: Bloomberg

WESTERN EUROPE			
DATA	VOUME	DEAL COUNT	AVERAGE PREMIUM
2004	0.670T	5.392,00	126.452,00
2005	0.818T	5.950,00	11.749,00
2006	1.151T	7.482,00	193.494,00
2007	1.358T	8.554,00	15.281,00
2008	0.732T	7.085,00	200.133,00
2009	458.526B	469,00	194.965,00
2010	440.542B	5.348,00	169.005,00
2011	0.542T	5.463,00	203.596,00
2012	467.553B	5.039,00	150.454,00

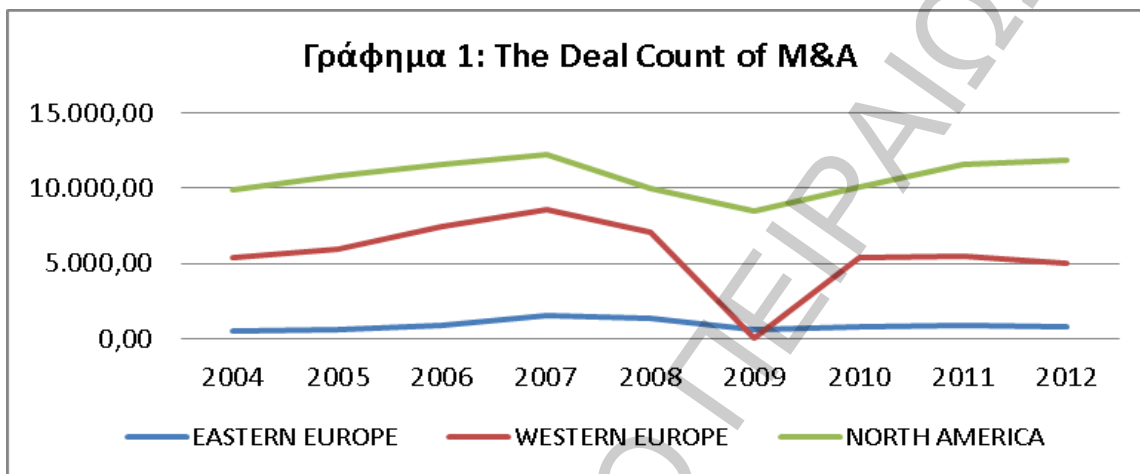
Πηγή: Bloomberg

NORTH AMERICA			
DATA	VOUME	DEAL COUNT	AVERAGE PREMIUM
2004	0.863T	9.837,00	184.734,00
2005	1.230T	10.803,00	206.585,00
2006	1.624T	11.567,00	214.197,00
2007	1.779T	12.190,00	206.852,00
2008	1.031T	9.959,00	242.713,00
2009	0.734T	8.451,00	302.672,00

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

2010	0.868T	10.104,00	27.613,00
2011	1.094T	11.567,00	296.052,00
2012	0.986T	11.851,00	200.159,00

Πηγή: Bloomberg



Πηγή: Bloomberg

Παρατηρούμε ότι για την Βόρεια Αμερική, από το 2004 έως το 2007 υπήρχε μια ανοδική τάση στον αριθμό των deals. Από το 2007 ως το 2009 παρατηρείται μια απότομη πτώση στις Σ&Ε, η οποία υποστηρίζεται και από ταυτόχρονη πτώση της αξίας των συναλλαγών. Από το 2009 έως σήμερα υπάρχει άνοδος ή οποία συνοδεύεται από υψηλό μέσο όρο premium. Την ίδια σχεδόν πορεία παρατηρούμε και για την Ευρώπη με την διαφορά όμως ότι τόσο ο αριθμός των Σ&Ε όσο και η αξία των συναλλαγών είναι πολύ μικρότερος σε σχέση με την Αμερική αγορά. Είναι εμφανές λοιπόν, ότι οι δύο μεγαλύτερες αγορές Σ&Ε παγκοσμίως παρουσιάζουν μια πτώση η οποία συνάδει χρονικά με την οικονομική κρίση που ταλανίζει τις χρηματαγορές. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει την βιβλιογραφία η οποία υποστηρίζει ότι οι Σ&Ε επηρεάζονται από τις αξιολογήσεις και την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η αγορά.

Η αξία των συναλλαγών το 2007 ανήλθε σε επίπεδα ρεκόρ (\$4,6 τρις.) και συγκεκριμένα μέχρι το 3^ο τρίμηνο του έτους η αξία και ο όγκος συναλλαγών αυξανόταν. Λόγω όμως της κρίσης στην αγορά ακινήτων και στα σχετικά δάνεια, οι συμφωνίες των Σ&Ε έπεσαν κατά 40% από το 2^ο στο 3^ο τρίμηνο του 2007. Η πτώση αφορούσε κυρίως την αγορά του

private equity και έφτασε στο 20% του συνόλου των Σ&Ε. Ταυτόχρονα οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις αυξήθηκαν σε ποσοστό 40% επί του συνόλου, έναντι 20% που ήταν το 2000 και 30% το 2005. Σημαντική αύξηση είχαν οι Σ&Ε στις αναδυόμενες αγορές όπως η Ινδία +110%, η Κίνα +47% και η Μέση Ανατολή +38%. Μια τέτοια χαρακτηριστική Σ&Ε ήταν αυτή της Citigroup από το sovereign fund του Abu Dabi (ADIA). Κυρίαρχα είναι τα megadeals >\$10δισ, τα οποία αποτελούν το 30% επί του συνόλου >20% κατά μέσο όρο.

Το 4^ο τρίμηνο του 2008 χαρακτηρίστηκε από την αποτυχία ολοκλήρωσης και τελικά την απόσυρση μεγάλων deals όπως αυτό των BHP Biliton Rio Tinto. Τα αποτυχημένα bids κινήθηκαν κοντά στο ιστορικό M.O. της περιόδου από το 1995. Τα κίνητρα που χαρακτηρίζουν τις Σ&Ε αυτό το διάστημα ήταν οι εταιρικές αναδιαρθρώσεις με κρατικό συντονισμό – παρέμβαση λόγω της κρίσης, ως αντίδοτο στη χρεωκοπία. Το 25% αυτών των συναλλαγών αφορούσε τον χρηματοοικονομικό τομέα που αποτελούσε το 23% του συνόλου των Σ&Ε το έτος 2008.

Το 2011 ο αριθμός των deals ανήλθε σε 7.700 παγκοσμίως με αξία \$ 2,7 τρις., δηλαδή +3% συγκριτικά με το 2010. Λόγω της κρίσης χρέους στην Ευρώπη ο ρυθμός ανάπτυξης μετά τον Αύγουστο του 2011 μειώθηκε αισθητά κατά -26% για την Ευρώπη και -17% για Η.Π.Α. και Ασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

2.1 Επισκόπηση βιβλιογραφίας

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται εμπειρικές μελέτες οι οποίες προσεγγίζουν από διαφορετικές σκοπιές το θέμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, προκειμένου να προσδιορίσουν τα βασικά χαρακτηριστικά πραγματοποίησης των Σ&Ε στις Η.Π.Α. και την Ηνωμένο Βασίλειο. Οι έρευνες αυτές επικεντρώνονται στην επιρροή που ασκεί: α) η δημόσια ανακοίνωση ενός bid δύο εταιρειών, αρχικά στην τιμή των μετοχών και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων και β) η αγορά και οι αξιολογήσεις της για την πραγματοποίηση ή μη μιας Σ&Ε.

Οι εμπειρικές μελέτες που θα ακολουθούσαν χρησιμοποιούν ιστορικά στοιχεία τα οποία αναλύονται με την μέθοδο των Επιχειρηματικών Συμβάντων (Event Study Methodology) προκειμένου να εξάγουν συμπεράσματα για την αποδοτικότητα ή μη των Σ&Ε.

Οι **Golubov, Petmezas and Travlos (2010)**, συγκέντρωσαν και παρουσιάζουν στο άρθρο τους, εμπειρικές μελέτες που πραγματοποιήθηκαν τις δύο τελευταίες δεκαετίες, στις Η.Π.Α και την Μεγάλη Βρετανία και αναφέρονται στους παράγοντες επηρεασμού των Σ&Ε.

Η μελέτη τους ξεκινά με την ιστορική εξέλιξη των Σ&Ε, αναγνωρίζοντας έξι κύματα συγχωνεύσεων, τα οποία ξεκινούν από το 1893 και φτάνουν μέχρι το 2007. Η πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων κατά κύματα είναι μια παρατήρηση για την οποία δεν υπάρχει σαφής εξήγηση έως σήμερα. Παρόλα αυτά μια καλή προσέγγιση είναι αυτή του Gort and Harford το 1969, που υποστηρίζει ότι τα κύματα των Σ&Ε προέρχονται από τις οικονομικές αναταράξεις (υπο τη μορφή οικονομικών shocks) που επηρεάζουν τις αγορές.

Το βασικό κίνητρο για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων είναι η **δημιουργία συνεργειών**. Οι Jensen and Ruback το 1983 υποστήριξαν ότι συνέργειες επιτυγχάνονται όταν η αξία της έννοιας εταιρείας είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών των δύο επιμέρους εταιρειών ($1+1=3$). Οι συνέργειες μπορεί να διακρίνονται σε λειτουργικές, όπου προέρχονται από οικονομίες κλίμακας και φάσματος, είτε σε οικονομικές όπου απολαμβάνουν φορολογικές ελαφρύνσεις. Σημαντικό κίνητρο για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων είναι και το **πρόβλημα αντιπροσώπευσης** (agency problem), το οποίο ανέπτυξε ο Jensen το 1986 και αναφέρεται στην ύπαρξη διαφορετικών συμφερόντων στην διακυβέρνηση μιας εταιρείας, μεταξύ των μανάτζερς και των μετόχων της εταιρείας. Τα διευθυντικά στελέχη που έχουν πρόσβαση στις ταμειακές ροές της εταιρείας, προωθούν συμφέροντα διαφορετικά από αυτά που έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση των κερδών των μετόχων. Ένα ακόμα κίνητρο των συγχωνεύσεων που έχει να κάνει με τα διοικητικά στελέχη είναι και η **αλαζονεία** (Hubris Hypothesis). Είναι μια έννοια που αναπτύχθηκε από τον Roll το 1986 και αναφέρεται στην υπερβολική εμπιστοσύνη που έχουν οι μανάτζερ στις ικανότητές τους, με αποτέλεσμα να κάνουν λάθη στην αποτίμηση τους και να προσφέρουν μεγαλύτερα premium εξαγοράς. Τέλος, ο Gort το 1969 και ο Jensen το 1993 ανέδειξαν τον σημαντικό ρόλο που ενέχουν οι αξιολογήσεις της αγοράς στην πραγματοποίηση των Σ&Ε. Ενώ οι Savor and Lu το 2009 υποστήριξαν ότι, όταν οι αγορές βρίσκονται σε άνθιση τότε ενισχύονται οι εξαγορές υποτιμημένων εταιρειών target με ανταλλαγή μετοχών των υπερτιμημένων εταιρειών bidder, δημιουργώντας έτσι αξία.

Οι εμπειρικές έρευνες των Malatesta και Asquith το 1983 έχουν δείξει ότι στις ανταγωνιστικές αγορές, οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις τόσο κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid όσο και για ένα μεγάλο διάστημα μετά. Ενώ οι Agrawal, Jaffe and Mandelker το 1992 παρατήρησαν ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιρειών απολαμβάνουν μια ζημιά της τάξης του 10% για το διάστημα πέντε ετών μετά την ανακοίνωση του bid. Η αιτία των παραπάνω ευρημάτων αποδίδεται στο benchmark portfolio και συγκεκριμένα στις λανθασμένες εκτιμήσεις-τιμολογήσεις των αγορών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος. Σημαντική

παρατήρηση αποτελεί και η έρευνα των Andrade, Mitchell and Stafford το 2001 όπου έδειξε ότι οι συγχωνεύσεις με δημόσιες εταιρείες στόχους δημιουργούν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις στην αγοράστρια εταιρεία.

Για τον υπολογισμό της αξίας που δημιουργείται από την πραγματοποίηση Σ&Ε, έχουν αναπτυχθεί τρεις μέθοδοι οι οποίες υπολογίζουν τις μη κανονικές αποδόσεις κατά το διάστημα από την ημερομηνία ανακοίνωσης και σε βάθος χρόνου πέντε ετών.

Η πρώτη μέθοδος είναι αυτή των μη κανονικών αποδόσεων με βάση ένα short-run event window. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται όταν οι χρηματαγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, δηλαδή οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν όλα τα οφέλη, τα κόστη και τις πληροφορίες που είναι συνδεδεμένα με την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Το διάστημα μιας σύντομης περιόδου παρατήρησης είναι λίγες μέρες πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid π.χ. (-3,+3). Για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιείται ο τύπος $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$. Για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης χρησιμοποιείται α) το Market Model των Brown and Warner (1985) το οποίο είναι $E(R_{it}) = a_i + b_i R_{mt}$ β) το Market Adjusted Model που έχει χρησιμοποιηθεί από πολλούς ερευνητές όπως Fuller, Netter and Stegemoller (2002) και το οποίο είναι $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$. Η μη κανονική απόδοση που προκύπτουν από τους παραπάνω τύπους για τα αντίστοιχα event windows σωρευτικά μας δίνουν το cumulative abnormal return (CARs), όπου είναι $CAR_t = \sum_{i=0}^n AAR_{it}$.

Η δεύτερη μέθοδος είναι αυτή των μη κανονικών αποδόσεων με βάση ένα long-run event window, η οποία χρησιμοποιείται όταν οι χρηματαγορές αργούν να αντιδράσουν στις νέες πληροφορίες. Το διάστημα της περιόδου αυτής μπορεί να είναι από ένα μέχρι πέντε χρόνια παρατήρησης μετά το deal. Οι πιο διαδεδομένες μεθοδολογίες που εφαρμόζονται για τον υπολογισμό των μακροπρόθεσμων μη κανονικών αποδόσεων είναι των Calendar Time Portfolio Regressions (CTPRs), Buy and Hold Abnormal Returns (BHARs) και Cumulative Abnormal Returns (CARs). Από τις οποίες έχουν

παρουσιαστεί προβλήματα στον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων λόγω δύο βασικών προβλημάτων υπολογισμού που έχουν σχέση με τα statistical test και τις αλλαγές που προέρχονται από την πολιτική κατάσταση της χώρας προέλευσης των μετοχών των εταιριών προς μελέτη.

Η τρίτη μέθοδος βασίζεται στις λογιστικές καταστάσεις των εταιριών για την μέτρηση των αποδόσεων. Όταν οι Σ&Ε παρουσιάζουν πραγματική οικονομική βελτίωση στην αποδοτικότητα, τότε αυτό θα απεικονίζεται και στα λογιστικά στοιχεία. Η πιο γνωστή μεθοδολογία είναι αυτή του ROA ή ROS (EBITDA για το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων ή επί των πωλήσεων) προσαρμοσμένα στο μέσο όρο του κλάδου δραστηριότητας.

Σημαντική παρατήρηση είναι ότι κατά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης αλλαγές παρατηρούνται και στην σύνθεση του χρέους (πέρα από τον πλούτο των μετόχων), καθώς ελάχιστες εταιρείες έχουν δημοσίως διαπραγματεύσιμο χρέος.

Εκτός από τα βασικά κίνητρα που αναφέρθηκαν παραπάνω υπάρχει ακόμα μια σειρά παραγόντων οι οποίοι είναι καθοριστικοί για την πραγματοποίηση κερδών. Οι παράγοντες αυτοί είναι:

- 1) Το status της εταιρείας στόχος. Μελέτες όπως των Fuller, Netter and Stegemoller το 2002 για την Αμερική, των Faccio, McConnell and Stolin το 2006 για την Ευρώπη και των Draper and Paudyal το 2006 για την Μ. Βρετανία έδειξαν ότι τα bids με δημόσιες εταιρείες στόχους έχουν μηδενικές ή αρνητικές αποδόσεις για της αγοράστριες εταιρείες, ενώ αντίθετα οι συγχωνεύσεις με ιδιωτικές εταιρείες στόχους οδηγούν τους αγοραστές σε θετικές αποδόσεις.
- 2) Ο τρόπος πληρωμής. Η μελέτη του Travlos (1987) έδειξε ότι οι Σ&Ε που πραγματοποιούν οι αγοραστές με μετοχές αποδίδουν λιγότερες (αρνητικές) αποδόσεις απ' ότι αυτές που πραγματοποιούνται με μετρητά που δίνουν κανονικές αποδόσεις.

- 3) Η συγγένεια με τον κλάδο. Ο Both Matsusaka το 1993 και οι Hubbard and Palia το 1999 έδειξαν ότι κατά την δεκαετία του 1960 όπου το χαρακτηριστικό των συγχωνεύσεων ήταν τα conglomerates, οι Σ&Ε με στόχο την διαφοροποίηση αντιμετωπίζονταν θετικά από τις αγορές αποφέροντας θετικές αποδόσεις στους αγοραστές.
- 4) Το μέγεθος της εταιρείας. Σε έρευνα τους οι Moeller, Schlingemann and Stulz το 2004 έδειξαν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης είναι αρνητικές και σχετίζεται με το μέγεθος τους. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι μεγάλες δημόσιες εταιρείες αντιμετωπίζουν μεγαλύτερα agency costs σε σχέση με τις μικρές ιδιωτικές εταιρείες που ελέγχονται αποτελεσματικά από τον ιδιοκτήτη τους.
- 5) Η αποτίμηση και οι επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρείας. Οι αξιολογήσεις που δέχονται οι εταιρειών προς συγχώνευση αποφέρουν θετικές αποδόσεις. Το Tobin's Q είναι ένας δείκτης που μετρά κατά πόσον υπάρχει απόκλιση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης από την πραγματική. Έτσι εάν το $Q_{ratio} > 1$ σημαίνει ότι η αγορά προσδίδει κάποια υπεραξία στην επιχείρηση που πιθανώς να προκύπτει από τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες της.
- 6) Η “συμπεριφορά” της τιμής της μετοχής πριν την ανακοίνωση. Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής πριν την ανακοίνωση επηρεάζει την απόδοση των εταιρειών. Ο Rosen το 2006 έδειξε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των bidder και των τιμών των μετοχών τους κατά την περίοδο του run-up, ενώ ο Schwert το 1996 δεν βρήκε κάποια σχέση μεταξύ των αποδόσεων των target και των τιμών των μετοχών τους κατά την περίοδο του run-up.
- 7) Η ασυμμετρία πληροφόρησης. Οι Moeller, Schlingemann and Stulz το 2007 έδειξαν ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης (high sigma) αποφέρει χαμηλότερες αποδόσεις στην αγοράστρια εταιρεία, ενώ αντίθετα οι Officer, Poulsen and Stegemoller το 2009 έδειξαν ότι οι αγοραστές κερδίζουν περισσότερο όταν οι μετοχές χρησιμοποιούνται για της εξαγορά high sigma των εταιρειών στόχος.

- 8) Διασυνοριακές Σ&Ε. Οι Doukas and Travlos (1988) έδειξαν ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις απολαμβάνουν τα οφέλη της διαφοροποίησης κινδύνου από χώρα σε χώρα με αποτέλεσμα να απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις.
 - 9) Τεχνικές Σ&Ε. Οι Jensen and Ruback (1983) έδειξαν ότι η προσφορά (tender offers) είναι συσχετισμένη με υψηλότερες αποδόσεις και για τις δύο εταιρείες bidder και target.
 - 10) Το μέγεθος των συμφωνιών. Οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών πέφτουν αναλόγως με το μέγεθος της εταιρείας στόχου κατά την συγχώνευση δημόσιων εταιρειών, επομένως οι αγοράστριες εταιρείες βιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις καθώς το σχετικό μέγεθος του deal αυξάνεται στις συγχωνεύσεις των ιδιωτικών εταιρειών (Fuller, Netter and Stegemoller, 2002).
 - 11) Ο ανταγωνισμός. Ο ανταγωνισμός για την απόκτηση της εταιρείας στόχου μειώνει τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών όσο αυξάνεται η τιμή εξαγοράς της εταιρείας.
 - 12) Η διάθεση της συμφωνίας (φιλική- εχθρική). Ο Servaes το 1991 έδειξε ότι τα εχθρικά bids συνδέονται με χαμηλές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες ενώ για τις εταιρείες στόχους η επίδραση είναι θετική, καθώς το premium τείνει να είναι υψηλότερο στα εχθρικά deals.
 - 13) Η φήμη των συμβούλων. Η φήμη και το κύρος του οικονομικού συμβούλου μεταφράζεται από την αγορά σαν εγγύηση πραγματοποίησης της συγχώνευσης. Ο McLaughlin το 1992 έδειξε ότι όταν οι αγοραστές χρησιμοποιούν lower- tier τράπεζες ως οικονομικό σύμβουλο τότε απολαμβάνει υψηλότερες αποδόσεις.
- Οι Σ&Ε είναι περίπλοκο γεγονός και γι' αυτό δεν θα πρέπει να είναι απορίας άξιο το γιατί δεν καταφέρνουν να δημιουργήσουν αξία (ή γιατί καταστρέφουν) καθ' ότι η πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης και η δημιουργία συνεργειών είναι αποτέλεσμα όλων των στοιχείων που αναφέραμε παραπάνω. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε τον σημαντικό ρόλο των κινήτρων εξαγοράς. Τα σωστά κίνητρα είναι αυτά που οδηγούν στην δημιουργία συνεργιών και όχι τα προσωπικά οφέλη των μάνατζερς. Η

αγορά αντιλαμβάνεται τότε τα κίνητρα για Σ&Ε είναι ορθολογικά και τότε όχι και αυτό απεικονίζεται στις τιμές των μετοχών των εταιρειών προς συγχώνευση.

Οι Asquith, Bruner and Mullins (1983) ασχολήθηκαν στην έρευνα τους με το εάν η επίπτωση που έχει μια Σ&Ε στις αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών, συνάδει με το στόχο των μετόχων περί μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης και άρα του πλούτου τους. Το δείγμα που εξέτασαν, αναφέρεται σε εταιρείες που πραγματοποίησαν εξαγορά κατά την περίοδο 1963–1979 και οι εταιρείες που αναφέρονται είναι εισηγημένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ή της Αμερικής.

Προκειμένου να εξετάσουν τις αποδόσεις που δημιουργούνται, οι Asquith, Bruner και Mullins στηρίζονται σε τέσσερις βασικές υποθέσεις: α) στη δημιουργία αξίας, β) στο φαινόμενο της κεφαλαιοποίησης, γ) στην επίπτωση του μεγέθους της εταιρείας στόχου και δ) στην επίπτωση του χρόνου.

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία της αξιολόγησης της υπερβάλλουσας απόδοσης των μετοχών από τη διάχυση της πληροφορίας στην αγορά χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις καθημερινές αποδόσεις των μετοχών, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια εταιρεία που κάνει μια πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς μπαίνει σε μια διαδικασία για συνεχείς προτάσεις μετά την ολοκλήρωση της πρώτης. Ακολουθείται δηλαδή ένα πρόγραμμα συγχωνεύσεων. Από την εμπειρική ανάλυση των ερευνητών προκύπτει ότι, το 72% των εταιρειών του δείγματος τους προβαίνουν σε μια δεύτερη προσφορά εξαγοράς μετά από την ολοκλήρωση της πρώτης έπειτα από 8 χρόνια, το 78% αυτών κάνει μια τρίτη προσφορά και το 81% των τελευταίων μια τέταρτη. Είναι όμως χαρακτηριστικό το γεγονός, αν και δεν αποτελεί πανάκεια, ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που δημιουργούνται κατά την πρώτη συγχώνευση είναι μεγαλύτερες και πιο σημαντικές από ότι στις επόμενες. Αυτό το συμπέρασμα αναφέρεται στην υπόθεση της κεφαλαιοποίησης, δηλαδή στην αποκόμιση μεγαλύτερου οφέλους κατά την πρώτη κίνηση συγχώνευσης με κάποια εταιρεία ή έστω στην αρχή της δραστηριότητας συγχωνεύσεων. Παρόλα αυτά δε μπορεί να χαρακτηριστεί ως οριστικό καθώς πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλες παράμετροι στην εκτίμηση των αποδόσεων. Αν συμπεριληφθεί η χρονική περίοδος γύρω

από την ανακοίνωση π.χ. μια μεγαλύτερη χρονική περίοδος εξέτασης του δείγματος βρίσκουν ότι οι μέσες σωρευτικές αποδόσεις για συγχωνεύσεις υπ' αριθμ. 2 έως 4, μετά την 1η είναι θετικές (+0,7%) και στατιστικά σημαντικές ($t= +2,80$).

Λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες του σχετικού μεγέθους της εταιρείας - στόχου, την επιτυχία της προσφοράς συγχώνευσης και τη χρονική περίοδο στην οποία αυτή λαμβάνει χώρα κατά την εξέταση των αποδόσεων των μετοχών, παρατήρησαν ότι οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας εταιρείας απολαμβάνουν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις από μια ενδεχόμενη συγχώνευση. Το CAAR του δείγματος είναι μόνο +2,80% και το t-statistic είναι 5,20%, ενώ αποκαλύπτονται ακόμα μεγαλύτερες αποδόσεις μετά την εξέταση των ανωτέρω παραγόντων. Για την απόδειξη αυτού του συμπεράσματος χρησιμοποιείται μια ανάλυση παλινδρόμησης. Η ανάλυση αυτή δείχνει ότι η σχέση μεταξύ των σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων της αγοράστριας εταιρείας και του σχετικού μεγέθους της καθαρής θέσης της εταιρείας - στόχου είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της εταιρείας στόχου τόσο υψηλότερες είναι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που επιτυγχάνονται στην εταιρεία που προβαίνει σε πρόταση συγχώνευσης. Επίσης όσο περισσότερο επιτυχημένες είναι οι προσφορές τόσο μεγαλύτερες είναι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που πραγματοποιούνται. Η ανάλυση παλινδρόμησης εκτιμά ότι οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για επιτυχημένες συγχωνεύσεις είναι 4% μεγαλύτερες από τις μη επιτυχημένες συγχωνεύσεις.

Ως συμπέρασμα και αναφορικά με το συγκεκριμένο δείγμα, οι συγχωνεύσεις είναι μια στρατηγική που δημιουργεί θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών που κάνουν την προσφορά. Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με αποτελέσματα προηγούμενων μελετών (πριν από το 1983) **λόγω της αποτυχίας των τελευταίων να συμπεριλάβουν παράγοντες όπως το σχετικό μέγεθος της καθαρής θέσης της εταιρείας - στόχου, την επιτυχία της προσφοράς συγχώνευσης και τη χρονική περίοδο στην οποία αυτή λαμβάνει χώρα κατά την εξέταση των αποδόσεων των μετοχών.**

Γενικότερα αναφέρουμε πως διάφορες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί διαχρονικά και αφορούν τις εξαγορές, έχουν δείξει ότι η ανακοίνωση εξαγοράς δημιουργεί μη

κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) στις αγοράστριες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Κατά γενική ορολογία, οι μέτοχοι των επιχειρήσεων - στόχων απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις στις μετοχές τους έπειτα από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αντιθέτως, οι αγοράστριες εταιρείες απολαμβάνουν αρνητικές αποδόσεις, σε μικρό βαθμό, που έπεται της ανακοίνωσης εξαγοράς. Παρατηρείται όμως μια διάσταση απόψεων αναφορικά με το συγκεκριμένο ζήτημα καθώς άλλες μελέτες αναφέρουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες όχι μόνο δεν παρουσιάζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, αλλά θετικές ή έστω μηδενικές. Καταλήγουν, δηλαδή, στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας δε ζημιώνονται.

Ο **Gregory (1997)** παρουσιάζει μια μελέτη για τις μακροχρόνιες αποδόσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο (Η.Β.). Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται σε αυτή τη μελέτη είναι μια λίστα όλων των επιτυχών εγχώριων Σ&Ε στο Η.Β. εταιρειών εισηγμένων με αξία προσφοράς μεγαλύτερη από 10 εκατομμύρια λίρες στην περίοδο 1984-1992. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται σύμφωνα με 6 μοντέλα :

1. Το CAPM
2. Την προσαρμογή για τον κίνδυνο και το μέγεθος των Dimson and Marsh (1984)
3. Το χαρτοφυλάκιο ελέγχου απλού μεγέθους
4. Το μοντέλο πολλαπλών δεικτών
5. Το μοντέλο πολλαπλών δεικτών σταθμισμένων αξιών
6. Το μοντέλο των τριών παραγόντων (3 factor model) των Fama and French (1992)

Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται και αφορούν έκτακτες αποδόσεις τα δύο χρόνια που ακολουθούν το μήνα της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, δείχνουν τις CAAR να κυμαίνονται από $-0,1182$ σε $-0,18$ και στα έξι μοντέλα, με όλα αυτά τα μοντέλα να δείχνουν στατιστική σημαντικότητα. Το τρίτο μοντέλο παρουσιάζει τη μικρότερη υποαπόδοση ενώ το έκτο μοντέλο την μεγαλύτερη. Αυτή η υποαπόδοση εδώ εμφανίζεται μεγαλύτερη από αυτήν στις ΗΠΑ. Για παράδειγμα σε αυτή την μελέτη η CAAR των δύο χρόνων στο δεύτερο μοντέλο είναι $-0,1252$, δηλαδή μεγαλύτερη από αυτή των Agrawal-Jaffe-Mandelker (1992) που ήταν μόνο $-0,0494$. Βέβαια οι χρονικές περίοδοι των δύο

μελετών διαφέρουν σημαντικά και για αυτό οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ των δύο χωρών μπορεί να είναι συγκεκριμένες του κάθε δείγματος

Οι **Agrawal and Jaffe (2000)** στη μελέτη που έκαναν το Δεκέμβριο του ίδιου έτους εξέτασαν τις μακροχρόνιες αποδόσεις των μετοχών μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά εστιάζοντας το ενδιαφέρον τους σε δυο θέματα: το μέγεθος των έκτακτων αποδόσεων και το βαθμό που οι έκτακτες αυτές αποδόσεις αποκλίνουν από το μηδέν. Επίσης, προσπάθησαν να βρουν εξηγήσεις για την υποαπόδοση που ακολουθεί τις Σ&Ε συμπεραίνοντας ότι δεν οφείλεται στην αργή προσαρμογή στα νέα των Σ&Ε και να απαντήσουν σε δυο ερωτήματα: α) η απόδοση μετά τις Σ&Ε είναι πράγματι αρνητική; και β) ποιες είναι οι πιθανές εξηγήσεις για τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών που αφορούν την μακροχρόνια απόδοση;

Οι συγγραφείς συμπέραναν ότι παρόλο που η απόδοση μετά από μια δημόσια προσφορά είναι μη αρνητική, η μακροχρόνια απόδοση που ακολουθεί τις Σ&Ε είναι αρνητική. Επίσης, αν οι δημόσιες προσφορές είχαν εξαλειφθεί από το δείγμα τότε η απόδοση μετά τις Σ&Ε θα ήταν ακόμη χειρότερη. Σύμφωνα με το άρθρο, δυο θεωρίες της υποαπόδοσης δεν υποστηρίζονται από τα δεδομένα-η θεωρία της “ταχύτητας πληρωμής” (speed of adjustment) και η θεωρία της “μυωπίας των κερδών ανά μετοχή” (EPS myopia), ενώ δυο άλλες υποστηρίζονται ισχυρά- η θεωρία της “μεθόδου πληρωμής” (method of payment) και η θεωρία της “performance extrapolation”. Τέλος, πρόσφατες μελέτες αναφέρουν ότι οι μεγαλύτερες υποαποδόσεις ακολουθούν τις Σ&Ε που χρηματοδοτούνται με μετοχές παρά αυτές που χρηματοδοτούνται με μετρητά, κάτι στο οποίο συμφώνησαν και οι Myers, Majluf (1984).

Οι **Shleifer and Vishny (2001)**, μελέτησαν την επιρροή που ασκούν οι χρηματαγορές στην πραγματοποίηση Σ&Ε. Συγκεκριμένα, οι ερευνητές προχωρούν στην ανάλυση των κυμάτων εξαγοράς που έχουν πραγματοποιηθεί διαχρονικά σε παγκόσμιο επίπεδο, προκειμένου να συγκεντρώσουν τα χαρακτηριστικά τους και να δώσουν απάντηση στο πώς επηρεάζει η αγορά την πραγματοποίηση ή μη των εταιρικών συγχωνεύσεων κατά

κύμα. Επί της ουσίας το άρθρο αυτό αποτελεί μια συγκριτική μελέτη των χαρακτηριστικών της νεοκλασικής θεωρίας και του μοντέλου που πραγματεύονται οι ερευνητές.

Η δεκαετία του '60 είναι μια περίοδος γνωστή για τη δημιουργία των conglomerates, κατά την οποία οι χρηματαγορές ανθούσαν και οι εταιρείες πραγματοποιούσαν συγχωνεύσεις μεταξύ διαφορετικών κλάδων, στα πλαίσια της διαφοροποίησης. Η κύρια μέθοδος πληρωμής των συναλλαγών αυτή την περίοδο ήταν με ανταλλαγή μετοχών. Η δεκαετία του '80 χαρακτηρίστηκε από τον μεγάλο αριθμό εχθρικών εξαγορών. Κύρια μέθοδος πληρωμής απετέλεσαν τα μετρητά. Η δεκαετία του '90 παρουσιάζει αρκετά κοινά στοιχεία με την δεκαετία του '60, καθώς υπήρξε και αυτή περίοδος ανόδου για τις χρηματαγορές, με πρωταγωνιστές τα τραπεζικά και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η μέθοδος πληρωμής είναι και εδώ σε μετοχές.

Η νεοκλασική θεωρία υποστηρίζει ότι η επίτευξη του μέγιστου κέρδους είναι δυνατή με τρεις τρόπους:

- α) μέσω της δημιουργίας συνέργειας,
- β) μέσω της ελάττωσης του επιχειρηματικού κινδύνου και
- γ) μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς.

Πάνω σε αυτές τις διαπιστώσεις, οι ερευνητές αναπτύσσουν μια απλή θεωρία που σχετίζεται με την νεοκλασική αλλά μπορεί να δώσει εναλλακτικά στοιχεία. Στην θεωρία αυτή οι Σ&Ε οδηγούνται από τις εταιρικές αξιολογήσεις της αγοράς. Η θεμελιώδης υπόθεση του μοντέλου είναι ότι οι αγορές λειτουργούν αναποτελεσματικά, αυτό έχει σαν αποτέλεσμα κάποιες εταιρικές αξιολογήσεις να είναι λανθασμένες. Οι μάνατζερς των επιχειρήσεων γνωρίζοντας το γεγονός αυτό, το οποίο εκμεταλλεύονται προκειμένου να επωφεληθούν τα μέγιστα πραγματοποιώντας συγχωνεύσεις. Οι Σ&Ε σε αυτό το μοντέλο είναι ένας τρόπος πραγματοποίησης arbitrage από τους ορθολογικούς χειρισμούς των διευθυντών σε μία μη αποτελεσματική αγορά. Η θεωρία αυτή είναι αντίθετη με το hubris

hypothesis του Roll το 1986, στην οποία οι χρηματαγορές είναι ορθολογικές αλλά οι μάνατζερς όχι.

Το μοντέλο των μελετητών, βοηθάει στον προσδιορισμό του ποίος εξαγοράζει ποιόν, του τρόπου πληρωμής, των ασυνεπειών από την αξιολόγηση των εταιρειών προς συγχώνευση και των κυμάτων Σ&Ε. Έδειξαν με αυτό τον τρόπο ότι το κλειδί της ανάλυσης είναι οι αποτιμήσεις – αξιολογήσεις των συνενωμένων εταιρειών και οι συνέργειες που δημιουργούνται από αυτή την ένωση.

Τα στοιχεία που προκύπτουν από το μοντέλο είναι:

- 1) η χρήση των μετοχών (μετρητών) ως τρόπο πληρωμής είναι δυσανάλογος όταν η αξιολογήσεις είναι υψηλές (χαμηλές),
- 2) οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών των εταιρειών προς συγχώνευση αυξάνουν όταν η διασπορά της αξίας των επιμέρους εταιρειών μεγαλώνει,
- 3) οι συγχωνεύσεις των εταιρειών target με μετρητά κερδίζουν λιγότερο συγκριτικά με τις εταιρείες bidder,
- 4) οι εξαγορές των bidder με μετοχές σηματοδοτούν υπερτίμηση,
- 5) οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των bidder είναι πιθανό να είναι αρνητικές στις εξαγορές με μετοχές και θετικές στις εξαγορές με μετρητά,
- 6) συγχωνεύσεως εταιρειών που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους δραστηριότητας αποδίδουν υψηλότερε αποδόσεις μακροπρόθεσμα,
- 7) η επιλογή της πληρωμής με μετρητά είναι στην δικαιοδοσία των μετόχων.

Μερικά από τα παραπάνω στοιχεία, όπως το 2,3 και 4, υπάρχουν και στην νεοκλασική θεωρία ενώ τα υπόλοιπα δεν είναι τόσο διακριτά.

Η ιδέα του απλού αυτού μοντέλου είναι ότι μελετά δύο εταιρείες, 0 και 1, με αποθεματικά κεφάλαια K και $K1$, και αποτίμησης αποθεμάτων στην αγορά για κάθε

μονάδα κεφαλαίων Q και $Q1$. Υποθέτει ότι τα Q και $Q1$ δεν είναι αξιολογημένα αποτελεσματικά, αντανακλούν όμως τις εκτιμήσεις των επενδυτών για τις δύο εταιρείες και τα μεγέθη είναι $Q1 > Q$.

Οι εκτιμήσεις των επενδυτών επηρεάζουν την αξιολόγηση των εταιρειών καθώς μπορεί να προέρχονται από τις υπέρ ή υποεκτιμήσεις του κλάδου, του τομέα ή των εταιρειών που έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά. Εάν οι δύο αυτές εταιρείες συγχωνευθούν, η βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση των συνδυασμένων μετοχών για κάθε μονάδα του κεφαλαίου θα συμβολίζετε με S , επομένως η αγοραία αξία των δύο συνενωμένων επιχειρήσεων είναι $V = S(K + K1)$. Ουσιαστικά το S είναι η συνέργεια που προκύπτει από την συγχώνευση. Το S είναι μεγαλύτερο όταν οι εταιρείες που συνενώνεται προέρχονται από διαφορετικούς κλάδους. Διαφορετικά το S θα είναι υψηλότερο όταν μια καλά διοικούμενη εταιρεία ($Q1$) συγχωνεύεται με μια λιγότερο αποτελεσματική εταιρεία (Q). Δηλαδή όταν το $S > 0$ τότε η συγχώνευση θεωρείται επιτυχής, όταν $S < 0$ τότε θεωρείται ότι δεν πέτυχε τους στόχους της, ενώ όταν $S = 0$ αυτό συνεπάγεται ότι η νέα εταιρεία δεν επωφελήθηκε σε τίποτα από το bid.

Το συμπέρασμα στο ποίο κατέληξαν οι ερευνητές μετά την ολοκλήρωση της μελέτης για την Αμερικανική αγοράς Σ&Ε τα τελευταία 40 χρόνια είναι ότι:

- ✓ οι εταιρείες που είναι υπερτιμημένες είναι πιο πιθανό να προβούν σε συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών, ενώ οι υποτιμημένες εταιρείες ή έστω λιγότερο υπερτιμημένες γίνονται στόχος εξαγοράς.

Οι **Moeller, Stulz and Schlingemann (2003)** εξέτασαν ένα δείγμα 12.023 Σ&Ε από τις δημόσιες επιχειρήσεις την περίοδο 1980-2001, προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι μέτοχοι των εταιρειών αυτών κερδίζουν όταν ανακοινώνονται οι Σ&Ε. Το συγκεκριμένο δείγμα προέρχεται από τη βάση δεδομένων Securities Data Company's US M&A και περιλαμβάνει αγοράζουσες επιχειρήσεις που καταλήγουν να έχουν αποκτήσει όλες τις

μετοχές των εξαγοραζόμενων και δεν έχουν ήδη τον έλεγχο όλων των περιουσιακών στοιχείων των τελευταίων.

Τα κέρδη των μετόχων υπολογίζονται με τρεις τρόπους: α) με τις έκτακτες αποδόσεις των τριών ημερών κοντά στην ανακοίνωση (υπολογίζονται χρησιμοποιώντας αποδόσεις των δεικτών της αγοράς με τις αποδόσεις των ισοσταθμισμένων δεικτών του CRSP), β) με τα κέρδη των μετόχων ανά \$ των τριών ημερών κοντά στην ανακοίνωση (υπολογίζεται απευθείας η κερδοφορία της επένδυσης που έγινε από την αγοράζουσα) και γ) με τη συνολική ΚΠΑ από τις συγχωνεύσεις τις τρεις ημέρες κοντά στην ανακοίνωση.

Κάποια από τα συμπεράσματα αυτής της μελέτης είναι τα εξής:

- ✓ Οι μικρές επιχειρήσεις που αποκτούν δημόσιες επιχειρήσεις κατά μέσο όρο αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων σε αντίθεση με τις μεγάλες εταιρείες
- ✓ Οι συγχωνεύσεις που γίνονται από μικρές εταιρείες έχουν μεγαλύτερη απόδοση (έχοντας λάβει υπόψη τα χαρακτηριστικά της εταιρείας και της συναλλαγής) από τις αντίστοιχες που γίνονται από μεγάλες
- ✓ Οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιρειών κερδίζουν περισσότερο όταν η εταιρεία εξαγοράζει μια άλλη θυγατρική ή ιδιωτική εταιρεία
- ✓ Οι έκτακτες αποδόσεις εταιρειών που χρησιμοποιούν μετοχές σε μια Σ&Ε είναι μικρότερες από αυτές των εταιρειών που χρησιμοποιούν μετρητά
- ✓ Οι συγχωνεύσεις των δημόσιων επιχειρήσεων είναι 50% μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των ιδιωτικών εταιρειών (απαιτείται περισσότερος χρόνος για να συμπληρωθεί η συγχώνευση της δημόσιας επιχείρησης)
- ✓ Οι μέτοχοι των εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από τις δημόσιες προσφορές, οι οποίες είναι "αποκτήματα" δημοσίων επιχειρήσεων που πραγματοποιούνται με μετρητά

- ✓ Καθώς η αξία της εξαγοράς αυξάνεται, διατηρώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, οι κερδοσκόποι πωλούν περισσότερες μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρείας μειώνοντας περαιτέρω την τιμή των μετοχών τους.

Οι **Dong, Hirshleifer, Richardson and Teoh (2003)**, ερεύνησαν τα κίνητρα πραγματοποίησης των Σ&Ε και συγκεκριμένα την σχέση μεταξύ των εκτιμήσεων της αγοράς και ενός ολοκληρωμένου συνόλου χαρακτηριστικών των Σ&Ε. Ουσιαστικά ήλεγξαν δυο εναλλακτικές θεωρίες συγχωνεύσεων, η πρώτη βασίζεται στην υπόθεση των λανθασμένων εκτιμήσεων των χρηματαγορών και η δεύτερη στην επέκταση της υπόθεσης Q για τις επενδύσεις των Brainard and Tobin (1968). Με αυτό τον τρόπο, χρησιμοποιούν τις τιμές των θεμελιωδών δεικτών της αγοράς ως υποκατάστατα επενδυτικών υποεκτιμήσεων, ευκαιριών ανάπτυξης και του προβλήματος διακυβέρνησης.

Παρά το αυξημένο ενδιαφέρον των τελευταίων ετών και τις ψυχολογικές προσεγγίσεις πάνω στις οικονομικές αποφάσεις, λίγες αναλύσεις αναφέρονται στον επηρεασμό των εταιρικών επενδύσεων από τις λανθασμένες εκτιμήσεις της αγοράς. Ένας από τους τομείς της οικονομίας που είναι άμεσα συνυφασμένος με τις εκτιμήσεις των αγορών είναι και οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς αυτή η δυσλειτουργία της αγοράς επηρεάζει την κατανομή των πόρων και την στρατηγική των εταιρειών.

Η υπόθεση των λανθασμένων εκτιμήσεων (misevaluation hypothesis) των Σ&Ε υποστηρίζει ότι, η αναποτελεσματικότητα της αγοράς έχει σημαντικές επιδράσεις στην δραστηριότητα των εξαγορών. Τα συμπεράσματα αυτά προέκυψαν από την επιδίωξη των εταιρειών bidders να κερδίσουν εξαγοράζοντας εταιρείες target **είτε έναντι μετρητών**, στην περίπτωση που είναι υποεκτιμημένες (δηλαδή να αγοράζουν τις εταιρείες σε τιμή χαμηλότερη της πραγματική αξίας), **είτε έναντι μετοχών**, στην περίπτωση όπου η υπερεκτίμηση δεν ξεπερνά την αξία στην οποία την αποτιμά η εταιρεία bidder. Η υπερεκτίμηση των target ενθαρρύνει το μάνατζμεντ (των target) να δεχτεί φιλικές προσφορές απαλλοτρίωσης (expropriative) προκειμένου να εισπράξει χρήματα. Ο λάθος υπολογισμός της αξίας των εταιρειών bidder και target βλάπτει τις ευκαιρίες

απαλλοτριώσης (expropriation) και τα κίνητρα των μάνατζερ με αποτέλεσμα να επηρεάζονται τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών π.χ. τα μέσα πληρωμής (μετοχές έναντι μετρητών), η μορφή των προσφερόντων (συγχώνευση έναντι tender προσφοράς), το bid premium, την εχθρική αντίδραση του target έναντι του του αιτήματος εξαγοράς, την επιτυχία του bid και τέλος την αναμενόμενη απόδοση κατά την περίοδο εκδήλωσης ενδιαφέροντος. Επομένως, καταλήγουμε στο ότι η υπόθεση των λανθασμένων εκτιμήσεων (misevaluation hypothesis) συνεπάγεται ότι οι εταιρείες bidder τείνουν να είναι υπερεκτιμημένες έναντι των target.

Η εναλλακτική θεωρία η οποία ονομάζεται υπόθεση Q (Q-hypothesis) των εξαγορών, επικεντρώνεται στο πως οι Σ&Ε ανασυντάσσουν τα περιουσιακά στοιχεία των target. Η υψηλή αγοραία αξία της εταιρείας είναι μια ένδειξη ότι η εταιρεία διοικείται καλά και παρουσιάζει επιχειρηματικές ευκαιρίες. Επομένως, οι αξιολογήσεις των αγορών αντιπροσωπεύουν ευκαιρίες ανάπτυξης για τις εταιρείες bidder και target. Οι Σ&Ε ευνοούν την εξάλειψη της σπάταλη συμπεριφοράς των target ή καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες για τους bidders, ενώ εναλλακτικά μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους μάνατζερς των μη αποδοτικών εταιρειών bidders προκειμένου να επεκτείνουν τα πεδία ελέγχου. Η προσέγγιση Q ευνοεί το agency problem που υπάρχει μεταξύ των μάνατζερς και των μετόχων, καθώς οι Σ&Ε μεταξύ “κακών” targets με “καλούς” bidders τείνουν να βελτιώνονται την αποδοτικότητα συγκριτικά με τις Σ&Ε που πραγματοποιούνται με “καλούς” targets και “κακούς” bidders. Άρα οι αξιολογήσεις των εταιρειών σχετίζονται με την ημερομηνία ανακοίνωση των μετοχικών αποδόσεων των συναλλασσόμενων εταιρειών (bidder και target) και δυνητικά με το πόσο ανταγωνιστική είναι η προσφορά. Όπως και με την υπόθεση των λανθασμένων εκτιμήσεων, προτείνουν διαισθητική επέκταση της Q προσέγγισης, προκειμένου να διευρυνθεί το φάσμα των επιπτώσεων. Και οι δύο προσεγγίσεις συνεπάγονται ότι η αγοραία αξιολόγηση σχετίζεται με τα χαρακτηριστικά συναλλαγών των Σ&Ε.

Οι δύο δείκτες αξιολόγησης που εμφανίζονται στην μελέτη αυτή, είναι το price-to-book value (P/B) και price-to-residual income value (P/V). Στην μέθοδο των λανθασμένων

εκτιμήσεων (misevaluation hypothesis) χρησιμοποιείται ο δείκτης (P/B) και στην υπόθεση Q (Q-hypothesis) χρησιμοποιούν και τους δύο δείκτες (P/B) και (P/V).

Η περίοδος παρατήρησης του δείγματος είναι το 1978-2000 (η οποία διαχωρίζεται σε δύο υποπεριόδους 1978-1989 και 1990-2000), που εμπεριέχει την δεκαετία του 90 η οποία αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών ιστορικά. Η συνολική αξία των συναλλαγών των τελευταίων 8 ετών του δείγματος (1993-2000) είναι \$4,35 τρις. Αυτό το ποσό είναι συγκριτικά μεγαλύτερο ακόμα και από την συνολική αξία των προηγούμενων 15 ετών του δείγματος που ανέρχεται σε \$1,18 τρις. Για τον πιο ολοκληρωμένο έλεγχο των δεδομένων των δύο μεθόδων, οι ερευνητές εξέτασαν πώς οι αξιολογήσεις των εταιρείες target και bidder σχετίζονται με ένα ευρύ φάσμα χαρακτηριστικών των Σ&Ε. Τα χαρακτηριστικά που αφορούν τους όρους της προσφοράς είναι : ο τρόπος πληρωμής (μετρητά ή μετοχές) και το bid premium, ενώ τα χαρακτηριστικά που αφορούν την μαχητικότητα του bid είναι: η “διάθεση” της προσφοράς (φιλική ή εχθρική), ο τρόπος της προσφοράς (merged ή tender offer) και η πιθανότητα επιτυχίας της προσφοράς. Τα χαρακτηριστικά που αφορούν την αντίδραση των χρηματαγορών είναι η περίοδος ανακοίνωσης των αποδόσεων των εταιρειών bidder και target.

Στο μονοπαραγοντικό έλεγχο οι ερευνητές, διαιρούν τις παρατηρήσεις σε πεμπτημόρια τα οποία κατατάσσονται με βάση το P/B του bidder, το P/V bidder, το P/B του target και το P/V του target. Κάθε χαρακτηριστικό εξαγοράς συγκρίνεται με το μεγαλύτερο και το μικρότερο πεμπτημόριο αξιολόγησης. Στην πολυπαραγοντική ανάλυση οι ερευνητές, πραγματοποιούν πολλαπλές παλινδρομήσεις στα χαρακτηριστικά των εταιρειών προς συγχώνευση και συγκεκριμένα στους δείκτες P/B και P/V (μαζί και ξεχωριστά) και από κοινού στις τέσσερις τιμές των θεμελιωδών μεταβλητών.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την παραπάνω μελέτη είναι:

- ✓ οι εταιρείες bidder παρουσιάζουν, κατά μέσο ορο, μεγαλύτερο P/B και P/V έναντι των target. Η παρατήρηση αυτή προκύπτει από την υπόθεση των λανθασμένων

- εκτιμήσεων (misevaluation hypothesis) και είναι δυνητικά συνεπής με την Q-υπόθεση.
- ✓ η υπερτίμηση των target είναι συνυφασμένο με την υψηλή πιθανότητα το deal να πραγματοποιηθεί με μετοχές παρά με μετρητά. Επίσης, οι εταιρείες αυτές είναι λιγότερο πιθανό να γίνουν αντικείμενο εχθρικής συναλλαγής και γενικά απολαμβάνουν μικρότερα ποσοστά premium και κερδίζουν μικρότερες μη κανονικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid.
 - ✓ η υπερτίμηση των bidder, εμπεριέχει μεγάλη πιθανότητα το deal να πραγματοποιηθεί με μετοχές παρά με μετρητά. Ο υψηλότερος δείκτης P/B φαίνεται να δίνει μεγαλύτερο premium, ειδικά στις Σ&Ε που πραγματοποιούνται με μετοχές. Οι εταιρείες αυτές, παρουσιάζουν χαμηλότερες μη κανονικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid.

Τέλος, η έρευνα καταλήγει στο **γενικό συμπέρασμα** ότι τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις δύο μεθόδους είναι αντικρουόμενα καθώς η υπόθεση των λανθασμένων εκτιμήσεων (misevaluation hypothesis) λέει ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά στην προσφορά με μετοχές γιατί οι μετοχές της εταιρείας στόχου υπερεκτιμούνται συγκριτικά με τα περιουσιακά της στοιχεία που είναι προς απόκτηση. Αντίθετα, ανεξάρτητα από την μορφή της προσφοράς, αν η προσφορά γίνεται με σωστή αξιολόγηση του bidder, τότε η υπερτιμημένη τιμή του bidder τείνει να διορθωθεί.

Οι **Mara, McConnell και Stolin (2005)**, πραγματοποίησαν έρευνα σε 4,429 εταιρείες (ιδιωτικές και δημόσιες) από 17 χώρες της Ευρώπης για το χρονικό διάστημα 1996-2001, προκειμένου να μελετήσουν τις μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών κατά την περίοδο ανακοίνωσης των Σ&Ε και πως επηρεάζονται από το status (δημόσια ή ιδιωτική) της εταιρείας target.

Τα βασικά κριτήρια επιλογής του δείγματος είναι το deal να είναι ολοκληρωμένο, η αγοράστρια εταιρεία να μην κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 10% της εταιρείας στόχου πριν το bid, το premium για την απόκτηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας να υπερβαίνει

\$5.0 εκ. και τέλος οι εταιρείες target να είναι δημόσιες, ιδιωτικές ή θυγατρικές. Για την εύρεση των δεδομένων οι ερευνητές χρησιμοποιήθηκε τις βάσεις δεδομένων SDC Platinum Worldwide Mergers και Acquisitions Database. Για τις τιμές των μετοχών χρησιμοποίησαν την DataStream ενώ για τα book value of equity την βάση δεδομένων World-scope. Από τα κριτήρια αυτά προέκυψε το δείγμα το οποίο αναλύεται ως εξής: 735 εισηγμένες εταιρείες στόχους, 1.956 μη εισηγμένες stand- alone εταιρείες και 1.738 σε ιδιωτικές θυγατρικές εταιρείες.

Οι ερευνητές υπολόγισαν τις αποδόσεις CAR για την κάθε εταιρεία του δείγματος και από αυτό αφαίρεσαν τις ημερήσιες αποδόσεις του δείκτη της DataStream stock market index για την περίοδο παρατήρησης (-2,+2), για τις χώρες προέλευσης των εταιρειών του δείγματος. Στην συνέχεια εφάρμοσαν το μονοπαραγοντικό έλεγχο στα CARs των bidder, προκειμένου να προσδιορίσουν την έκταση και την επιμονή του κάθε αποτελέσματος (απόδοσης των μετοχών) μέσα στο χρόνο για κάθε χώρα. Ουσιαστικά ελέγχουν εάν υπάρχουν διαφορές στους μέσους και τις διαμέσους των εξαγορών που πραγματοποιούνται μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών στόχους. Στην συνέχεια πραγματοποιούν μια σειρά από παλινδρομήσεις από τις οποίες προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- ✓ Η πραγματοποίηση εξαγορών δημόσιων (εισηγμένων) εταιριών- στόχων φαίνεται να αποδίδει μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -0,38%, ενώ αντίθετα οι συγχωνεύσεις με ιδιωτικές εταιρίες- στόχους φαίνεται να αποδίδουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,48%. Αυτή η θετική επίδραση στις εταιρείες bidder φαίνεται να διατηρείται στο χρόνο και να ισχύει για όλες σχεδόν τις χώρες. Είναι σημαντικό το ότι παραμένει ανεξάρτητα με τον τρόπο πληρωμής, το μέγεθος της εταιρείας bidder, την διαρροή πληροφοριών πριν την ανακοίνωση του bid, ακόμα και όταν οι μέτοχοι της εταιρείας bidder έχουν καθοριστικό ρόλο στην δομή της εταιρείας target, ακόμα και αν το bid είναι cross- border deal κ.λ.π

- ✓ Όταν οι Σ&Ε πραγματοποιούνται με μη εισηγμένες εταιρείες στόχους είναι πιο προσοδοφόρες συγκριτικά με αυτές που πραγματοποιούνται με εισηγμένες εταιρείες στόχους. Αυτό δεν οφείλεται στα ρυθμιστικά ή κανονιστικά πλαίσια των αγορών αλλά στις διαφοροποιήσεις που υπάρχουν στην πραγματοποίηση εξαγορών με ιδιωτικές ή δημοσιές εταιρείες στόχους γενικότερα.

Οι **Draper and Paudyal (2006)** παρουσίασαν μελέτη για το πώς επηρεάζεται ο πλούτος των μετόχων από την πραγματοποίηση Σ&Ε σε δημόσιες και ιδιωτικές εταιρείες. Η περίοδος για την οποία γίνεται η έρευνα είναι 1981-2001 και περιλαμβάνει εταιρείες που εδρεύουν στην Μεγάλη Βρετανία. Τα κριτήρια επιλογής του δείγματος τους είναι η αξία της συναλλαγής των Σ&Ε να είναι διαθέσιμη, το deal των εταιρειών να είναι ολοκληρωμένο και η εταιρεία αγοραστής να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Μ. Βρετανίας (LSE, AIM, USM ή London Tech). Για την συγκέντρωση των τιμών των μετοχών χρησιμοποίησαν την βάση δεδομένων DataStream. Το μέγεθος του δείγματος ανέρχεται σε 8.597 εταιρείες, εκ των οποίων οι 1.098 είναι δημόσιες εξαγοράζουσες εταιρείες (bidder) και οι 7.499 ιδιωτικές εταιρείες στόχοι εξαγοράς (target). Η μέθοδος που εφαρμόζεται είναι αυτή των επιχειρηματικών γεγονότων (Brown & Warner, 1985), προκειμένου να αναλυθεί το μέγεθος επηρεασμού της πραγματικής απόδοσης συγκριτικά με την αναμενόμενη, μετά την ανακοίνωση της συνέργειας. Η μη κανονική απόδοση υπολογίζεται με την βοήθεια του CAPM ή του πολυπαραγοντικού μοντέλου (multifactor model).

Οι ερευνητές εστιάζουν τον επηρεασμό του πλούτου των μετόχων από τις Σ&Ε σε τρεις βασικούς παράγοντες που έχουν να κάνουν με:

- α) το είδος της εταιρείας (δημόσια ή ιδιωτική),
- β) τον τρόπο πραγματοποίησης της πληρωμής (μετρητά, μετοχές κ.α.) και
- γ) το μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί, τοποθετούν την διαφορά που παρουσιάζεται στις αποδόσεις μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών, σε τρεις παράγοντες που είναι:

α) τα κίνητρα των διευθυντών,

β) η ρευστότητα και

γ) η διαπραγματευτική δύναμη της εταιρείας.

Στις ιδιωτικές εταιρείες τα προσωπικά κίνητρα του μάνατζερ είναι θετικά συσχετισμένα με το μέγεθος και το κύρος της εταιρείας τους. Οι μάνατζερς επιδιώκουν την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας, γι' αυτό δεν είναι διατεθειμένη να πληρώσουν μεγάλο premium για Σ&Ε, για να μην επηρεαστεί αρνητικά η αξία της επιχείρησης κατά την ημέρα ανακοίνωσης της προσφοράς. Αντίθετα, οι διοικούντες των δημόσιων εταιρειών, που διακατέχονται από προσωπικά οφέλη, για να τα επιτύχουν προσφέρουν μεγάλο premium σε επιφανείς εταιρείες target. Αυτό όμως επιδρά αρνητικά στην τιμή της μετοχής της εταιρείας bidder κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του deal. Επομένως, οι αγορές αντιλαμβάνονται θετικότερα μια συνένωση ιδιωτικών εταιρειών συγκριτικά με μια δημόσια, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι “bidder for private target should gain more than bidder for listed target”.

Σημαντικό κομμάτι μια Σ&Ε αποτελεί και η υπόθεση ότι σε μια ανταγωνιστική αγορά, η καθαρή παρούσα αξία (NPV) της συναλλαγής θα πρέπει να είναι μηδέν, ενώ η εταιρείες bidder πρέπει να παρουσιάζουν κανονικές αποδόσεις (και όχι μη κανονικές αποδόσεις) όταν το bid πραγματοποιείται με μετρητά. Το γεγονός αυτό συνδέεται με την διαθεσιμότητα των πληροφοριών στο ευρύ κοινό. Στις ιδιωτικές εταιρείες οι πληροφορίες είναι περιορισμένες συγκριτικά με τις δημόσιες όπου τα νέα διαχέονται γρηγορότερα. Η αγορά των ιδιωτικών εταιρειών συνήθως έχει μεγαλύτερη ρευστότητα, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι “acquirers of private target should gain more than acquirers of listed targets”.

Οι ιδιωτικές εταιρείες απολαμβάνουν ακόμα ένα πλεονέκτημα που προέρχεται από τον αυστηρό έλεγχο των ιδιοκτητών προς τους διοικούντες της εταιρείας (ιδιοκτήτης – μάνατζερ συχνά είναι το ίδιο πρόσωπο) μειώνοντας έτσι το agency problem. Έτσι οι ιδιωτικές εταιρείες έχουν την δυνατότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή της αγοράς αλλά και τον αγοραστεί επιτυγχάνοντας καλύτερη τιμή προσφοράς. Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι “acquirers of private targets gain less than the acquirers of listed target”.

Ο τρόπος πραγματοποίησης μιας πληρωμής φαίνεται να επιδρά καθοριστικά στην αξία των μετοχών των εταιρειών που λαμβάνουν μέρος. Η πληρωμή μπορεί να γίνει με μετρητά, με μετοχές, με δάνειο ή συνδυαστικά. Το premium μιας Σ&Ε θα πρέπει να ισούται με τα οφέλη της συνένωσης. Συγκεκριμένα, όταν πραγματοποιείται ένα deal με μετοχές, ο μάνατζερ της ιδιωτικής εταιρείας target εξακολουθεί και έχει στην κατοχή του μετοχές στην νέας εταιρεία, επομένως ο έλεγχος των δραστηριοτήτων της συνενωμένης εταιρείας είναι απαραίτητος. Άρα η ανακοίνωση μιας ιδιωτικής εξαγοράς, όπου η πληρωμή γίνεται με μετοχές, αποτελεί θετική πληροφορία και αποφέρει μη κανονικές αποδόσεις στους μετόχους της εταιρείας bidder.

Συνοψίζοντας, τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι τα εξής:

- ✓ η εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας -στόχου επιδρά αρνητικά στις αποδόσεις της εξαγοράζουσας εταιρείας, ενώ η εξαγορά μιας δημόσιας εταιρείας στόχου είναι λιγότερο κερδοφόρα σε σχέση με την ιδιωτική για την εξαγοράζουσα εταιρεία.
- ✓ όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές, η εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας- στόχου επιφέρει κέρδη στην εξαγοράζουσα εταιρεία, ενώ το αντίθετο συμβαίνει εάν η εταιρεία -στόχος είναι δημόσια.
- ✓ η εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας- στόχου παρουσιάζει θετική απόδοση κατά την περίοδο ανακοίνωσης του bid σε αντίθεση με την εξαγορά μιας δημόσιας εταιρείας- στόχου που δεν έχει σημαντικές αλλαγές.

Οι **Kyriazis and Diacogiannis (2004)**, ερεύνησαν τις αποδόσεις των μετοχών κατά την ανακοίνωση των Σ&Ε για την ελληνική αγορά, για το διάστημα 1993-2006. Για την εξεύρεση των deals που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο μελέτης χρησιμοποίησαν την βάση δεδομένων One Banker Deals. Ο υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων πραγματοποιήθηκε με την βοήθεια του market index model με την μέθοδο της ανάλυσης των επιχειρηματικών συμβάντων. Η ελληνική αγορά των Σ&Ε μπορεί να διαχωριστεί σε δύο κύματα Σ&Ε για το διάστημα μελέτης των ερευνητών τα οποία είναι 1998-2000 και 2004-2006. Τα bid που προέκυψαν ανέρχονται στα 100, από τα οποία τα 46 αναφέρονται σε δημόσιες εταιρείες και τα 54 σε ιδιωτικές. Για την εξεύρεση των τιμών των μετοχών, των μερισμάτων, του τρόπου πληρωμής (μετρητά/μετοχές), του book value καθώς και του market value of equity χρησιμοποίησαν την βάση δεδομένων DataStream Total Greek Market Index. Το δείγμα εμπεριέχει μόνο ολοκληρωμένα deal όπου το μερίδιο της εξαγοράζουσας εταιρείας μετά το bid είναι μεγαλύτερο του 50% (δηλαδή έχει τον πλήρη έλεγχο της εξαγορασμένης εταιρείας).

Ουσιαστικά, οι ερευνητές μελέτησαν την απόδοση των μετοχών για περίοδο παρατήρησης (observation period) δυο μηνών πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης για κάθε μία από τις 100 εταιρείες, θέλοντας να εξακριβώσουν πως επηρεάζει ο τρόπος πληρωμών (μετρητά/μετοχές), το είδος της εξαγορασμένης εταιρείας (δημόσια/ιδιωτική) και το μέγεθος των επιμέρους εταιρειών την απόδοση της συνένωσης. Για την υλοποίηση αυτής της μελέτης, διαχώρισαν το δείγμα σε δύο κομμάτια με βάση τον τρόπο πληρωμής (μετρητά/μετοχές) προκειμένου να παρατηρήσουν τις διαφορές στις μη κανονικές αποδόσεις των εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών. Για την εξεύρεση των μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιούν την μονοπαγοντική ανάλυση. Ενώ στην συνέχεια εφαρμόζουν πολλαπλή παλινδρόμηση προκειμένου να ελέγξουν τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την μονοπαγοντική ανάλυση.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι τα εξής:

- ✓ στην Ελλάδα οι Σ&Ε παρουσιάζουν θετικές υψηλές μη κανονικές αποδόσεις συγκριτικά με τις Σ&Ε που πραγματοποιούνται στην Αμερική και την Μ. Βρετανία. Οι αγοράστριες εταιρείες κερδίζουν κατά μέσο όρο 4% - 5% θετικές μη κανονικές αποδόσεις, οι οποίες είναι υψηλές σε σύγκριση με εμπειρικές μελέτες στις παραπάνω χώρες. Επίσης, οι εξαγορασμένες εταιρείες κερδίζουν κατά μέσο όρο 6% - 11% θετικές μη κανονικές αποδόσεις, ποσοστό το οποίο είναι χαμηλότερο κατά 30% σε σχέση με τις προαναφερόμενες χώρες. Οπότε καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη που δημιουργούνται στην Ελλάδα από τα bid είναι μικρότερα για τους μετόχους των εταιρειών- στόχων και μεγαλύτερα για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών.
- ✓ τα κέρδη των Σ&Ε στην Ελλάδα είναι μεγαλύτερα όταν το bid των δημόσιων εταιρειών πραγματοποιείται με μετρητά. Συγκεκριμένα, το κέρδος των μετόχων της αγοράστριας εταιρείας είναι μεγαλύτερο όταν ανταλλάσσονται οι μετοχές της με μετρητά, γεγονός το οποίο είναι απόλυτα συμβεβλημένο με τις εμπειρικές μελέτες. Το γεγονός αυτό πιθανόν να εξηγείται από την υπόθεση υπερτίμησης των μετοχών του προσφέροντος εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης.
- ✓ από την πολλαπλή παλινδρόμηση προέκυψε ότι τα κέρδη των αγοραστριών εταιρειών είναι θετικά συσχετισμένα με την προσφορά σε μετρητά και την εξαγορά των εισηγμένων εταιρειών- στόχων, ενώ τα κέρδη των εξαγοραζόμενων εταιρειών συσχετίζονται θετικά με το μέγεθος των εταιρειών και αρνητικά με την απόκτηση θυγατρικών εταιρειών. Από την σύγκριση των δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών προέκυψε ότι οι αγοράστριες εταιρείες κερδίζουν περισσότερα από την εξαγορά εισηγμένων εταιρειών ενώ έχουν μεγάλη αρνητική μη κανονική απόδοση όταν χρησιμοποιούν μετοχές για την απόκτηση μιας μη εισηγμένης εταιρείας. Αυτή η παρατήρηση συμφωνεί με την αυξημένη bargaining power hypothesis για τις ιδιωτικές εταιρείες στόχους, έρχεται όμως σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των Draper and Paudyal (2006) για τα bid στην Μ. Βρετανία. Το αποτέλεσμα αυτό πιθανόν να εξηγείται από την δυσκολία να αποκτηθεί ο

αποτελεσματικός έλεγχος μιας ιδιωτικής εταιρείας με την συγκατάθεση των ιδιοκτητών της, καθώς οι ίδιοι άνθρωποι είναι και μάνατζερς και ιδιοκτήτες της. Το μικρότερο agency cost που απολαμβάνουν οι ιδιωτικές εταιρείες απαιτεί μεγαλύτερο premium εκ μέρους του αγοραστή, προκρινόμενου να πείσει τους ιδιοκτήτες της ιδιωτικής εταιρείας στόχου να πουλήσουν.

Οι **Bouwman, Fuller and Nain (2006)**, πραγματοποίησαν εμπειρική έρευνα για την αξία και την ποιότητα των Σ&Ε στην αγορά. Το δείγμα τους ανέρχεται σε 2.944 deals και έχει προέλθει από την βάση δεδομένων Mergers and Acquisition Database. Το χρονικό διάστημα της μελέτης είναι από 1/1/1979 έως 21/12/2002 για την χώρα της Αμερικής. Τα βασικά κριτήρια αναζήτησης του δείγματος τους είναι: η αγοράστρια εταιρεία να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο (NYSE, NASDAQ ή AMEX) ενώ η εξαγορασμένη δεν πρέπει να είναι θυγατρική. Η αξία της συναλλαγής θα πρέπει να υπερβαίνει τα \$50 εκατομμύρια, ενώ η εξαγοράστρια εταιρεία θα πρέπει μετά την συνένωση να κατέχει τουλάχιστον το 50% της εξαγοραζόμενης. Η αξία της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας θα πρέπει να είναι το λιγότερο από \$3, ένα μήνα πριν την ανακοίνωση. Ο τρόπος πληρωμής θα πρέπει να έχει γίνει με μετρητά, με μετοχές ή με συνδυασμό και των δύο.

Η βιβλιογραφία των Σ&Ε αναφέρει ότι κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid οι αποδόσεις είναι θετικές για τις εταιρείες target και αρνητικές ή θετικές για τους μετόχους των εταιρειών bidder. Το γεγονός αυτό εξαρτάται από τα βασικά χαρακτηριστικά του deal τα οποία μπορεί να είναι: η μέθοδος εξαγοράς, ο τρόπος πληρωμής (μετρητά/μετοχές), ο τύπος της εταιρείας target κ.α. Συνήθως, οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται με μετρητά ενισχύουν περισσότερο την κερδοφορία των μετόχων συγκριτικά με τις συναλλαγές με μετοχές. Πρόσφατες έρευνες έχουν δείξει ότι, κατά την περίοδο υψηλών αποτιμήσεων των αγορών παρατηρείται και μια άνοδος στην δραστηριότητα της αγοράς των Σ&Ε. Οι αξιολογήσεις της αγοράς φαίνεται να επιδρούν καθοριστικά στην διάθεση των επενδυτών να πραγματοποιήσουν συγχωνεύσεις, καθώς

όταν οι αξιολογήσεις είναι χαμηλές οι εταιρείες target δέχονται bids μόνο αν οι αναμενόμενες συνέργειες υπερτερούν της επίπτωσης των αρνητικών πληροφοριών στην τιμή των μετοχών τους. Αντίθετα, όταν οι αξιολογήσεις είναι υψηλές, αναμένεται τα bids να είναι πιο ελκυστικά και οι εταιρείες target πιο πρόθυμες στο να τα δεχτούν. Όσον αφορά στις εταιρείες bidders φαίνεται να ισχύει, κατά μέσο όρο, ότι όταν οι αγορές είναι σε άνθηση τα deals που πραγματοποιούν είναι υποδεέστερα συγκριτικά με αυτά που πραγματοποιούνται όταν οι αγορές βρίσκονται σε πτώση.

Από τα παραπάνω προκύπτει το ερώτημα που διαπραγματεύονται οι επιστήμονες στο άρθρο τους και αναφέρεται στο εάν είναι διαφορετικές οι Σ&Ε που ανακοινώνονται κατά την περίοδο ανόδου των αγορών συγκριτικά με αυτές που πραγματοποιούνται σε περιόδους ύφεσης; Ουσιαστικά θέλουν να ερευνήσουν κατά πόσον οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται σε περιόδους ανόδου των χρηματαγορών είναι καλύτερες ποιοτικά σε σχέση με αυτές που πραγματοποιούνται κατά την πτώση των χρηματαγορών;

Χωρίζουν την χρονική περίοδο μελέτης του δείγματος τους σε περίοδο υψηλής, μεσαίας και χαμηλής δραστηριότητας, και συγκρίνουν τις επιδόσεις των εταιρειών που ανακοίνωσαν bid μέσα σε αυτές τις συνθήκες της αγοράς. Εξέτασαν την βραχυπρόθεσμη πορεία των μετοχών (μη κανονικές αποδόσεις τριών ημερών- CARs) και την μακροπρόθεσμη πορεία των μετοχών (μη κανονικές αποδόσεις δύο ετών – BHARs), προκειμένου να δουν εάν η αρχικές αντιδράσεις της αγοράς είναι συνεπείς με την αντίδραση των μακροπρόθεσμων επιδόσεων των μετοχών. Πραγματοποίησαν μονοπαραγοντική και πολυπαραγοντική παλινδρόμηση για τις τρεις χρονικές περιόδους προκειμένου να ελέγξουν για τυχόν άλλους παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν την επίδοση των μετοχών, εμπειροχόμενου του τρόπου πληρωμής, τον τύπο της συγχώνευσης (tender/merger), το μέγεθος της συναλλαγής και τον δείκτη M/B market- to- book. Και οι δύο παλινδρομήσεις έδωσαν παρόμοια αποτελέσματα.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από αυτή την έρευνα είναι τα ακόλουθα:

- ✓ Η απόδοση των bidders κατά την ανακοίνωση του bid είναι αρνητική για την περίοδο ανόδου και θετική για την περίοδο καθόδου της αγοράς και η διαφορά αυτή είναι σημαντική.
- ✓ Οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται με μετρητά παρουσιάζουν θετική μακροπρόθεσμη μη κανονική απόδοση για του bidders.
- ✓ Η διαφορά αυτή μεταξύ της περιόδου άνθησης και ύφεσης της αγοράς μακροπρόθεσμα μπορεί να οφείλεται σε: υπερτιμήσεις, στην χρονική συγκυρία της αγοράς και στην τάση των επιλογών των μάνατζερς.

Στην συνέχεια ακολουθεί ο **Πίνακας 1** με συνοπτικά τα παραπάνω άρθρα:

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

<i>Μελέτη</i>	<i>Περίοδος – Δείγμα</i>	<i>Μέθοδος</i>	<i>Αποτελέσματα</i>
Colubov, Petmezas and Travlos (2010)	1893-2007 US & UK	1. short-run event window 2. long- run event window 3. ROA ή ROS	Συγκεντρωτική παρουσίαση όλων των παραγόντων επηρεασμού των Σ&Ε με βάση την διεθνή βιβλιογραφία
Duchin and Schmidt	1980-2009	Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR)	Οι Σ&Ε που ξεκινούν σε περιόδους αυξημένης δραστηριότητας έχουν αρνητική επίδραση στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών λόγω της χαμηλής ποιότητα πρόβλεψης των αναλυτών, στην μεγάλη αβεβαιότητα και στις μικρότερες ποινές των διευθυντικών στελεχών από μια αναποτελεσματική συγχώνευση
Asquith, Bruner and Mullins (1983)	1963-1979 NY & US	Event study methodology & Abnormal Return	Η ανακοίνωση S&E δημιουργεί μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) στις αγοράστριες εταιρείες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Οι μέτοχοι των επιχειρήσεων - στόχων απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις στις μετοχές τους έπειτα από την ανακοίνωση της εξαγοράς.
Gregory (1997)	1984-1992 UK	1. Το CAPM 2. Την προσαρμογή στον κίνδυνο 3. Το χαρτοφυλάκιο ελέγχου απλού μεγέθους	Οι αγοράστριες εταιρείες ζημιώνονται συγκριτικά με τις εταιρείες στόχος σε long run ανάλυση με τα CAAR τους να κυμαίνονται από -0,1182 έως -0,18.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

<i>Μελέτη</i>	<i>Περίοδος – Δείγμα</i>	<i>Μέθοδος</i>	<i>Αποτελέσματα</i>
		4. Το μοντέλο πολλαπλών δεικτών 5. Το μοντέλο πολλαπλών δεικτών σταθμισμένων αξιών 6. Το 3 factor model	
Agrawal and Jaffe (2000)	US & UK	Long-run Abnormal Return	Παρόλο που η απόδοση μετά από μια δημόσια προσφορά είναι μη αρνητική, η μακροχρόνια απόδοση που ακολουθεί τις Σ&Ε είναι αρνητική. Οι μεγαλύτερες υποαποδόσεις ακολουθούν τις Σ&Ε που χρηματοδοτούνται με μετοχές παρά αυτές που χρηματοδοτούνται με μετρητά
Shleifer and Vishny (2001)		Ανέπτυξαν ένα δικό τους μοντέλο για την επίδραση των αγορών στις Σ&Ε	Εισηγήθηκαν ότι τα κύματα των Σ&Ε ενεργοποιούνται από τις υπερτιμήσεις των τιμών των μετοχών από τις αγορές.
Moeller, Stulz and Schlingemann (2003)	1980-2001 US	Abnormal Return	Οι συγχωνεύσεις που γίνονται με μικρές ιδιωτικές εταιρείες έχουν μεγαλύτερη απόδοση από τις αντίστοιχες που γίνονται από δημόσιες.
Dong, Hirshleifer, Richardson and Teoh (2003)	1978-2000	Q-hypothesis	Οι εταιρείες bidder παρουσιάζουν, κατά μέσο όρο, μεγαλύτερο P/B και P/V έναντι των target. Η παρατήρηση αυτή προκύπτει από την υπόθεση των λανθασμένων εκτιμήσεων (misevaluation hypothesis) και είναι δυνητικά συνεπής με την

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

<i>Μελέτη</i>	<i>Περίοδος – Δείγμα</i>	<i>Μέθοδος</i>	<i>Αποτελέσματα</i>
			Q- υπόθεση.
Mara, McConnell και Stolin (2005)	996-2001 17 χώρες της Ευρώπης	Market Index Model	Η πραγματοποίηση συγχωνεύσεων αγοραζουσών επιχειρήσεων με δημόσιες εταιρείες στόχους φαίνεται να αποδίδει μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του - 0,38%, ενώ αντίθετα οι συγχωνεύσεις με ιδιωτικές εταιρείες στόχους φαίνεται να αποδίδουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,48%. Αυτή η θετική επίδραση στις εταιρείες bidder φαίνεται να διατηρείται στο χρόνο και να ισχύει για όλες σχεδόν τις χώρες.
Draper and Paudyal (2006)	1981-2001 US		Όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές, η εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας στόχου επιφέρει κέρδη στην αγοράστρια εταιρεία, ενώ το αντίθετο συμβαίνει εάν η εταιρεία στόχος είναι δημόσια.
Kyriazis and Diacogiannis (2004)	1993-2006 Ελλάδα	Univariate Analysis & Multiple Regression	<p>Στην Ελλάδα οι Σ&Ε παρουσιάζουν θετικές υψηλές μη κανονικές αποδόσεις συγκριτικά με τις Σ&Ε που πραγματοποιούνται στην Αμερική και την Μ. Βρετανία, οι αγοράστριες εταιρείες κερδίζουν κατά μέσο όρο 4% - 5% θετικές μη κανονικές αποδόσεις.</p> <p>Τα κέρδη των Σ&Ε είναι μεγαλύτερα όταν το bid των δημόσιων εταιρειών πραγματοποιείται με μετρητά.</p> <p>Τα κέρδη των αγοραστριών εταιρειών είναι θετικά</p>

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

<i>Μελέτη</i>	<i>Περίοδος – Δείγμα</i>	<i>Μέθοδος</i>	<i>Αποτελέσματα</i>
			συσχετισμένα με την προσφορά σε μετρητά και την εξαγορά των εισηγμένων εταιρειών στόχους, ενώ τα κέρδη των εξαγοραζόμενων εταιρειών συσχετίζονται θετικά με το μέγεθος των εταιρειών και αρνητικά με την απόκτηση θυγατρικών εταιρειών.
Bouwman, Fuller and Nain (2006)	1979-2002 US	Event Study Methodology	Η απόδοση των bidders κατά την ανακοίνωση του bid είναι αρνητική για την περίοδο ανόδου και θετική για την περίοδο καθόδου της αγοράς και η διαφορά αυτή είναι σημαντική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η μεθοδολογία και τα δεδομένα του δείγματος που θα χρησιμοποιηθούν στην εμπειρική έρευνα προκειμένου να διεξάγουμε συμπεράσματα σχετικά με την αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιρειών (bidder & target) κατά την ανακοίνωση Σ&Ε κατά την περίοδο 2008–2010 (της οικονομικής κρίσης), συγκριτικά με την περίοδο 2005–2007 (οικονομικής ανόδου). Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο χαρακτηρισμός της χρονικής περιόδου 2005-2010 ως υποπερίοδοι οικονομικής κρίσης και οικονομικής ανάπτυξης έχουν πραγματοποιηθεί με βάση την βιβλιογραφία και συγκεκριμένα με βάση το άρθρο του Γκίκα Α. Χαρδούβελη (2011) με τίτλο «Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτικές».

3.1 Μεθοδολογία:

Οι περισσότερες μελέτες που έχουν γίνει στον τομέα των Σ&Ε χρησιμοποιούν την μέθοδο της Ανάλυσης Επιχειρηματικών Συμβάντων (Event Studies Methodology) του Brown (1968), με την οποία εξετάζεται κατά πόσον η ανακοίνωση ενός οικονομικού γεγονότος επιδρά στην αξία της επιχείρησης. Την ίδια μέθοδο θα χρησιμοποιήσουμε και εμείς στην short- term ανάλυση μας, προκειμένου να μελετήσουμε την επίδραση των Σ&Ε στην τιμή των μετοχών από την ημερομηνία ανακοίνωσης μέχρι την ολοκλήρωση της, υποθέτοντας ότι η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, δηλαδή η τιμή της μετοχής ενσωματώνει όλες τις πληροφορίες που αφορούν το γεγονός και οι επενδυτές έχουν άμεση πρόσβαση σε αυτές.

Η περίοδος από την ανακοίνωση του deal μέχρι την ολοκλήρωση του είναι γνωστή ως περίοδος παρατήρησης (observation period) και για εμάς είναι το χρονικό διάστημα (-360,-30) ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης (η οποία συμβολίζετε με μηδέν).

Η περίοδος παρατήρησης μπορεί να διαιρεθεί σε χρονικά παράθυρα (event window) και συνήθως είναι υποδιαστήματα πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης, εμείς έχουμε ορίσει ως event window τα διαστήματα (-30,+30), (-5,+5) και (-2,+2) ημερών. Μετά τον ορισμό του observation period και των event windows, θα πρέπει να υπολογισθεί η κανονική απόδοση R_t (Normal Return) των τιμών των μετοχών, για το χρονικό διάστημα (-360,-30) ημερών, που ουσιαστικά απεικονίζει την απόδοση που θα είχε η εταιρεία στην περίπτωση που δεν έχει συμβεί καμία πρόταση. Η διαφορά που προκύπτει από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις και στις αναμενόμενες αποδόσεις ονομάζεται έκτακτη ή μη κανονική απόδοση και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τις Σ&Ε.

1. Για τον χαρακτηρισμό μιας απόδοσης ως έκτακτη (μη κανονική) θα χρησιμοποιήσουμε το **Market Model** (Μοντέλο Αγοράς). Η μη κανονική απόδοση μιας μετοχικής αξίας εκτιμάται βάσει ενός συγκεκριμένου μέτρου προσδιορισμού αναμενόμενων αποδόσεων. Η μη κανονική απόδοση μιας μετοχής είναι η διαφορά της πραγματικής ποσοστιαίας μεταβολής της εν λόγω μετοχής, από τη ποσοστιαία μεταβολή του μέτρου αξιολόγησης. Στην παρούσα έρευνα εφαρμόζεται η μεθοδολογία του Μοντέλου της Αγοράς όπως περιγράφεται στο άρθρο των Golubov, Petmezas and Travlos (2012). Το εν λόγω μοντέλο, συσχετίζει την πραγματοποιηθείσα απόδοση των μετοχών για κάθε μιας εταιρείας με την απόδοση ενός benchmark portfolio που συνηθίζεται να είναι ένας δείκτης αναφοράς.

Ο τύπος του μοντέλου της αγοράς είναι:

$$R_{i_t} = a_{i_t} + b_{i_t} R_{m_t} + e_{i_t}$$

Όπου:

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, M$$

R_{i_t} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής i την στιγμή t

R_{m_t} = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t (benchmark portfolio)

$$b_i = \frac{\text{Cov}(R_{i_t}, R_{m_t})}{\text{Var}(R_{m_t})} = \frac{\sum_{t=0}^T [(R_{i_t} - \bar{R}_i)(R_{m_t} - \bar{R}_m)]}{\sum_{t=0}^T [(R_{m_t} - \bar{R}_m)^2]}$$

$$a_i = \bar{R}_i - b_i \bar{R}_m \quad \text{ή} \quad a_i = E(R_{i_t}) - b_i E(R_{m_t})$$

$$e_{i_t} = \text{το στατιστικό σφάλμα με } E(e_{i_t}) = 0 \text{ και } \text{Var}(e_{i_t}) = \sigma_{e_{i_t}}^2$$

Οι συντελεστές b_i και a_i προκύπτουν είτε από την εφαρμογή των παραπάνω τύπων είτε από παλινδρόμηση του R_{i_t} στα R_{m_t} , με την χρήση του προγράμματος eViews Illustrated Data και οι τιμές τους θα χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό της προβλεπόμενης απόδοσης $E(R_{i_t})$.

Στην περίπτωση μας ως benchmark portfolio θα χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη **FTSE ALL SHARE - PRICE INDEX** για την Μεγάλη Βρετανία και τον δείκτη **S&P 500** για την Αμερική. Επιλέξαμε τους συγκεκριμένους δείκτες καθώς θεωρούμε ότι απεικονίζουν αποτελεσματικά τις εν λόγω αγορές και πληρούν τις προϋποθέσεις για να αποτελέσουν ένα αξιόπιστο μέτρο σύγκρισης του χαρτοφυλακίου μας με την αγορά.

Η προβλεπόμενη απόδοση $E(R_{i_t})$ θα υπολογίζεται για την περίοδο παρατήρησης (-360,-30) ημερών με τον τύπο:

$$E(R_{i_t}) = a_i + b_i R_{m_t}$$

Όπου:

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, M$$

$E(R_{i_t})$ = η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την στιγμή t

R_{m_t} = η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t

Ενώ τα a_i και b_i είναι οι εκτιμήσεις που προέκυψαν από το Market Model, το οποίο αναφέρεται αναλυτικά παρακάτω.

Η μη κανονικής απόδοση υπολογίζεται για το διάστημα μετά την ανακοίνωση του deal και προκύπτουν από τον τύπο:

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

Όπου:

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, M$$

R_{i_t} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής i την στιγμή t

$E(R_{i_t})$ = η προβλεπόμενη απόδοση της μετοχής i την στιγμή t

Εάν η μη κανονική απόδοση είναι θετική ($AR > 0$) τότε μπορούμε να πούμε ότι η Σ&Ε δημιουργεί αξία, σε αντίθετη περίπτωση όπου η μη κανονική απόδοση είναι αρνητική ($AR < 0$) τότε η Σ&Ε καταστρέφει αξία. Τέλος, εάν η μη κανονική απόδοση είναι μηδέν ($AR = 0$) τότε δεν παρατηρείται καμία αλλαγή στην αξία της εταιρείας από το deal της Σ&Ε.

Στην συνέχεια θα πρέπει να υπολογίζουμε την μέση μη κανονική απόδοση AAR_t (Average Abnormal Return) και την αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση $CAAR_t$ (Cumulative Average Abnormal Returns) για την κάθε μετοχή των εταιρειών bidder και target για την περίοδο παρατήρησης (observation period). Το $CAAR_t$, ουσιαστικά αντιπροσωπεύει την συνολική μέση επίδραση των deals για όλες τις εταιρείες για μια συγκεκριμένη περίοδο. Οι τύποι υπολογισμού των αξιών αυτών είναι:

$$AAR_t = \frac{\sum_i AR_{i_t}}{N}$$

$$CAAR_t = \sum_{t=0}^n AAR_t$$

Όπου:

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

$t = 1, \dots, M$

AR_{it} = η μη κανονική απόδοση της μετοχής j την χρονική στιγμή t

AAR_{it} = η μέση μη κανονική απόδοση όλων των εταιρειών j την χρονική στιγμή t

2. Η μη κανονική απόδοση μιας μετοχής μπορεί να υπολογιστεί και με βάση το **Market Index Model**. Η μεθοδολογία αυτή στηρίζεται πάνω στις εμπειρικές έρευνες των Leeth and Borg (2000), Sudarsanam (1996), Smith and Kim (1994), Healy (1992), Dennis and McConnell (1986) και Brown and Warner (1985), σύμφωνα με την οποία οι μη κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται χρησιμοποιώντας ως βάση αξιολόγησης την ποσοστιαία μεταβολή της αγοράς, όπως εκφράζεται από το benchmark δείκτη (δείκτη **FTSE ALL SHARE - PRICE INDEX** για την Μεγάλη Βρετανία και τον δείκτη **S&P 500** για την Αμερική). Αξίζει να σημειωθεί πως, σύμφωνα με τον Conn (2005) και Brown and Warner (1980), για την εκτίμηση βραχυπρόθεσμων αποτελεσμάτων που απορρέουν από ένα νέο γεγονός η εν λόγω μεθοδολογία θεωρείται από τις πλέον αξιόπιστες, ενώ παράλληλα, η εφαρμογή πιο σύνθετων μοντέλων δεν συμβάλει στη στατιστική αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Λαμβάνοντας υπόψη πως το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλες τις μετοχές και πως ο συστηματικός κίνδυνος κάθε μετοχής ισούται με τη μονάδα, τότε η αναμενόμενη απόδοση για κάθε χρεόγραφο j θα είναι ίση με την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, οπότε θα ισχύει ο τύπος:

$$E(R_{it}) = E(R_{mt})$$

Όπου:

$E(R_{it})$ είναι η προβλεπόμενη απόδοση της μετοχής i την στιγμή t

$E(R_{mt})$ είναι η προβλεπόμενη απόδοση της αγοράς την στιγμή t

Συνεπώς, η μη κανονική απόδοση της εταιρείας i την ημέρα t , θα είναι:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Όπου:

AR_{it} είναι η μη κανονική απόδοση της εταιρείας – στόχου i την ημέρα t

R_{it} είναι η πραγματική μεταβολή της αξίας της εταιρείας στόχου i την ημέρα t

R_{mt} είναι η μεταβολή του δείκτη benchmark ή δείκτη της αγοράς

Οι ημερήσιες μη κανονικές αποδόσεις ενός δείγματος εταιρειών (AAR_t) υπολογίζονται προσθέτοντας τις μη κανονικές αποδόσεις κάθε εταιρείας i για την ημέρα t και το εξαγόμενο άθροισμα διαιρείται με το πλήθος (N) των εταιρειών του δείγματος, οπότε:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Για την εκτίμηση της συνολικής επίδρασης της ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγορά στη μετοχική αξία κάθε εταιρείας, προστίθενται οι μη ομαλές αποδόσεις κάθε ημέρας ανάλογα με τη διάρκεια του επιλεγμένου χρονικού παραθύρου. Η συνολική μη ομαλή απόδοση για κάθε εταιρεία (CAR_i) προκύπτει αθροίζοντας τις ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις, από την πρώτη ($d1$) έως την τελευταία ($d2$) ημέρα του υπό εξέταση χρονικού παραθύρου, οπότε:

$$CAR_i = \sum_{t=d1}^{d2} AAR_{it}$$

Στην συνέχεια, αφού έχει υπολογισθεί η συνολική μη κανονική απόδοση για κάθε εταιρεία ξεχωριστά, δύναται να εξαχθεί η μη ομαλή απόδοση του υπό εξέταση δείγματος, βάσει του επιλεγμένου χρονικού παραθύρου. Έτσι λοιπόν, η μέση μη ομαλή απόδοση ενός δείγματος (CAR) που περιλαμβάνει N αριθμό εταιρειών, για συγκεκριμένο event window (από $d1$ έως $d2$), θα είναι η ακόλουθη:

$$CAR = \sum_{t=d1}^{d2} AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=d1}^{d2} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Η αναμενόμενη αξία των μη κανονικών αποδόσεων για κάθε δείγμα θα είναι θετική σε περίπτωση που η ανακοίνωση της Σ&Ε αναμένεται να δημιουργήσει πρόσθετα οφέλη για τους μετόχους των εταιρειών που συνθέτουν το υπό εξέταση δείγμα, ενώ ενδεχόμενες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις προκύπτουν από απαισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με το μέλλον και τα οφέλη της εταιρικής ενοποίησης. Ομοίως, μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις σημαίνουν ουδέτερα αποτελέσματα για τους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών.

3.2 Στατιστικός έλεγχος

Όσον αφορά στο στατιστικό έλεγχο των αποτελεσμάτων, εξειδικεύονται δύο υποθέσεις: η εναλλακτική υπόθεση (alternative hypothesis), η οποία επιδιώκεται να στηριχθεί από τα δεδομένα του δείγματος και συμβολίζεται με H_1 και η μηδενική υπόθεση (null hypothesis), η οποία είναι η αντίθετη της υπόθεσης έρευνας και συμβολίζεται με H_0 . Συγκεκριμένα, στην παρούσα εμπειρική έρευνα η μηδενική υπόθεση (δηλ. Ότι η μέση μη κανονική απόδοση του υπό εξέταση δείγματος ισούται με το μηδέν και άρα οι μέτοχοι των εταιρειών που συμπεριλαμβάνονται στο εν λόγω δείγμα δεν επωφελούνται από την ανακοίνωση της Σ&Ε. Αντίθετα η εναλλακτική υπόθεση δηλώνει ότι η μέση τιμή του εξεταζόμενου δείγματος είναι διάφορη του μηδενός και κατά συνέπεια οι μέτοχοι των εταιρειών, του εν λόγω δείγματος, επηρεάζονται από την ανακοίνωση της εταιρικής συνένωσης. Αναλυτικότερα οι δύο υποθέσεις είναι:

- H_0 : η μέση μη κανονική απόδοση του υπό εξέταση δείγματος ισούται με το μηδέν. Ουδέτερα αποτελέσματα για τους μετόχους των εταιρειών του δείγματος.
- H_1 : Η H_0 δεν γίνεται αποδεκτή και η μέση μη κανονική απόδοση του υπό εξέταση δείγματος είναι διάφορη του μηδενός. Θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα για τους μετόχους των εταιρειών του δείγματος.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι X και S^2 είναι η μέση τιμή και η διακύμανση τυχαίου δείγματος μεγέθους N από κανονικό πληθυσμό, τότε το στατιστικό του ελέγχου (t-statistic) που χρησιμοποιείται είναι η τυχαία μεταβλητή t που ακολουθεί την κατανομή t- statistic με $v=n-1$ βαθμούς ελευθερίας (όπου n το πλήθος του δείγματος).

Ο τύπος είναι: $t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$

Ενώ για το t- statistic των CAARs διαιρούμε τα CAARs της περιόδου παρατήρησης με το τυπικό σφάλμα που έχουν κατά την ίδια περίοδο.

Ο τύπος είναι: $t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} \times S(AAR_t)}$

Το τυπικό σφάλμα προκύπτει από τον τύπο: $S(AAR_t) = \sqrt{\left[\frac{1}{329} \sum_{t=0}^n AAR_t - \overline{AAR} \right]^2}$

Όπου:

\overline{AAR} = είναι ο μέσος όρος των AARs όλου του δείγματος για την estimation περίοδο.

$$\overline{AAR} = \sum_{t=0}^n \frac{AAR_t}{N}$$

T= ο αριθμός των ημερών της estimation period π.χ. (-30,+30)

Εάν το t-stat. είναι μεγαλύτερο ή ίσο από μία κριτική τιμή σύμφωνα με το αντίστοιχο επίπεδο σημαντικότητας, τότε απορρίπτουμε την null hypothesis H_0 , άρα τα AARs ή τα CAARs είναι στατιστικώς σημαντικά.

3.3 Δεδομένα- Δείγμα:

Στα πλαίσια της εργασίας συλλέξαμε αρχικά ένα δείγμα **915** Σ&Ε (δηλαδή 1.830 εταιρειών), που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 2005-2010 στην Μεγάλη Βρετανία και τις Η.Π.Α. Η εύρεση των στοιχείων έγινε από την βάση δεδομένων Thomson Financial One Banker Deals με τα εξής κριτήρια:

1. Χώρα προέλευσης αγοράστριας εταιρείας: Η.Π.Α και Μεγάλη Βρετανία
2. Χώρα προέλευσης εταιρείας στόχου: Η.Π.Α και Μεγάλη Βρετανία
3. Περίοδος ανακοίνωσης του bid: Μεταξύ 1/1/2005 και 31/12/2009

4. Το Status της αγοράστριας εταιρείας: Δημόσια
5. Το Status της εταιρείας στόχου: Δημόσια
6. Το Status του deal: Ολοκληρωμένο
7. Η αξία της συναλλαγής (\$ Mil): Μεγαλύτερο 1 εκατ.
8. Το ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο πριν την εξαγορά: Μικρότερο του 10%
9. Το ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο μετά την εξαγορά : Μεγαλύτερο 50 %

Από το αρχικό δείγμα των 915 Σ&Ε, πρέπει να σημειωθεί ότι, έχουν αφαιρεθεί οι εταιρείες για τις οποίες δεν βρέθηκαν στοιχεία για τις μετοχές τους, καθώς και οι εταιρείες που δεν ολοκλήρωσαν το deal μετά την ανακοίνωση της Σ&Ε. Επομένως, το τελικό δείγμα προς μελέτη αποτελείται από 95 για την Μ. Βρετανία και 713 για τις Η.Π.Α. Το δείγμα αυτό αναφέρεται σε 95 εταιρείες bidders και σε 95 εταιρείες targets για την Μ. Βρετανία ενώ για τις Η.Π.Α. οι εταιρείες bidders είναι 713 και 747 οι εταιρείες targets.

Για την αξιοπιστία του αποτελέσματος, δεν περιορίσαμε το μέγεθος του δείγματος μας σε έναν συγκεκριμένο κλάδο δραστηριότητας (SIC Code), καθότι μελετάμε την απόδοση των Σ&Ε γενικά για τα δύο χρονικά διαστήματα προ οικονομικής κρίσης, 2005-2007 και μετά 2007-2009. Μετά τον διαχωρισμό της χρονικής περιόδου του δείγματος μας με βάση την οικονομική κρίση, το δείγμα μας διαχωρίζεται περαιτέρω σε 36 εταιρείες με ημερομηνία ανακοίνωσης κατά την περίοδο Β και 59 εταιρείες κατά την περίοδο Α, για την χώρα της Μεγάλης Βρετανίας. Ενώ για τις Η.Π.Α. έχουμε 250 εταιρείες που ανακοίνωσαν συνένωση στην περίοδο Β και 463 εταιρείες για την περίοδο Α.

Για την συγκέντρωση των στοιχείων των επιμέρους μετοχών των εταιρειών, χρησιμοποιήσαμε την βάση δεδομένων Datastream με βάση τα εξής στοιχεία:

- ο Ημερήσιες τιμές μετοχών των εταιρειών target και bidder, για το χρονικό διάστημα (-360,+30).

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

- ο Ημερήσιες τιμές των δεικτών benchmark ο οποίος είναι ο FTSE ALL SHARE - PRICE INDEX, για το χρονικό διάστημα (-360,+30).

Στο παράρτημα παραθέτουμε λεπτομερή πίνακες 1 και 2 με όλα τα στοιχεία των εταιρειών που αποτελούν το δείγμα μας.

Μια γενική εικόνα σχετικά με τις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο που εξετάζουμε είναι ο παρακάτω **Πίνακας 2**:

Year	Number of M&A in UK	Transaction Value (\$mil)	Number of M&A in US	Transaction Value (\$mil)
2005	31	19,423	192	396,000
2006	21	7,426	197	378,310
2007	23	13,617	189	226,694
2008	15	39,423	126	188,651
2009	17	5,203	104	246,238

Είναι εμφανές ότι από το 2005 έως το 2009 ο αριθμός των Σ&Ε στις δύο αγορές είναι πτωτικός, γεγονός που πιθανόν να οφείλεται στην γενικότερη οικονομική κατάσταση που ταλανίζει τις παγκόσμιες χρηματαγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

4.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο παραθέτουμε τα στοιχεία που προέκυψαν από την εφαρμογή του Event Studies Methodology με την βοήθεια των Market Model και Market Index Model. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AAR), οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) και τα ποσοστά σημαντικότητας (t-statistic), των εταιρειών **bidder & target**, για κάθε περίοδο παρατήρησης. Τα στοιχεία αυτά είναι ταξινομημένα κατά χώρα και περίοδο μελέτης.

4.1 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-30,+30) ημερών των εταιρειών bidder .

Πίνακας 3: Market Model – Εταιρείες Bidder της Μ. Βρετανίας.

MARKET MODEL								
BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,02%	-0,06	-0,02%	-0,01	1,52%	3,07	1,52%	0,39
-29	0,07%	0,28	0,05%	0,03	-0,14%	-0,28	1,38%	0,36
-28	0,10%	0,41	0,16%	0,08	-0,47%	-0,96	0,91%	0,24
-27	0,14%	0,55	0,30%	0,15	-0,15%	-0,31	0,76%	0,20
-26	-0,20%	-0,78	0,10%	0,05	0,46%	0,93	1,22%	0,31
-25	0,30%	1,20	0,40%	0,20	-0,31%	-0,62	0,91%	0,24
-24	0,14%	0,53	0,54%	0,27	-0,02%	-0,04	0,89%	0,23
-23	-0,14%	-0,54	0,40%	0,20	0,30%	0,61	1,19%	0,31
-22	-0,12%	-0,46	0,28%	0,14	-0,28%	-0,57	0,91%	0,24
-21	0,26%	1,02	0,54%	0,27	0,39%	0,79	1,30%	0,34
-20	0,47%	1,86	1,02%	0,51	1,41%	2,84	2,70%	0,70
-19	-0,17%	-0,67	0,85%	0,43	-0,07%	-0,13	2,64%	0,68
-18	0,37%	1,46	1,22%	0,61	-0,62%	-1,26	2,02%	0,52

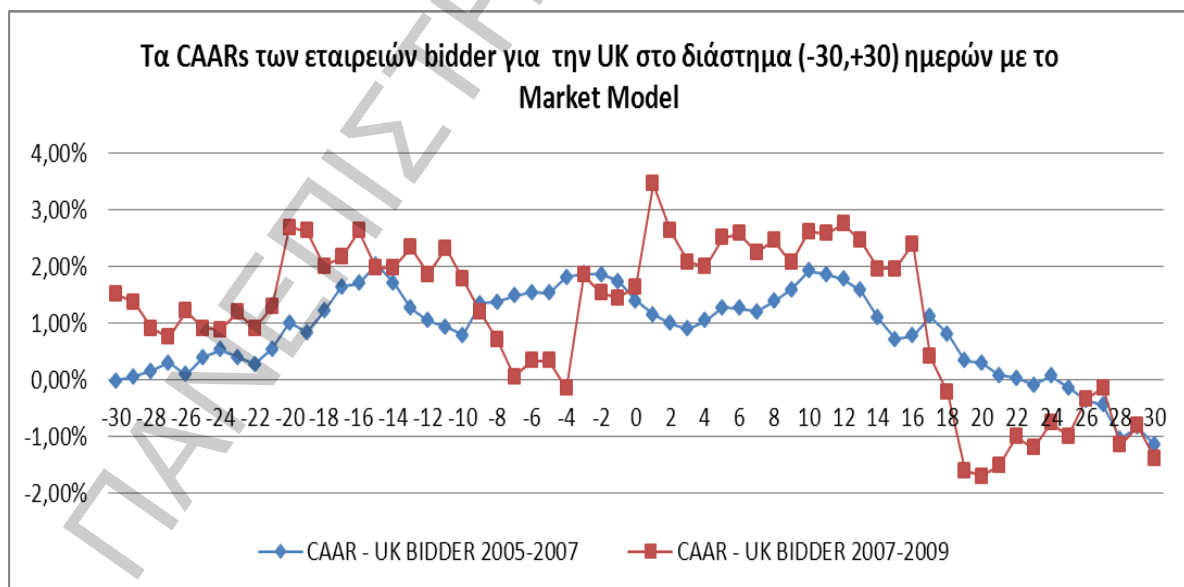
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET MODEL								
BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-17	0,43%	1,70	1,65%	0,83	0,15%	0,31	2,17%	0,56
-16	0,06%	0,23	1,70%	0,86	0,47%	0,95	2,64%	0,68
-15	0,33%	1,32	2,04%	1,03	-0,66%	-1,33	1,98%	0,51
-14	-0,31%	-1,23	1,73%	0,87	0,02%	0,03	1,99%	0,52
-13	-0,46%	-1,82	1,26%	0,64	0,35%	0,70	2,34%	0,61
-12	-0,21%	-0,83	1,05%	0,53	-0,47%	-0,95	1,87%	0,48
-11	-0,11%	-0,45	0,94%	0,47	0,46%	0,92	2,33%	0,60
-10	-0,15%	-0,58	0,79%	0,40	-0,55%	-1,11	1,78%	0,46
-9	0,56%	2,22	1,36%	0,68	-0,58%	-1,17	1,20%	0,31
-8	0,03%	0,11	1,38%	0,70	-0,49%	-0,98	0,71%	0,18
-7	0,10%	0,41	1,49%	0,75	-0,66%	-1,33	0,06%	0,01
-6	0,07%	0,26	1,55%	0,78	0,29%	0,58	0,34%	0,09
-5	-0,01%	-0,04	1,54%	0,78	0,00%	0,00	0,35%	0,09
-4	0,28%	1,11	1,82%	0,92	-0,50%	-1,01	-0,15%	-0,04
-3	0,05%	0,20	1,87%	0,95	2,01%	4,06	1,86%	0,48
-2	0,00%	-0,02	1,87%	0,94	-0,31%	-0,64	1,54%	0,40
-1	-0,13%	-0,51	1,74%	0,88	-0,09%	-0,18	1,45%	0,38
0	-0,33%	-1,32	1,41%	0,71	0,20%	0,40	1,65%	0,43
1	-0,25%	-0,99	1,15%	0,58	1,82%	3,67	3,46%	0,90
2	-0,15%	-0,60	1,00%	0,51	-0,82%	-1,67	2,64%	0,68
3	-0,11%	-0,42	0,90%	0,45	-0,56%	-1,13	2,08%	0,54
4	0,16%	0,62	1,05%	0,53	-0,08%	-0,16	2,00%	0,52
5	0,23%	0,89	1,28%	0,65	0,51%	1,03	2,51%	0,65
6	-0,02%	-0,07	1,26%	0,64	0,07%	0,15	2,59%	0,67
7	-0,06%	-0,23	1,21%	0,61	-0,33%	-0,67	2,26%	0,58
8	0,19%	0,73	1,39%	0,70	0,21%	0,43	2,47%	0,64
9	0,21%	0,82	1,60%	0,81	-0,40%	-0,80	2,07%	0,54
10	0,33%	1,31	1,93%	0,97	0,56%	1,12	2,63%	0,68
11	-0,06%	-0,23	1,87%	0,94	-0,04%	-0,08	2,59%	0,67
12	-0,09%	-0,36	1,78%	0,90	0,17%	0,35	2,76%	0,71
13	-0,19%	-0,74	1,59%	0,80	-0,29%	-0,59	2,47%	0,64
14	-0,49%	-1,93	1,10%	0,56	-0,50%	-1,00	1,97%	0,51
15	-0,38%	-1,50	0,72%	0,36	-0,01%	-0,01	1,96%	0,51
16	0,06%	0,23	0,78%	0,39	0,44%	0,89	2,40%	0,62
17	0,35%	1,37	1,13%	0,57	-1,99%	-4,03	0,41%	0,11
18	-0,31%	-1,21	0,82%	0,41	-0,62%	-1,26	-0,22%	-0,06
19	-0,48%	-1,90	0,34%	0,17	-1,39%	-2,81	-1,61%	-0,42
20	-0,04%	-0,15	0,30%	0,15	-0,10%	-0,19	-1,70%	-0,44
21	-0,22%	-0,86	0,08%	0,04	0,19%	0,38	-1,51%	-0,39
22	-0,05%	-0,18	0,04%	0,02	0,50%	1,02	-1,01%	-0,26
23	-0,12%	-0,49	-0,09%	-0,04	-0,19%	-0,39	-1,20%	-0,31
24	0,16%	0,63	0,07%	0,04	0,44%	0,88	-0,76%	-0,20
25	-0,20%	-0,81	-0,13%	-0,07	-0,22%	-0,45	-0,99%	-0,26
26	-0,22%	-0,88	-0,36%	-0,18	0,65%	1,31	-0,34%	-0,09
27	-0,09%	-0,35	-0,45%	-0,23	0,21%	0,43	-0,13%	-0,03
28	-0,60%	-2,35	-1,04%	-0,53	-1,02%	-2,07	-1,15%	-0,30

MARKET MODEL								
BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
29	0,22%	0,85	-0,83%	-0,42	0,35%	0,71	-0,80%	-0,21
30	-0,32%	-1,27	-1,15%	-0,58	-0,59%	-1,19	-1,39%	-0,36

Από τον παραπάνω πίνακα 1, μπορεί κανείς να παρατηρήσει ότι οι αγοράστριες εταιρείες την ημέρα της ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή της εξαγοράς σημειώνουν αρνητική απόδοση AAR για την περίοδο 2005-2007 (περίοδος Α), της τάξης του - 0,33%, το οποίο είναι στατιστικά μη σημαντική ($t = - 1,32$), ενώ για την περίοδο 2007 - 2009 (περίοδος Β) η απόδοση AAR είναι θετική σε επίπεδο 0,20%, το οποίο είναι επίσης στατιστικά μη σημαντικό ($t = 0,4$). Τα ευρήματα αυτά είναι συνυφασμένα με την γενική θεώρηση όπου επικρατεί και αναφέρει ότι οι μετοχές των bidder σημειώνουν αρνητικές αποδόσεις (από - 16% μέχρι -1%) ή στην καλύτερη των περιπτώσεων είναι ουδέτεροι πραγματοποιώντας πολύ μικρές θετικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές, αποδόσεις, οι οποίες είναι μεγαλύτερες στις εχθρικές δημόσιες προσφορές από ότι στις φιλικές συγχωνεύσεις.

Γράφημα 2:



Στο παραπάνω σχήμα παρατηρούμε ότι, η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών για την περίοδο Α είναι χαμηλότερες συγκριτικά με την περίοδο Β. Είναι εμφανές ότι για την περίοδο προ

κρίσης οι αποδόσεις από την 30^η έως την 2^η ημέρα πριν την ανακοίνωση είναι κατά κύριο λόγο ανοδική με μικρές αυξομειώσεις, γεγονός το οποίο αλλάζει στην συνέχεια και γίνεται καθοδική φτάνοντας στη 30^η ημέρα μετά την ανακοίνωση να σημειώνει απώλειες - 1,15%, το οποίο όμως είναι στατιστικά μη σημαντικό ($t = -0,58$). Η περίοδος της οικονομικής κρίσης παρουσιάζει μεγαλύτερες αυξομειώσεις, οι οποίες είναι μικρότερες και θετικές για το διάστημα πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid, ενώ μετά τα CAARs είναι σχεδόν σταθερά για το διάστημα από την 2^η ημέρα μέχρι την 16^η, φτάνοντας την 30^η ημέρα να είναι αρνητικά -1,39%, ποσοστό το οποίο είναι στατιστικά μη σημαντικό ($t = -0,36$). Οι μεγάλες αρνητικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις που σημειώνονται, επαληθεύουν προηγούμενες μελέτες που καταλήγουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες χάνουν σε σχέση με τις εταιρείες στόχους που φαίνεται να κερδίζουν μεγαλύτερες αρνητικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις.

Πίνακας 4: Market Index Model – Εταιρείες Bidder της Μ. Βρετανίας.

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,07%	-0,26	-0,07%	-0,03	1,43%	2,75	1,43%	0,35
-29	0,04%	0,15	-0,03%	-0,01	-0,05%	-0,09	1,38%	0,34
-28	0,15%	0,59	0,12%	0,06	-0,43%	-0,82	0,95%	0,23
-27	0,15%	0,57	0,27%	0,13	-0,06%	-0,11	0,90%	0,22
-26	-0,17%	-0,67	0,10%	0,05	0,05%	0,10	0,95%	0,23
-25	0,33%	1,31	0,43%	0,21	-0,41%	-0,78	0,54%	0,13
-24	0,13%	0,51	0,56%	0,28	0,15%	0,29	0,69%	0,17
-23	-0,05%	-0,20	0,51%	0,26	0,06%	0,11	0,75%	0,18
-22	-0,05%	-0,20	0,46%	0,23	-0,19%	-0,37	0,56%	0,14
-21	0,26%	1,03	0,72%	0,36	0,24%	0,47	0,80%	0,20
-20	0,47%	1,85	1,20%	0,60	1,72%	3,31	2,52%	0,62
-19	-0,13%	-0,51	1,07%	0,53	-0,24%	-0,47	2,28%	0,56
-18	0,35%	1,35	1,41%	0,71	-0,48%	-0,91	1,81%	0,44
-17	0,45%	1,74	1,86%	0,93	0,38%	0,73	2,18%	0,54
-16	0,09%	0,34	1,95%	0,97	0,66%	1,27	2,84%	0,70
-15	0,37%	1,43	2,31%	1,16	-0,68%	-1,31	2,16%	0,53
-14	-0,31%	-1,19	2,01%	1,00	-0,12%	-0,23	2,04%	0,50
-13	-0,47%	-1,85	1,53%	0,77	0,65%	1,24	2,69%	0,66
-12	-0,18%	-0,72	1,35%	0,67	-0,52%	-1,01	2,16%	0,53
-11	-0,11%	-0,42	1,24%	0,62	0,58%	1,12	2,74%	0,68
-10	-0,11%	-0,44	1,13%	0,56	-0,68%	-1,31	2,06%	0,51
-9	0,52%	2,05	1,65%	0,83	-0,65%	-1,25	1,41%	0,35

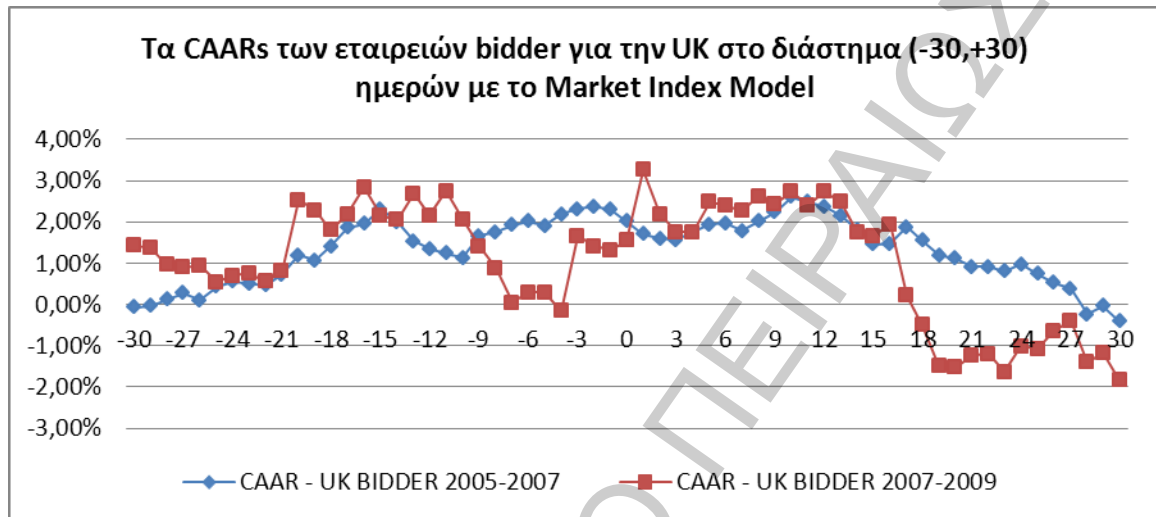
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-8	0,09%	0,37	1,75%	0,87	-0,53%	-1,02	0,88%	0,22
-7	0,18%	0,71	1,93%	0,96	-0,84%	-1,62	0,04%	0,01
-6	0,08%	0,31	2,01%	1,00	0,26%	0,49	0,29%	0,07
-5	-0,11%	-0,43	1,90%	0,95	-0,01%	-0,02	0,29%	0,07
-4	0,29%	1,13	2,19%	1,09	-0,45%	-0,86	-0,16%	-0,04
-3	0,12%	0,48	2,31%	1,16	1,82%	3,49	1,66%	0,41
-2	0,06%	0,22	2,37%	1,18	-0,25%	-0,48	1,41%	0,35
-1	-0,07%	-0,28	2,29%	1,15	-0,08%	-0,16	1,32%	0,33
0	-0,28%	-1,08	2,02%	1,01	0,23%	0,44	1,55%	0,38
1	-0,31%	-1,20	1,71%	0,85	1,71%	3,29	3,27%	0,80
2	-0,11%	-0,45	1,60%	0,80	-1,08%	-2,07	2,19%	0,54
3	-0,03%	-0,11	1,57%	0,78	-0,44%	-0,85	1,74%	0,43
4	0,18%	0,69	1,75%	0,87	0,01%	0,01	1,75%	0,43
5	0,20%	0,77	1,94%	0,97	0,73%	1,41	2,49%	0,61
6	0,02%	0,08	1,96%	0,98	-0,08%	-0,15	2,41%	0,59
7	-0,18%	-0,70	1,78%	0,89	-0,14%	-0,26	2,27%	0,56
8	0,22%	0,88	2,01%	1,00	0,36%	0,69	2,63%	0,65
9	0,23%	0,90	2,24%	1,12	-0,19%	-0,36	2,44%	0,60
10	0,37%	1,44	2,61%	1,30	0,29%	0,57	2,73%	0,67
11	-0,13%	-0,51	2,48%	1,24	-0,33%	-0,63	2,41%	0,59
12	-0,10%	-0,40	2,38%	1,19	0,32%	0,62	2,73%	0,67
13	-0,21%	-0,83	2,16%	1,08	-0,23%	-0,44	2,50%	0,61
14	-0,35%	-1,37	1,81%	0,91	-0,74%	-1,43	1,75%	0,43
15	-0,35%	-1,37	1,46%	0,73	-0,10%	-0,20	1,65%	0,41
16	0,01%	0,05	1,48%	0,74	0,29%	0,55	1,94%	0,48
17	0,40%	1,56	1,88%	0,94	-1,73%	-3,32	0,22%	0,05
18	-0,32%	-1,26	1,55%	0,78	-0,72%	-1,38	-0,50%	-0,12
19	-0,37%	-1,43	1,19%	0,59	-1,00%	-1,93	-1,51%	-0,37
20	-0,07%	-0,26	1,12%	0,56	-0,03%	-0,05	-1,53%	-0,38
21	-0,21%	-0,80	0,91%	0,46	0,30%	0,58	-1,23%	-0,30
22	0,00%	0,00	0,91%	0,46	0,03%	0,06	-1,20%	-0,30
23	-0,12%	-0,46	0,80%	0,40	-0,43%	-0,83	-1,63%	-0,40
24	0,17%	0,66	0,97%	0,48	0,62%	1,18	-1,02%	-0,25
25	-0,22%	-0,87	0,74%	0,37	-0,05%	-0,10	-1,07%	-0,26
26	-0,23%	-0,88	0,52%	0,26	0,43%	0,83	-0,64%	-0,16
27	-0,14%	-0,54	0,38%	0,19	0,25%	0,48	-0,39%	-0,10
28	-0,62%	-2,43	-0,24%	-0,12	-1,01%	-1,95	-1,40%	-0,35
29	0,21%	0,80	-0,03%	-0,02	0,24%	0,45	-1,17%	-0,29
30	-0,38%	-1,49	-0,41%	-0,21	-0,67%	-1,29	-1,84%	-0,45

Τα αποτελέσματα από την εφαρμογή του Market Index Model του πίνακα 2, είναι παρόμοια με τα αποτελέσματα του Market Model του πίνακα 1. Και με αυτό το μοντέλο η απόδοση των αγοραστριών εταιρειών για την Μ. Βρετανία είναι αρνητική

σε ποσοστό - 0,28%, το οποίο είναι στατιστικά μη σημαντικό ($t = -1.08$) για την περίοδο A, ενώ για την περίοδο B η απόδοση είναι 0,23%, η οποία είναι επίσης στατιστικά μη σημαντική ($t = 0,44$).

Γράφημα 3:



Σύμφωνα με το παραπάνω σχήμα, η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών για την περίοδο A παρουσιάζει μικρή διακύμανση, από + 2,3% έως - 0,03%, συγκριτικά με την περίοδο B όπου η διακύμανση είναι μεταξύ + 3,27% έως - 1,84%. Παρατηρούμε όμως ότι τα ποσοστά αυτά είναι στατιστικά μη σημαντικά καθόλου το διάστημα παρατήρησης και για τις δύο περιόδους A & B.

4.2 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-10,+10) ημερών των εταιρειών bidder.

Πίνακας 5: Market Model – Εταιρείες Bidder της Μ. Βρετανίας

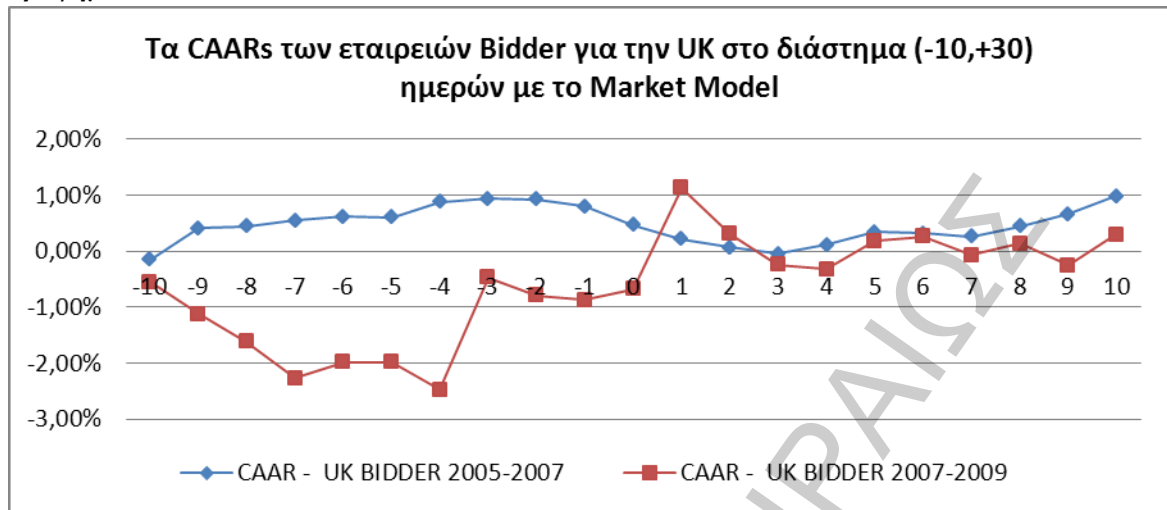
MARKET MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	-0,15%	-0,58	-0,15%	-0,10	-0,55%	-1,09	-0,55%	-0,20
-9	0,56%	2,22	0,42%	0,29	-0,58%	-1,15	-1,12%	-0,40

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-8	0,03%	0,11	0,44%	0,31	-0,49%	-0,97	-1,61%	-0,58
-7	0,10%	0,41	0,55%	0,39	-0,66%	-1,31	-2,27%	-0,81
-6	0,07%	0,26	0,61%	0,43	0,29%	0,57	-1,98%	-0,71
-5	-0,01%	-0,04	0,60%	0,43	0,00%	0,00	-1,98%	-0,71
-4	0,28%	1,11	0,88%	0,62	-0,50%	-0,99	-2,48%	-0,89
-3	0,05%	0,20	0,93%	0,66	2,01%	4,00	-0,47%	-0,17
-2	0,00%	-0,02	0,93%	0,66	-0,31%	-0,63	-0,78%	-0,28
-1	-0,13%	-0,51	0,80%	0,57	-0,09%	-0,18	-0,88%	-0,31
0	-0,33%	-1,31	0,47%	0,33	0,20%	0,39	-0,68%	-0,24
1	-0,25%	-0,99	0,22%	0,15	1,82%	3,62	1,14%	0,41
2	-0,15%	-0,60	0,06%	0,04	-0,82%	-1,64	0,31%	0,11
3	-0,11%	-0,41	-0,04%	-0,03	-0,56%	-1,11	-0,24%	-0,09
4	0,16%	0,62	0,11%	0,08	-0,08%	-0,16	-0,32%	-0,12
5	0,23%	0,89	0,34%	0,24	0,51%	1,02	0,19%	0,07
6	-0,02%	-0,07	0,32%	0,23	0,07%	0,15	0,26%	0,09
7	-0,06%	-0,23	0,27%	0,19	-0,33%	-0,66	-0,07%	-0,02
8	0,19%	0,73	0,45%	0,32	0,21%	0,42	0,14%	0,05
9	0,21%	0,81	0,66%	0,47	-0,40%	-0,79	-0,26%	-0,09
10	0,33%	1,31	0,99%	0,70	0,56%	1,11	0,30%	0,11

Οι αγοράστριες εταιρείες βάση του πίνακα 3, την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος εμφανίζουν αθροιστικές αποδόσεις AAR -0,33% για την περίοδο A και 0,20% για την περίοδο B, που ωστόσο είναι μη στατιστικά σημαντικές ($t = -1,31$ και $t = 0,39$ αντίστοιχα). Αντίστοιχα εμφανίζουν μικρή θετική αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR 0,47% για την περίοδο A και αρνητική -0,68% για την περίοδο B, οι οποίες είναι επίσης στατιστικά μη σημαντικές ($t = 0,33$ και $t = -0,24$ αντίστοιχα). Παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις για την A περίοδο κυμαίνεται γύρω από το μηδέν, με μόνη διαφορά για την 9^η ημέρα πριν και την 10^η ημέρα μετά την ανακοίνωση, όπου τα AAR είναι 0,56% ($t=2,22$) και 0,33% ($t=1,31$) αντίστοιχα. Για την B περίοδο οι διακύμανση των αποδόσεων είναι μεγαλύτερη με χαρακτηριστική αυτή 3^η ημέρα πριν και 1^η ημέρα μετά την ανακοίνωση, όπου τα AAR είναι 2,01% ($t=4$) και 1,82% ($t=3,62$) αντίστοιχα.

Γράφημα 4:



Από το παραπάνω γράφημα παρατηρούμε ότι η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το event window (-10,+10) ημερών είναι 0,99% για την περίοδο A και 0,30% για την περίοδο B, τα οποία είναι στατιστικά μη σημαντικά ($t=0,7$) και ($t=0,11$) αντίστοιχα. Η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για την πρώτη περίοδο είναι σταθερά θετική με πολύ μικρή διακύμανση, ενώ αντίστοιχα για την περίοδο B παρατηρείται μια αυξομείωση μεταξύ -2,48% και 1,14%. Βλέπουμε ότι γι' αυτή την περίοδο οικονομικής κρίσης, η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR είναι πρωτικά αρνητική πριν την ανακοίνωση και ανοδικά θετικά αρχικά και έπειτα (από την 4^η ημέρα) σταθερή θετική έως την 10^η μέρα.

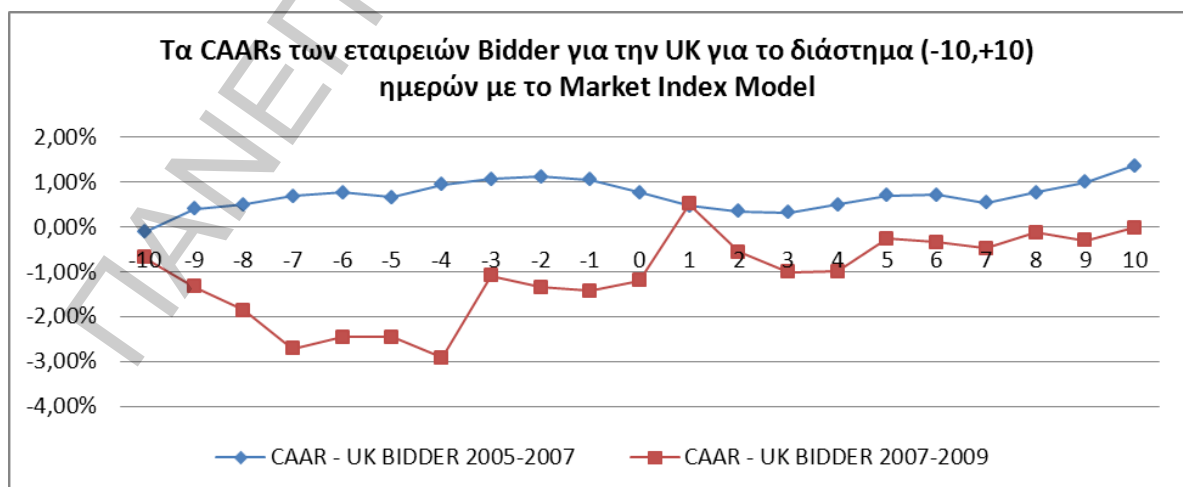
Πίνακας 6: Market Index Model – Εταιρείες Bidder της Μ. Βρετανίας

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	-0,11%	-0,44	-0,11%	-0,08	-0,68%	-1,29	-0,68%	-0,23
-9	0,52%	2,05	0,41%	0,29	-0,65%	-1,23	-1,33%	-0,45
-8	0,09%	0,37	0,51%	0,35	-0,53%	-1,00	-1,86%	-0,63
-7	0,18%	0,71	0,69%	0,48	-0,84%	-1,59	-2,71%	-0,92
-6	0,08%	0,31	0,77%	0,54	0,26%	0,48	-2,45%	-0,83
-5	-0,11%	-0,43	0,66%	0,46	-0,01%	-0,02	-2,46%	-0,83
-4	0,29%	1,13	0,95%	0,66	-0,45%	-0,85	-2,91%	-0,99
-3	0,12%	0,48	1,07%	0,75	1,82%	3,43	-1,09%	-0,37
-2	0,06%	0,22	1,13%	0,79	-0,25%	-0,47	-1,34%	-0,45
-1	-0,07%	-0,28	1,05%	0,74	-0,08%	-0,16	-1,42%	-0,48
0	-0,28%	-1,08	0,78%	0,54	0,23%	0,43	-1,19%	-0,40

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
1	-0,31%	-1,20	0,47%	0,33	1,71%	3,24	0,52%	0,18
2	-0,11%	-0,45	0,35%	0,25	-1,08%	-2,04	-0,56%	-0,19
3	-0,03%	-0,11	0,33%	0,23	-0,44%	-0,83	-1,00%	-0,34
4	0,18%	0,69	0,51%	0,35	0,01%	0,01	-0,99%	-0,34
5	0,20%	0,77	0,70%	0,49	0,73%	1,39	-0,26%	-0,09
6	0,02%	0,08	0,72%	0,51	-0,08%	-0,15	-0,34%	-0,11
7	-0,18%	-0,70	0,54%	0,38	-0,14%	-0,26	-0,47%	-0,16
8	0,22%	0,88	0,77%	0,54	0,36%	0,68	-0,12%	-0,04
9	0,23%	0,90	1,00%	0,70	-0,19%	-0,36	-0,31%	-0,10
10	0,37%	1,44	1,37%	0,96	0,29%	0,56	-0,01%	0,00

Τα αποτελέσματα, και με αυτό το μοντέλο, είναι παρόμοια με αυτά του πίνακα 3 με βάση το Market Model. Βλέπουμε ότι και εδώ η απόδοση για την περίοδο A είναι αρνητική -0,28% και στατιστικά μη σημαντική ($t=-1,08$) ενώ στην B περίοδο η απόδοση είναι θετική μεν 0,23% αλλά στατιστικά μη σημαντική ($t=0,43$). Επίσης είναι εμφανές ότι στο μεγαλύτερο διάστημα την περίοδο παρατήρησης οι αποδόσεις είναι θετικές μεν αλλά πολύ κοντά στο μηδέν. Στην περίοδο της οικονομικής κρίσης παρατηρείται μια στατιστικά σημαντική απόδοση της τάξης του 1,71% η οποία είναι και στατιστικά σημαντική $t=3,24$, στην συνέχεια όμως η απόδοση αυτή δεν διατηρείται.

Γράφημα 5:



Από το παραπάνω γράφημα βλέπουμε ότι οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAAR για το event window αυτό, είναι μεγαλύτερες για την περίοδο A έναντι της περιόδου B. Στην πρώτη περίπτωση τα CAARs είναι σταθερά θετικά με πολύ μικρή διακύμανση (η μπλε γραμμή είναι σχεδόν ευθεία), ενώ στην περίοδο B παρατηρείται μια μεγαλύτερη διακύμανση η οποία από την 10^η μέρα πριν την ανακοίνωση είναι πτωτικά αρνητική και μετά την ημέρα ανακοίνωσης σταθεροποιείται γύρω από το μηδέν.

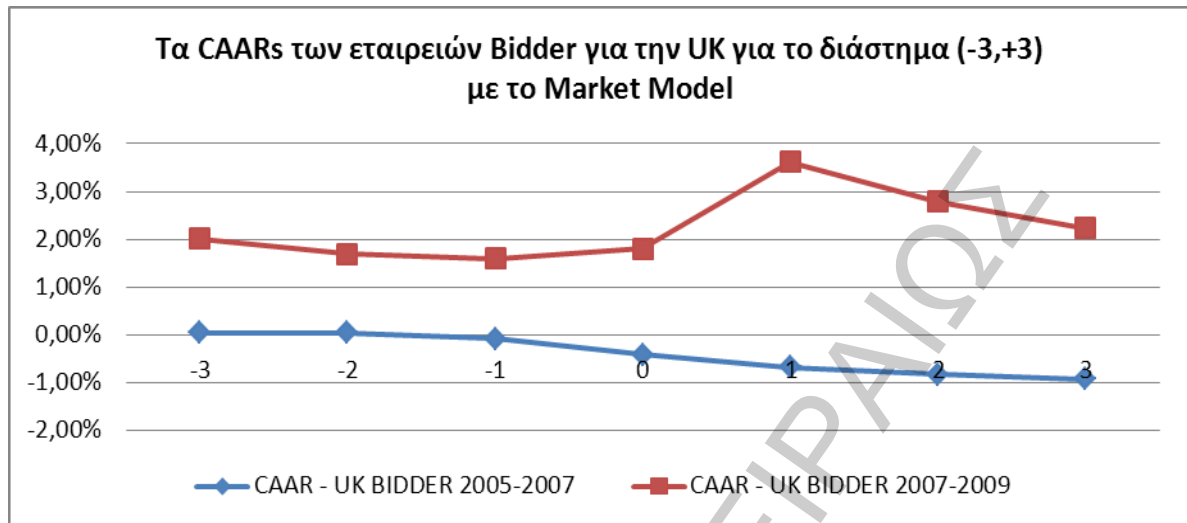
4.3 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-3,+3) ημερών των εταιρειών bidder.

Πίνακας 7: Market Model – Εταιρείες Bidder της Μ. Βρετανίας

MARKET MODEL								
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	0,05%	0,20	0,05%	0,08	2,01%	4,00	2,01%	1,51
-2	0,00%	-0,02	0,05%	0,07	-0,31%	-0,63	1,69%	1,28
-1	-0,13%	-0,51	-0,08%	-0,12	-0,09%	-0,18	1,60%	1,21
0	-0,33%	-1,32	-0,42%	-0,62	0,20%	0,39	1,80%	1,36
1	-0,25%	-0,99	-0,67%	-0,99	1,82%	3,62	3,62%	2,72
2	-0,15%	-0,60	-0,82%	-1,22	-0,82%	-1,64	2,79%	2,10
3	-0,11%	-0,42	-0,93%	-1,38	-0,56%	-1,11	2,23%	1,68

Από τον παραπάνω πίνακα 5 παρατηρούμε ότι, κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος οι εταιρείες bidders σημειώνουν αρνητική αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση AAR της τάξης του -0,33%, για το διάστημα προ κρίσης και θετική απόδοση 0,20%, για το διάστημα της οικονομικής κρίσης. Μετά την 1^η ημέρα προ της ανακοίνωσης οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές για την περίοδο A, ενώ για την B περίοδο οι αποδόσεις γίνονται θετικές από την ημέρα της ανακοίνωσης έως την 1^η μετά την ανακοίνωση του bid.

Γράφημα 6:



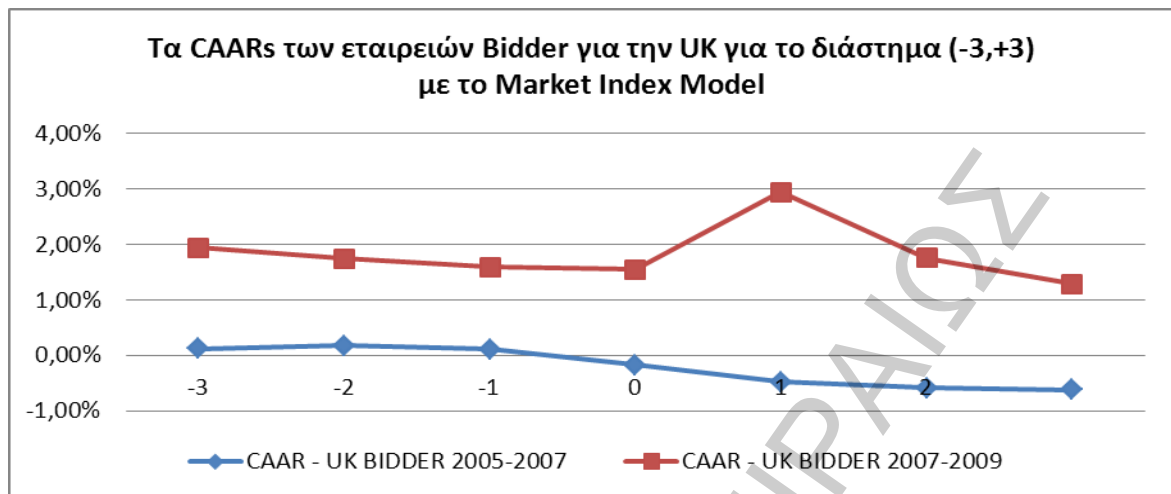
Από το παραπάνω γράφημα βλέπουμε ότι οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAAR για το event window αυτό, είναι τοπικά αρνητικές για την πρώτη περίοδο προ κρίσης και ανοδικά θετικές για την περίοδο της οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα, οι αγοράστριες εταιρείες απολαμβάνουν μεγαλύτερες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ύφεσης σε σχέση με την περίοδο της οικονομικής ανόδου.

Πίνακας 8: Market Index Model – Εταιρείες Bidder της Μ. Βρετανίας

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER – Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	0,12%	0,49	0,12%	0,18	1,82%	3,43	1,82%	1,30
-2	0,06%	0,22	0,18%	0,27	-0,25%	-0,47	1,57%	1,12
-1	-0,07%	-0,28	0,11%	0,16	-0,08%	-0,16	1,48%	1,06
0	-0,28%	-1,08	-0,17%	-0,25	0,23%	0,43	1,71%	1,22
1	-0,31%	-1,20	-0,48%	-0,71	1,71%	3,23	3,43%	2,44
2	-0,11%	-0,45	-0,59%	-0,88	-1,08%	-2,04	2,35%	1,67
3	-0,03%	-0,11	-0,62%	-0,92	-0,44%	-0,83	1,91%	1,36

Είναι εμφανές ότι τα αποτελέσματα και με τα δύο μοντέλα Market Model & Market Index Model γι' αυτό το event window είναι σχεδόν τα ίδια. Το γεγονός αυτό γίνεται πιο εμφανές από το επόμενο γράφημα όπου τα CAARs στα γραφήματα 5 και 6 είναι σχεδόν τα ίδια.

Γράφημα 7:



4.4 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-30,+30) ημερών των εταιρειών target.

Πίνακας 9: Market Model – Εταιρείες Target της Μ. Βρετανίας

MARKET MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) – 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,03%	-0,10	-0,03%	-0,01	1,42%	1,66	1,42%	0,21
-29	-0,54%	-1,56	-0,58%	-0,21	-0,22%	-0,26	1,20%	0,18
-28	-0,02%	-0,06	-0,60%	-0,22	0,75%	0,87	1,95%	0,29
-27	0,24%	0,69	-0,36%	-0,13	0,73%	0,85	2,68%	0,40
-26	0,36%	1,02	0,00%	0,00	0,70%	0,82	3,38%	0,50
-25	-0,03%	-0,08	-0,03%	-0,01	0,93%	1,08	4,31%	0,64
-24	0,15%	0,44	0,12%	0,04	1,70%	1,98	6,01%	0,90
-23	0,35%	0,99	0,47%	0,17	0,26%	0,30	6,27%	0,93
-22	0,31%	0,90	0,78%	0,29	1,20%	1,40	7,47%	1,11
-21	0,32%	0,90	1,10%	0,40	-0,29%	-0,33	7,19%	1,07
-20	0,57%	1,64	1,67%	0,61	-0,38%	-0,44	6,81%	1,02
-19	-0,34%	-0,97	1,33%	0,49	0,40%	0,47	7,21%	1,08
-18	0,11%	0,33	1,45%	0,53	1,22%	1,42	8,43%	1,26
-17	0,51%	1,46	1,96%	0,72	0,61%	0,71	9,04%	1,35
-16	0,27%	0,78	2,23%	0,82	-1,34%	-1,56	7,70%	1,15
-15	0,40%	1,14	2,63%	0,96	0,46%	0,54	8,16%	1,22
-14	-0,13%	-0,38	2,50%	0,91	4,45%	5,19	12,61%	1,88
-13	0,32%	0,91	2,81%	1,03	-0,31%	-0,36	12,30%	1,83
-12	0,35%	1,01	3,17%	1,16	1,14%	1,33	13,43%	2,00
-11	0,60%	1,72	3,77%	1,38	1,03%	1,20	14,46%	2,16

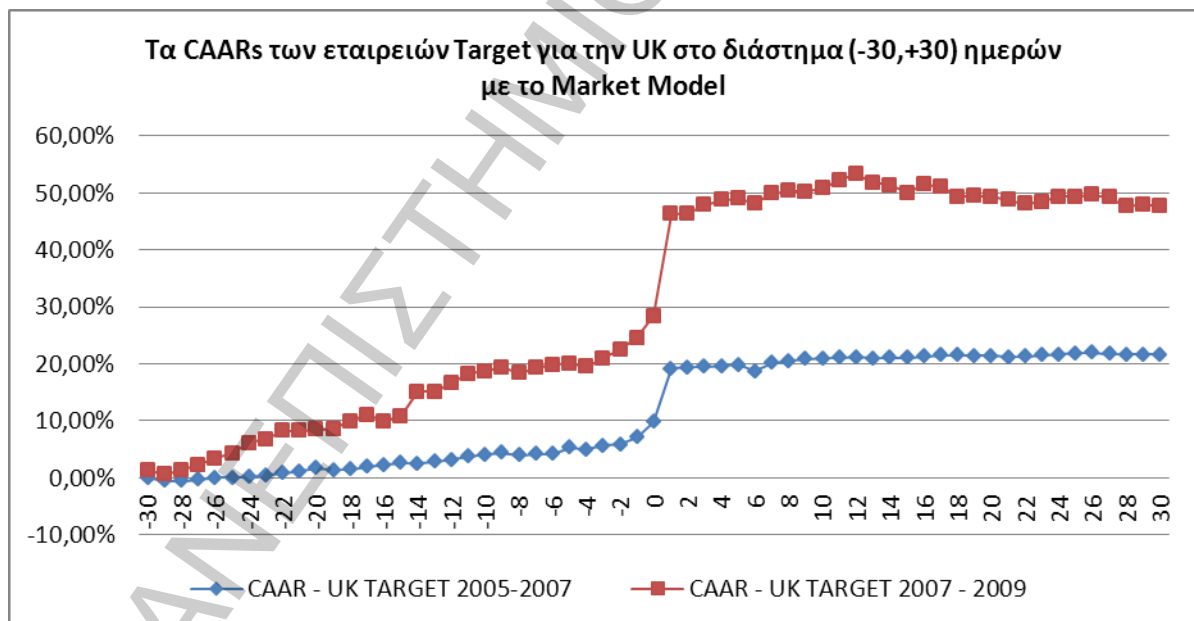
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) – 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	0,29%	0,82	4,06%	1,49	0,19%	0,22	14,65%	2,19
-9	0,30%	0,87	4,36%	1,60	0,32%	0,37	14,97%	2,23
-8	-0,42%	-1,21	3,94%	1,44	-0,60%	-0,69	14,38%	2,14
-7	0,29%	0,83	4,23%	1,55	0,68%	0,79	15,05%	2,25
-6	-0,02%	-0,06	4,21%	1,54	0,54%	0,63	15,59%	2,33
-5	1,05%	3,00	5,26%	1,93	-0,80%	-0,93	14,79%	2,21
-4	-0,27%	-0,78	4,99%	1,83	-0,27%	-0,31	14,52%	2,17
-3	0,65%	1,86	5,64%	2,06	0,82%	0,96	15,35%	2,29
-2	0,28%	0,79	5,91%	2,17	1,24%	1,44	16,59%	2,47
-1	1,19%	3,42	7,11%	2,60	0,90%	1,04	17,48%	2,61
0	2,66%	7,61	9,77%	3,58	1,18%	1,37	18,66%	2,78
1	9,40%	26,89	19,17%	7,02	8,41%	9,80	27,07%	4,04
2	0,24%	0,69	19,41%	7,11	-0,13%	-0,15	26,94%	4,02
3	0,03%	0,09	19,44%	7,12	1,50%	1,74	28,43%	4,24
4	0,12%	0,35	19,56%	7,16	0,77%	0,90	29,21%	4,36
5	0,27%	0,78	19,84%	7,26	-0,09%	-0,10	29,12%	4,34
6	-1,16%	-3,33	18,67%	6,84	0,38%	0,44	29,50%	4,40
7	1,48%	4,23	20,15%	7,38	0,20%	0,23	29,70%	4,43
8	0,36%	1,02	20,51%	7,51	0,13%	0,16	29,83%	4,45
9	0,31%	0,90	20,82%	7,63	-0,41%	-0,48	29,42%	4,39
10	0,13%	0,37	20,95%	7,67	0,46%	0,53	29,88%	4,46
11	0,08%	0,22	21,03%	7,70	1,35%	1,57	31,23%	4,66
12	0,12%	0,35	21,15%	7,75	0,83%	0,97	32,06%	4,78
13	-0,20%	-0,57	20,95%	7,67	-1,24%	-1,44	30,82%	4,60
14	0,08%	0,22	21,03%	7,70	-0,52%	-0,60	30,30%	4,52
15	0,07%	0,21	21,10%	7,73	-1,43%	-1,67	28,87%	4,31
16	0,21%	0,61	21,32%	7,81	1,28%	1,50	30,15%	4,50
17	0,23%	0,66	21,55%	7,89	-0,59%	-0,69	29,56%	4,41
18	-0,05%	-0,14	21,50%	7,87	-1,72%	-2,00	27,84%	4,15
19	-0,12%	-0,35	21,37%	7,83	0,18%	0,21	28,02%	4,18
20	0,05%	0,15	21,43%	7,85	-0,16%	-0,19	27,86%	4,16
21	-0,25%	-0,72	21,18%	7,75	-0,31%	-0,36	27,55%	4,11
22	0,07%	0,21	21,25%	7,78	-0,71%	-0,83	26,83%	4,00
23	0,27%	0,76	21,52%	7,88	0,06%	0,07	26,89%	4,01
24	0,11%	0,32	21,63%	7,92	0,80%	0,94	27,70%	4,13
25	0,22%	0,64	21,85%	8,00	-0,26%	-0,30	27,44%	4,09
26	0,15%	0,43	22,00%	8,06	0,19%	0,22	27,63%	4,12
27	-0,23%	-0,67	21,77%	7,97	-0,24%	-0,28	27,39%	4,09
28	-0,19%	-0,53	21,58%	7,90	-1,36%	-1,58	26,03%	3,88
29	0,03%	0,09	21,61%	7,91	0,33%	0,38	26,36%	3,93
30	0,03%	0,08	21,64%	7,92	-0,37%	-0,43	25,99%	3,88

Σε απόλυτη αντίθεση με ότι αναφέραμε έως τώρα για τις αγοράστριες εταιρείες, έρχονται τα στοιχεία που παραθέτουμε για τις εταιρείες στόχους. Όπως προκύπτει

από τον παραπάνω πίνακα 7, βλέπουμε ότι οι εταιρείες στόχοι κερδίζουν θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid. Οι αποδόσεις αυτές ανέρχονται σε 2,66% και στατιστικά σημαντικές ($t=7,61$) για την περίοδο A και 1,18% αλλά στατιστικά μη σημαντικές ($t=1,37$) για την περίοδο B. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι εταιρείες στόχος του δείγματος μας για την M. Βρετανία αντιδρούν θετικά, διπλασιάζοντας τις τιμές των μετοχών τους, κατά το διάστημα δύο τριών ημερών κατά την ανακοίνωση του bid, στην συνέχεια όμως οι τιμές τους επανέρχονται διατηρώντας μια μικρότερη άνοδο. Για το λόγο αυτό οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs, που παρουσιάζονται παρακάτω, παρουσιάζουν μια υπερβολική άνοδο μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Εάν αφαιρούσαμε τις δύο πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση του bid, τα CAARs θα ήταν μεν θετικά, όπως προκύπτει και από παλαιότερες έρευνες, αλλά σε χαμηλότερο ποσοστό απόδοσης.

Γράφημα 8:



Από το παραπάνω γράφημα είναι εμφανές ότι οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs παρουσιάζουν την ίδια καμπυλότητα και για τα γύρω χρονικά διαστήματα, με την διαφορά ότι στην περίοδο A το CAARs είναι μικρότερα σε σχέση με την περίοδο B, παρότι την 30^η ημέρα πριν της ανακοίνωσης ξεκινούν από το ίδιο

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

σχεδόν σημείο. Η πορεία των δυο καμπυλών είναι θετικά ανοδική, με μια σημαντική ώθηση κατά την ημέρα την ανακοίνωσης της συνένωσης των εταιρειών.

Πίνακας 10: Market Index Model – Εταιρείες Target της Μ. Βρετανίας

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,18%	-0,50	-0,18%	-0,06	1,20%	-1,30	1,20%	0,17
-29	-0,50%	-1,39	-0,68%	-0,24	-0,14%	-0,15	1,06%	0,15
-28	-0,22%	-0,62	-0,90%	-0,32	-0,06%	-0,06	1,01%	0,14
-27	0,16%	0,45	-0,74%	-0,26	-0,16%	-0,18	0,84%	0,12
-26	0,32%	0,88	-0,42%	-0,15	0,54%	0,58	1,38%	0,19
-25	-0,15%	-0,42	-0,57%	-0,20	1,11%	1,21	2,49%	0,35
-24	-0,03%	-0,08	-0,60%	-0,21	0,77%	0,84	3,27%	0,45
-23	0,38%	1,06	-0,22%	-0,08	-0,11%	-0,12	3,15%	0,44
-22	0,07%	0,19	-0,16%	-0,06	1,05%	1,13	4,20%	0,58
-21	0,16%	0,44	0,00%	0,00	-0,02%	-0,03	4,18%	0,58
-20	0,58%	1,62	0,58%	0,21	-1,03%	-1,11	3,15%	0,44
-19	-0,38%	-1,06	0,20%	0,07	0,30%	0,33	3,45%	0,48
-18	0,02%	0,06	0,22%	0,08	0,93%	1,01	4,38%	0,61
-17	0,53%	1,46	0,75%	0,27	0,75%	0,81	5,13%	0,71
-16	0,27%	0,76	1,02%	0,36	-1,69%	-1,83	3,44%	0,48
-15	0,30%	0,83	1,32%	0,47	0,10%	0,11	3,54%	0,49
-14	-0,08%	-0,23	1,24%	0,44	4,48%	4,85	8,02%	1,11
-13	0,18%	0,51	1,42%	0,51	-0,88%	-0,95	7,15%	0,99
-12	0,15%	0,43	1,58%	0,56	1,20%	1,29	8,34%	1,16
-11	0,52%	1,44	2,10%	0,75	1,26%	1,37	9,61%	1,33
-10	0,16%	0,45	2,26%	0,80	-0,30%	-0,32	9,31%	1,29
-9	0,41%	1,13	2,66%	0,95	0,29%	0,32	9,60%	1,33
-8	-0,41%	-1,14	2,25%	0,80	-0,96%	-1,04	8,64%	1,20
-7	0,06%	0,18	2,32%	0,82	-0,04%	-0,05	8,60%	1,19
-6	-0,22%	-0,61	2,10%	0,75	0,01%	0,01	8,61%	1,19
-5	1,05%	2,91	3,14%	1,12	-0,52%	-0,56	8,09%	1,12
-4	-0,34%	-0,94	2,81%	1,00	-0,89%	-0,96	7,20%	1,00
-3	0,68%	1,88	3,48%	1,24	0,53%	0,57	7,73%	1,07
-2	0,14%	0,39	3,63%	1,29	1,08%	1,17	8,81%	1,22
-1	1,14%	3,16	4,76%	1,69	1,61%	1,74	10,42%	1,45
0	2,53%	7,04	7,29%	2,60	0,77%	0,83	11,19%	1,55
1	9,14%	25,42	16,43%	5,85	7,67%	8,31	18,86%	2,62
2	0,16%	0,45	16,59%	5,91	-0,47%	-0,51	18,39%	2,55
3	0,00%	-0,01	16,59%	5,91	1,45%	1,57	19,84%	2,75
4	-0,07%	-0,19	16,52%	5,88	1,26%	1,37	21,11%	2,93
5	0,23%	0,64	16,75%	5,96	-0,29%	-0,31	20,82%	2,89
6	-1,36%	-3,78	15,39%	5,48	0,34%	0,37	21,16%	2,93
7	1,45%	4,04	16,84%	6,00	0,41%	0,44	21,56%	2,99
8	0,19%	0,52	17,03%	6,06	0,30%	0,32	21,86%	3,03

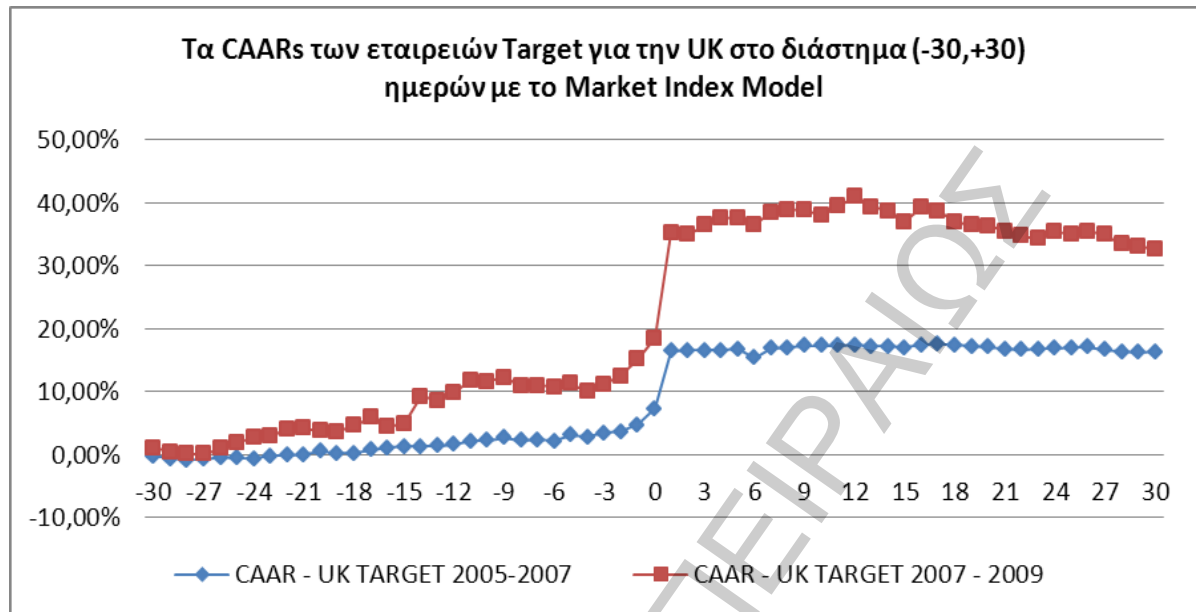
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
9	0,34%	0,94	17,37%	6,18	-0,42%	-0,46	21,44%	2,97
10	-0,10%	-0,29	17,26%	6,15	-0,58%	-0,62	20,86%	2,89
11	0,04%	0,11	17,30%	6,16	1,28%	1,39	22,15%	3,07
12	0,11%	0,31	17,41%	6,20	1,42%	1,54	23,56%	3,27
13	-0,25%	-0,69	17,16%	6,11	-1,39%	-1,50	22,18%	3,08
14	0,03%	0,09	17,20%	6,12	-0,63%	-0,68	21,55%	2,99
15	-0,18%	-0,51	17,02%	6,06	-1,54%	-1,67	20,01%	2,77
16	0,38%	1,06	17,40%	6,19	1,83%	1,98	21,84%	3,03
17	0,09%	0,25	17,49%	6,23	-0,56%	-0,60	21,28%	2,95
18	-0,02%	-0,04	17,47%	6,22	-1,77%	-1,91	19,51%	2,71
19	-0,28%	-0,78	17,19%	6,12	-0,20%	-0,22	19,31%	2,68
20	-0,11%	-0,30	17,08%	6,08	-0,09%	-0,10	19,22%	2,67
21	-0,36%	-0,99	16,73%	5,95	-0,42%	-0,46	18,80%	2,61
22	-0,06%	-0,17	16,67%	5,93	-0,69%	-0,75	18,10%	2,51
23	0,15%	0,41	16,81%	5,99	-0,64%	-0,69	17,47%	2,42
24	0,03%	0,09	16,84%	6,00	1,03%	1,12	18,50%	2,56
25	0,14%	0,38	16,98%	6,05	-0,43%	-0,47	18,06%	2,50
26	0,07%	0,20	17,05%	6,07	0,35%	0,38	18,42%	2,55
27	-0,37%	-1,04	16,68%	5,94	-0,09%	-0,10	18,33%	2,54
28	-0,33%	-0,91	16,35%	5,82	-1,26%	-1,36	17,07%	2,37
29	-0,09%	-0,24	16,27%	5,79	-0,20%	-0,22	16,86%	2,34
30	0,13%	0,35	16,39%	5,84	-0,67%	-0,72	16,20%	2,25

Τα αποτελέσματα και με αυτή την μέθοδο είναι σχεδόν τα ίδια με την μόνη σημαντική διαφορά να παρατηρείται κατά την περίοδο Β, όπου η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση AAR την ημέρα ανακοίνωσης, είναι σημαντικά μικρότερη συγκριτικά με το αποτέλεσμα του Market Model που εμφανίζεται στον πίνακα 7 (από 1,18% σε 0,77%, τα οποία είναι και τα δύο στατιστικά μη σημαντικά).

Η γραφική απεικόνιση των CAARs που επισυνάπτετε παρακάτω, παρουσιάζει την ίδια θετική καμπυλότητα με σημαντική ώθηση κατά την ημέρα της ανακοίνωσης, όπως παρουσιάστηκε και με την εφαρμογή του Market Model.

Γράφημα 9:



4.5 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-10,+10) ημερών των εταιρειών target.

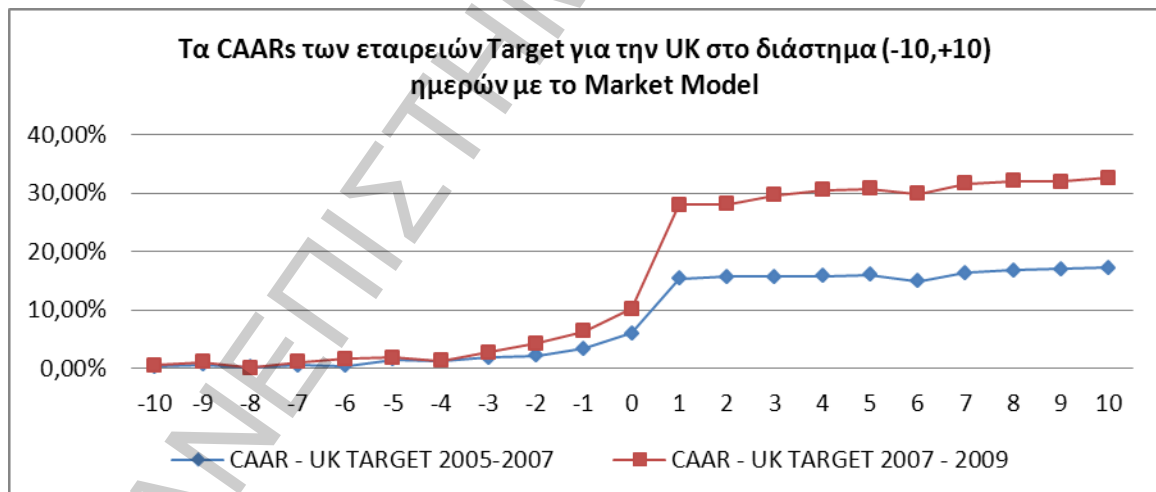
Πίνακας 11: Market Model – Εταιρείες Target της Μ. Βρετανίας

MARKET MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	0,29%	0,83	0,29%	0,15	0,19%	0,21	0,19%	0,04
-9	0,30%	0,87	0,59%	0,30	0,32%	0,35	0,51%	0,10
-8	-0,42%	-1,21	0,17%	0,09	-0,60%	-0,66	-0,09%	-0,02
-7	0,29%	0,83	0,46%	0,24	0,68%	0,75	0,59%	0,12
-6	-0,02%	-0,06	0,44%	0,23	0,54%	0,60	1,13%	0,22
-5	1,05%	3,01	1,49%	0,77	-0,80%	-0,89	0,33%	0,07
-4	-0,27%	-0,78	1,22%	0,63	-0,27%	-0,30	0,06%	0,01
-3	0,65%	1,86	1,87%	0,96	0,82%	0,91	0,88%	0,18
-2	0,28%	0,79	2,14%	1,10	1,24%	1,37	2,12%	0,42
-1	1,19%	3,42	3,34%	1,72	0,90%	0,99	3,02%	0,60
0	2,66%	7,62	6,00%	3,09	1,18%	1,30	4,20%	0,83
1	9,40%	26,94	15,40%	7,93	8,41%	9,31	12,61%	2,51
2	0,24%	0,70	15,64%	8,05	-0,13%	-0,15	12,47%	2,48
3	0,03%	0,09	15,67%	8,07	1,50%	1,66	13,97%	2,78
4	0,12%	0,35	15,79%	8,13	0,77%	0,86	14,74%	2,93
5	0,27%	0,78	16,07%	8,27	-0,09%	-0,10	14,66%	2,91
6	-1,16%	-3,33	14,90%	7,67	0,38%	0,42	15,03%	2,99

MARKET MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
7	1,48%	4,24	16,38%	8,43	0,20%	0,22	15,23%	3,03
8	0,36%	1,02	16,74%	8,62	0,13%	0,15	15,37%	3,05
9	0,31%	0,90	17,06%	8,78	-0,41%	-0,46	14,95%	2,97
10	0,13%	0,37	17,18%	8,84	0,46%	0,51	15,41%	3,06

Οι εταιρείες στόχοι σε αυτό το event windows των 21 ημερών, παρουσιάζουν θετική αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση AAR, κατά την ημέρα ανακοίνωσης της τάξης του 2,66% και 1,18% για τις δύο περιόδους A & B αντίστοιχα, εκ των οποίων η πρώτη τιμή είναι στατιστικά σημαντική ($t=7,62$) ενώ η δεύτερη όχι ($t=1,30$). Αρνητική αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση έχουμε μόνο την 6^η ημέρα μετά την ανακοίνωση για την A περίοδο και την 2^η, 5^η και 9^η ημέρα για την B περίοδο, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι οι επενδυτές δείχνουν βεβαιότητα στο ότι το deal θα πετύχει, και το προεξοφλούν δίνοντας μεγαλύτερες αποδόσεις στις εταιρείες αυτές.

Γράφημα 10:



Σύμφωνα με το γράφημα αυτό, δεν παρατηρείται μεγάλη διακύμανση στις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs των δύο περιόδων από την 30^η έως την ημέρα της ανακοίνωσης. Στην συνέχεια όμως τα κέρδη για τις εταιρείες που πραγματοποίησαν deal την περίοδο της οικονομικής κρίσης είναι μεγαλύτερα συγκριτικά με την περίοδο της οικονομικής ανάπτυξης.

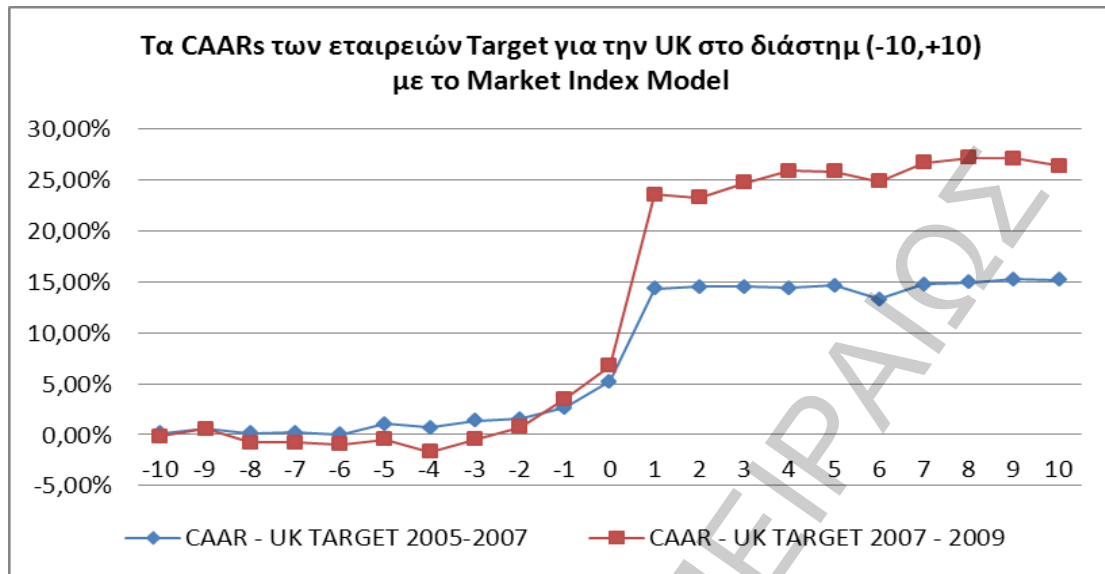
Πίνακας 12: Market Index Model – Εταιρείες Target της Μ. Βρετανίας

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	0,16%	0,45	0,16%	0,08	-0,30%	-0,31	-0,30%	-0,06
-9	0,41%	1,13	0,57%	0,28	0,29%	0,30	-0,01%	0,00
-8	-0,41%	-1,14	0,16%	0,08	-0,96%	-0,99	-0,96%	-0,18
-7	0,06%	0,18	0,22%	0,11	-0,04%	-0,05	-1,01%	-0,19
-6	-0,22%	-0,61	0,00%	0,00	0,01%	0,01	-0,99%	-0,18
-5	1,05%	2,92	1,05%	0,53	-0,52%	-0,54	-1,51%	-0,28
-4	-0,34%	-0,94	0,71%	0,36	-0,89%	-0,92	-2,40%	-0,45
-3	0,68%	1,89	1,39%	0,70	0,53%	0,55	-1,88%	-0,35
-2	0,14%	0,39	1,53%	0,77	1,08%	1,12	-0,79%	-0,15
-1	1,14%	3,17	2,66%	1,34	1,61%	1,66	0,82%	0,15
0	2,53%	7,06	5,20%	2,60	0,77%	0,79	1,58%	0,29
1	9,14%	25,51	14,34%	7,19	7,67%	7,94	9,25%	1,72
2	0,16%	0,45	14,50%	7,27	-0,47%	-0,49	8,78%	1,63
3	0,00%	-0,01	14,49%	7,26	1,45%	1,50	10,24%	1,90
4	-0,07%	-0,19	14,42%	7,23	1,26%	1,31	11,50%	2,14
5	0,23%	0,64	14,65%	7,34	-0,29%	-0,30	11,21%	2,08
6	-1,36%	-3,80	13,29%	6,66	0,34%	0,35	11,55%	2,15
7	1,45%	4,06	14,75%	7,39	0,41%	0,42	11,96%	2,22
8	0,19%	0,52	14,93%	7,48	0,30%	0,31	12,25%	2,28
9	0,34%	0,94	15,27%	7,65	-0,42%	-0,44	11,83%	2,20
10	-0,10%	-0,29	15,17%	7,60	-0,58%	-0,60	11,26%	2,09

Οι διαφοροποιήσεις της μεθόδου αυτής είναι στην περίοδο Β, όπου έχουμε χαμηλότερη αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση AAR έναντι του Market Model, το οποίο είναι στατιστικά μη σημαντικό.

Στην συνέχεια παραθέτουμε το γράφημα των CAARs τα οποία διαφοροποιούνται με αυτά του Market Model στο μέγεθος των αποδόσεων.

Γράφημα 11:



4.6 Το Market Model & Market Index Model για την Μεγάλη Βρετανία για το event windows (-3,+3) ημερών των εταιρειών target.

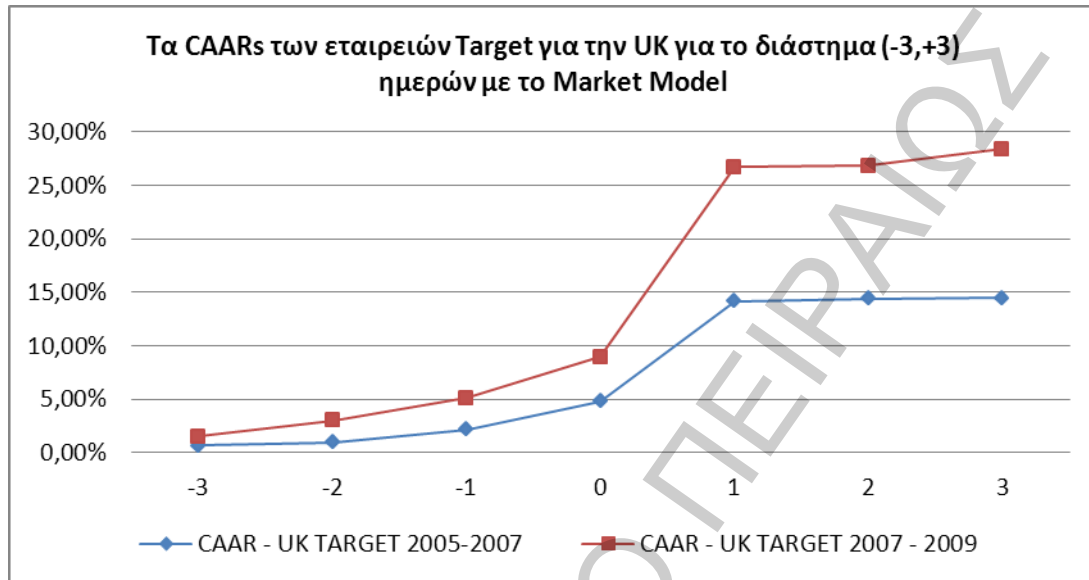
Πίνακας 13: Market Model – Εταιρείες Target της Μ. Βρετανίας

MARKET MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	0,65%	1,84	0,65%	0,70	0,82%	0,92	0,82%	0,35
-2	0,28%	0,78	0,93%	0,99	1,24%	1,38	2,06%	0,87
-1	1,19%	3,38	2,12%	2,27	0,90%	1,00	2,96%	1,25
0	2,66%	7,54	4,78%	5,12	1,18%	1,31	4,13%	1,74
1	9,40%	26,63	14,18%	15,19	8,41%	9,39	12,54%	5,29
2	0,24%	0,69	14,43%	15,45	-0,13%	-0,15	12,41%	5,24
3	0,03%	0,09	14,46%	15,48	1,50%	1,67	13,91%	5,87

Από τον παραπάνω πίνακα 11, παρατηρούμε ότι τα CAARs είναι 14.46% και 13.91% για τα διαστήματα A & B αντίστοιχα, τα οποία είναι στατιστικά σημαντικά ($t=5.48$ και $t=5.87$). Τα ποσοστά αυτά, όπως έχουμε αναφέρει και προηγουμένως, είναι αρκετά υψηλά καθότι οι τιμές των μετοχών των εταιρειών target σχεδόν

διπλασιάζουν τις τιμές τους μετά την ανακοίνωση του bid, πράγμα το οποίο φαίνεται να διορθώνεται από την αγορά μετά την 3^η μέρα από την ανακοίνωση.

Γράφημα 12:



Από το γράφημα 11, βλέπουμε ότι τα CAARs της περιόδου A είναι μικρότερα από τα CAARs της περιόδου B. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι πριν την ημέρα της ανακοίνωσης οι τιμές στο CAARs δεν έχουν μεγάλη διακύμανση γιατί πιθανώς οι επενδυτές να είναι επιφυλακτικοί όσον αφορά την συγχώνευση και η τιμή της μετοχής δεν σπρώχνεται έντονα προς τα πάνω, ίσως οι επενδυτές περιμένουν μέχρι την ημέρα ανακοίνωσης των όρων και της τιμής εξαγοράς προκειμένου να κάνουν την κίνησή τους. Είναι λοιπόν εμφανές ότι η επίδραση της συγχώνευσης είναι θετική στα κέρδη των εταιρειών στόχος για το event windows (-3,+3) ημερών.

Στην συνέχεια παραθέτουμε τα αποτελέσματα με βάση το Market Index Model τα οποία δεν παρουσιάζουν έντονες αντιθέσεις σε σχέση με το Market Model.

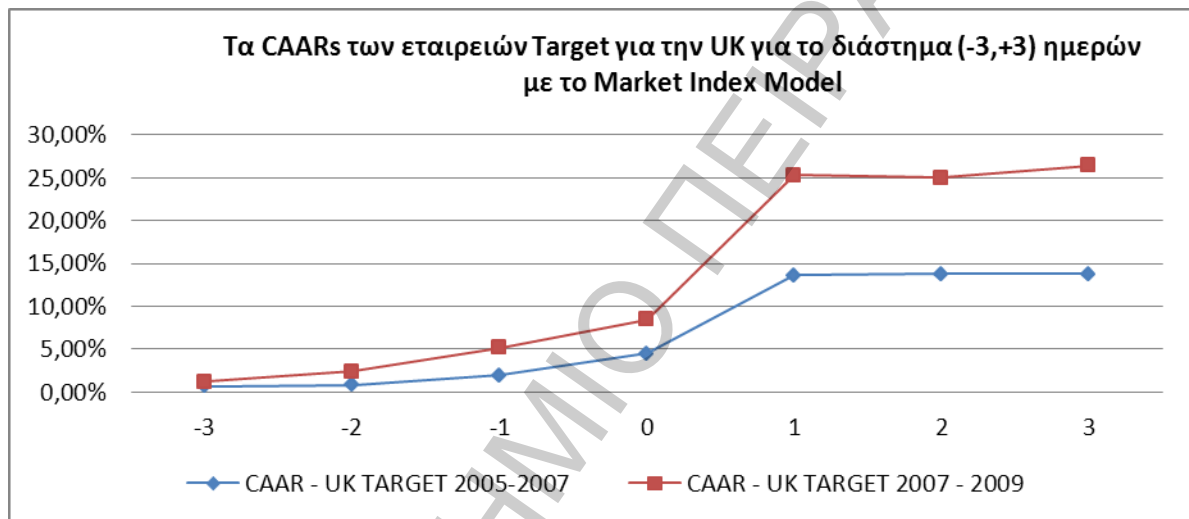
Πίνακας 14: Market Index Model – Εταιρείες Target της Μ. Βρετανίας

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	0,68%	1,87	0,68%	0,71	0,53%	0,55	0,53%	0,21

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ					TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) -2009			
-2	0,14%	0,39	0,82%	0,85	1,08%	1,13	1,61%	0,64
-1	1,14%	3,13	1,95%	2,03	1,61%	1,68	3,22%	1,27
0	2,53%	6,97	4,49%	4,67	0,77%	0,80	3,99%	1,58
1	9,14%	25,18	13,63%	14,19	7,67%	8,02	11,66%	4,61
2	0,16%	0,44	13,79%	14,36	-0,47%	-0,49	11,19%	4,42
3	0,00%	-0,01	13,78%	14,35	1,45%	1,52	12,64%	5,00

Γράφημα 13:



4.7 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-30,+30) ημερών των εταιρειών bidder.

Πίνακας 15: Market Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,09%	-0,38	-0,09%	-0,05	0,14%	0,44	0,14%	0,06
-29	-0,12%	-0,53	-0,21%	-0,12	0,03%	0,10	0,17%	0,07
-28	-0,04%	-0,19	-0,25%	-0,14	-0,21%	-0,66	-0,04%	-0,01
-27	0,02%	0,10	-0,22%	-0,13	-0,03%	-0,11	-0,07%	-0,03
-26	0,01%	0,05	-0,21%	-0,12	-0,17%	-0,53	-0,24%	-0,10
-25	0,15%	0,65	-0,07%	-0,04	-0,21%	-0,66	-0,44%	-0,18
-24	-0,07%	-0,30	-0,13%	-0,08	0,03%	0,10	-0,41%	-0,17

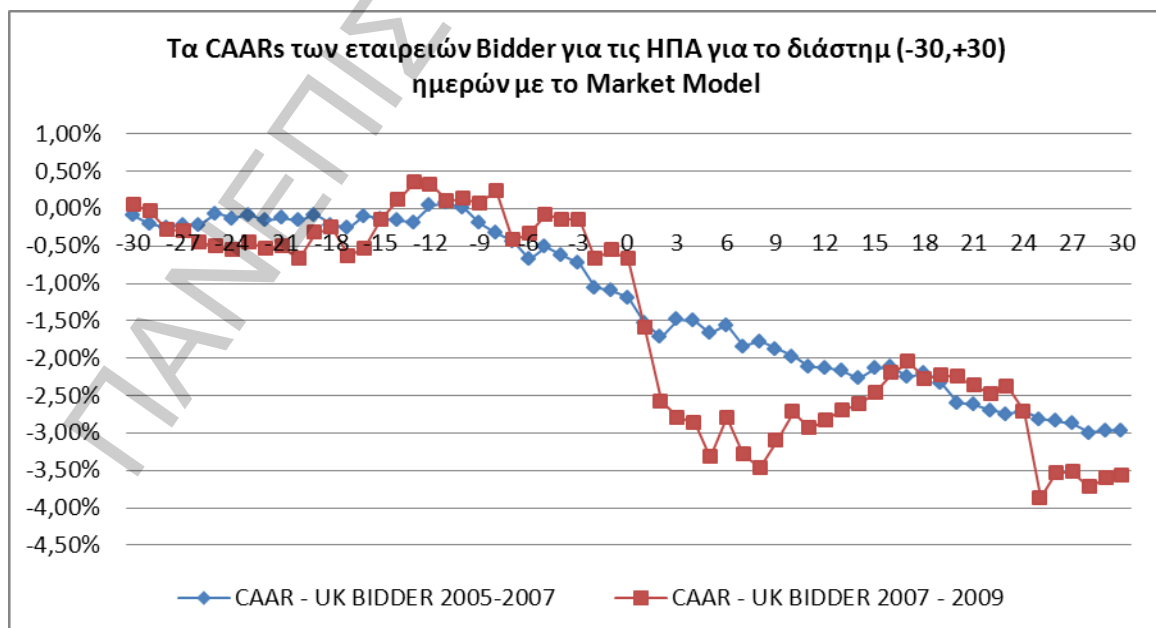
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-23	0,06%	0,25	-0,08%	-0,04	0,04%	0,13	-0,37%	-0,15
-22	-0,08%	-0,34	-0,15%	-0,09	-0,01%	-0,03	-0,38%	-0,16
-21	0,03%	0,13	-0,12%	-0,07	-0,01%	-0,02	-0,38%	-0,16
-20	-0,03%	-0,13	-0,15%	-0,09	-0,14%	-0,44	-0,52%	-0,21
-19	0,07%	0,30	-0,08%	-0,05	0,28%	0,90	-0,24%	-0,10
-18	-0,13%	-0,58	-0,21%	-0,12	0,20%	0,64	-0,04%	-0,02
-17	-0,04%	-0,17	-0,25%	-0,14	-0,33%	-1,07	-0,38%	-0,15
-16	0,16%	0,70	-0,09%	-0,05	-0,07%	-0,21	-0,44%	-0,18
-15	-0,04%	-0,17	-0,13%	-0,08	0,43%	1,37	-0,01%	-0,01
-14	-0,03%	-0,12	-0,16%	-0,09	0,29%	0,91	0,27%	0,11
-13	-0,02%	-0,09	-0,18%	-0,10	0,26%	0,82	0,53%	0,22
-12	0,23%	1,00	0,05%	0,03	-0,25%	-0,80	0,28%	0,11
-11	0,04%	0,16	0,08%	0,05	-0,25%	-0,80	0,02%	0,01
-10	-0,07%	-0,29	0,02%	0,01	0,09%	0,30	0,12%	0,05
-9	-0,21%	-0,92	-0,19%	-0,11	0,14%	0,46	0,26%	0,11
-8	-0,13%	-0,57	-0,32%	-0,18	0,30%	0,96	0,56%	0,23
-7	-0,11%	-0,50	-0,44%	-0,25	-0,55%	-1,75	0,02%	0,01
-6	-0,24%	-1,04	-0,67%	-0,38	0,33%	1,05	0,34%	0,14
-5	0,17%	0,74	-0,50%	-0,29	0,08%	0,25	0,42%	0,17
-4	-0,12%	-0,54	-0,63%	-0,35	0,06%	0,19	0,48%	0,20
-3	-0,10%	-0,44	-0,72%	-0,41	0,10%	0,32	0,58%	0,24
-2	-0,32%	-1,43	-1,05%	-0,59	-0,20%	-0,63	0,38%	0,16
-1	-0,05%	-0,20	-1,09%	-0,62	0,15%	0,48	0,53%	0,22
0	-0,09%	-0,42	-1,19%	-0,67	-0,02%	-0,08	0,51%	0,21
1	-0,34%	-1,52	-1,53%	-0,87	-0,57%	-1,84	-0,06%	-0,03
2	-0,19%	-0,82	-1,72%	-0,97	-0,80%	-2,55	-0,86%	-0,35
3	0,24%	1,05	-1,48%	-0,84	-0,45%	-1,45	-1,32%	-0,54
4	-0,02%	-0,08	-1,50%	-0,85	-0,05%	-0,16	-1,37%	-0,56
5	-0,17%	-0,73	-1,66%	-0,94	-0,29%	-0,93	-1,66%	-0,68
6	0,11%	0,47	-1,56%	-0,88	0,42%	1,34	-1,24%	-0,51
7	-0,28%	-1,25	-1,84%	-1,04	-0,21%	-0,69	-1,45%	-0,60
8	0,06%	0,27	-1,78%	-1,01	-0,23%	-0,74	-1,69%	-0,69
9	-0,10%	-0,44	-1,88%	-1,06	0,45%	1,45	-1,23%	-0,51
10	-0,10%	-0,45	-1,98%	-1,12	0,49%	1,58	-0,74%	-0,30
11	-0,14%	-0,60	-2,11%	-1,20	-0,09%	-0,29	-0,83%	-0,34
12	-0,01%	-0,05	-2,12%	-1,20	0,13%	0,40	-0,70%	-0,29
13	-0,04%	-0,18	-2,17%	-1,23	0,17%	0,55	-0,53%	-0,22
14	-0,10%	-0,45	-2,27%	-1,29	0,18%	0,56	-0,35%	-0,15
15	0,14%	0,60	-2,13%	-1,21	0,03%	0,10	-0,32%	-0,13
16	0,02%	0,09	-2,11%	-1,20	0,23%	0,75	-0,09%	-0,04
17	-0,13%	-0,59	-2,25%	-1,27	0,29%	0,92	0,20%	0,08
18	0,05%	0,24	-2,19%	-1,24	-0,28%	-0,90	-0,08%	-0,03
19	-0,14%	-0,60	-2,33%	-1,32	0,19%	0,60	0,10%	0,04
20	-0,26%	-1,16	-2,59%	-1,47	0,23%	0,75	0,34%	0,14
21	-0,03%	-0,12	-2,62%	-1,48	-0,09%	-0,29	0,25%	0,10
22	-0,08%	-0,35	-2,70%	-1,53	-0,03%	-0,09	0,22%	0,09

MARKET MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
23	-0,05%	-0,22	-2,75%	-1,56	0,15%	0,48	0,37%	0,15
24	0,03%	0,14	-2,71%	-1,54	-0,36%	-1,16	0,01%	0,00
25	-0,10%	-0,43	-2,81%	-1,59	-1,06%	-3,39	-1,06%	-0,43
26	-0,03%	-0,11	-2,84%	-1,61	0,36%	1,15	-0,70%	-0,29
27	-0,03%	-0,15	-2,87%	-1,63	0,05%	0,15	-0,65%	-0,27
28	-0,12%	-0,55	-2,99%	-1,70	-0,08%	-0,25	-0,73%	-0,30
29	0,03%	0,14	-2,96%	-1,68	0,09%	0,29	-0,64%	-0,26
30	-0,01%	-0,04	-2,97%	-1,68	0,04%	0,14	-0,60%	-0,25

Από τον παραπάνω πίνακα 13, μπορεί κανείς να παρατηρήσει ότι οι αγοράστριες εταιρείες στην Αμερική αποδίδουν αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση -0,09% για την περίοδο A και -0,02% για την περίοδο B, τα οποία όμως είναι στατιστικά μη σημαντικά. Είναι εμφανές ότι οι αποδόσεις στο μεγαλύτερο διάστημα του event window είναι αρνητικές γεγονός το οποίο ωθεί και τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs προς την ίδια κατεύθυνση, φτάνοντας την 30^η ημέρα μετά την ανακοίνωση να χάνουν -2,97% προ κρίσης και -0,60% μετά κρίσης, το οποία όμως και πάλι δεν είναι στατιστικά σημαντικά.

Γράφημα 14:



«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Με την γραφική απεικόνιση, γίνεται πιο εμφανής η απότομη πτώση των CAARs μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η αγορά προεξοφλεί αρνητικά τις ανακοίνωσης Σ&Ε για τις αγοράστριες εταιρείες κάτι το οποίο δεν ισχύει για τις εταιρείες στόχους. Η διακύμανση των τιμών είναι πιο έντονη για την περίοδο Β της οικονομικής κρίσης, ενώ για την περίοδο Α η πτώση πραγματοποιείται με σταθερό ρυθμό.

Τα ίδια αποτελέσματα έχουμε και με την εφαρμογή του Market Index Model που παραθέτουμε παρακάτω.

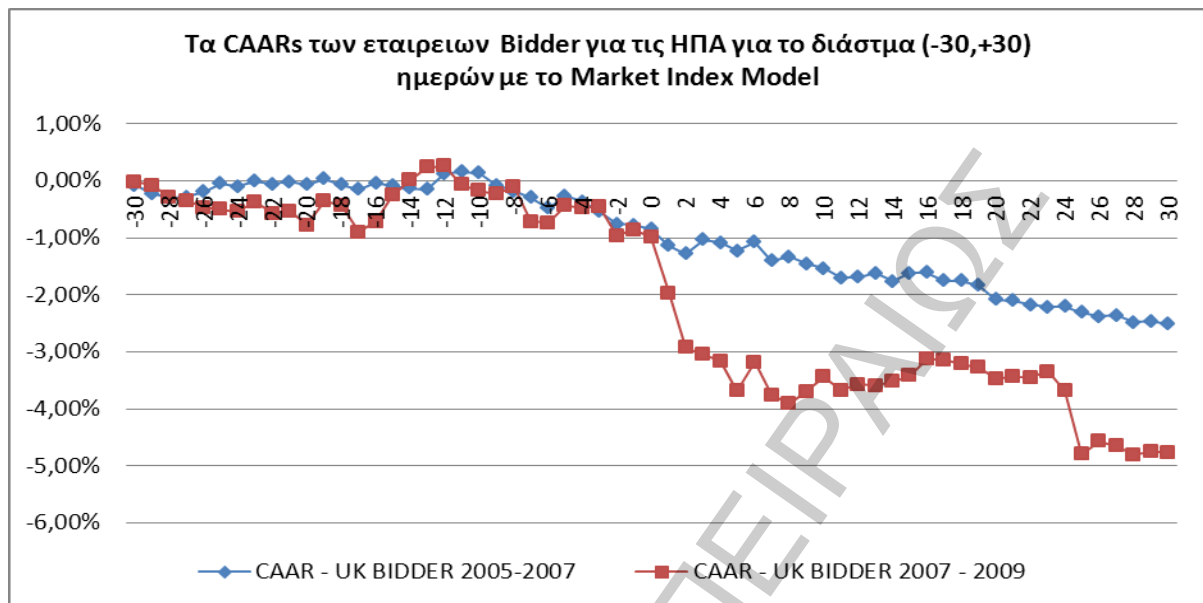
Πίνακας 16: Market Index Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,08%	-0,35	-0,08%	-0,05	0,06%	0,21	0,06%	0,03
-29	-0,14%	-0,59	-0,22%	-0,12	0,07%	0,24	0,13%	0,06
-28	-0,08%	-0,36	-0,30%	-0,17	-0,12%	-0,38	0,02%	0,01
-27	0,02%	0,07	-0,28%	-0,16	-0,08%	-0,26	-0,06%	-0,02
-26	0,10%	0,42	-0,19%	-0,10	-0,22%	-0,73	-0,28%	-0,12
-25	0,14%	0,61	-0,05%	-0,03	-0,17%	-0,58	-0,45%	-0,19
-24	-0,05%	-0,24	-0,10%	-0,06	0,01%	0,03	-0,44%	-0,19
-23	0,10%	0,43	0,00%	0,00	0,08%	0,28	-0,36%	-0,15
-22	-0,05%	-0,23	-0,06%	-0,03	-0,16%	-0,53	-0,52%	-0,22
-21	0,04%	0,16	-0,02%	-0,01	0,01%	0,04	-0,51%	-0,22
-20	-0,05%	-0,23	-0,07%	-0,04	-0,19%	-0,64	-0,70%	-0,30
-19	0,11%	0,46	0,04%	0,02	0,31%	1,02	-0,39%	-0,17
-18	-0,10%	-0,44	-0,07%	-0,04	0,04%	0,12	-0,36%	-0,15
-17	-0,09%	-0,38	-0,15%	-0,08	-0,39%	-1,30	-0,75%	-0,32
-16	0,12%	0,51	-0,04%	-0,02	0,07%	0,24	-0,68%	-0,29
-15	-0,05%	-0,20	-0,08%	-0,05	0,50%	1,67	-0,17%	-0,07
-14	-0,04%	-0,19	-0,13%	-0,07	0,31%	1,04	0,14%	0,06
-13	-0,02%	-0,10	-0,15%	-0,08	0,25%	0,84	0,40%	0,17
-12	0,28%	1,21	0,13%	0,07	-0,26%	-0,86	0,14%	0,06
-11	0,03%	0,13	0,16%	0,09	-0,36%	-1,21	-0,23%	-0,10
-10	-0,02%	-0,08	0,14%	0,08	-0,08%	-0,28	-0,31%	-0,13
-9	-0,22%	-0,96	-0,08%	-0,05	0,16%	0,54	-0,15%	-0,06
-8	-0,10%	-0,42	-0,18%	-0,10	0,23%	0,77	0,08%	0,03
-7	-0,12%	-0,51	-0,30%	-0,16	-0,50%	-1,66	-0,42%	-0,18
-6	-0,18%	-0,79	-0,48%	-0,27	0,17%	0,55	-0,25%	-0,11
-5	0,22%	0,94	-0,26%	-0,15	0,08%	0,26	-0,18%	-0,07
-4	-0,10%	-0,42	-0,36%	-0,20	0,07%	0,24	-0,10%	-0,04
-3	-0,18%	-0,78	-0,54%	-0,30	0,19%	0,63	0,09%	0,04
-2	-0,22%	-0,95	-0,76%	-0,42	-0,29%	-0,96	-0,20%	-0,09

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-1	-0,02%	-0,08	-0,78%	-0,43	0,13%	0,43	-0,08%	-0,03
0	-0,07%	-0,29	-0,85%	-0,47	-0,07%	-0,24	-0,15%	-0,06
1	-0,29%	-1,27	-1,14%	-0,63	-0,68%	-2,25	-0,83%	-0,35
2	-0,14%	-0,61	-1,28%	-0,71	-0,82%	-2,71	-1,64%	-0,70
3	0,24%	1,06	-1,03%	-0,57	-0,37%	-1,23	-2,01%	-0,85
4	-0,05%	-0,22	-1,09%	-0,60	-0,07%	-0,22	-2,08%	-0,88
5	-0,14%	-0,61	-1,23%	-0,68	-0,38%	-1,26	-2,46%	-1,04
6	0,15%	0,67	-1,07%	-0,59	0,35%	1,15	-2,11%	-0,90
7	-0,33%	-1,42	-1,40%	-0,78	-0,24%	-0,80	-2,36%	-1,00
8	0,07%	0,32	-1,33%	-0,74	-0,23%	-0,75	-2,58%	-1,10
9	-0,13%	-0,56	-1,45%	-0,81	0,34%	1,13	-2,24%	-0,95
10	-0,08%	-0,34	-1,53%	-0,85	0,33%	1,10	-1,91%	-0,81
11	-0,17%	-0,72	-1,70%	-0,94	-0,07%	-0,23	-1,98%	-0,84
12	0,01%	0,05	-1,69%	-0,94	0,10%	0,32	-1,88%	-0,80
13	0,07%	0,29	-1,62%	-0,90	-0,09%	-0,30	-1,97%	-0,84
14	-0,14%	-0,61	-1,76%	-0,98	0,21%	0,71	-1,76%	-0,75
15	0,14%	0,62	-1,62%	-0,90	-0,04%	-0,13	-1,79%	-0,76
16	0,01%	0,05	-1,61%	-0,89	0,27%	0,90	-1,52%	-0,65
17	-0,14%	-0,62	-1,75%	-0,97	0,14%	0,45	-1,39%	-0,59
18	0,00%	0,01	-1,75%	-0,97	-0,08%	-0,26	-1,46%	-0,62
19	-0,09%	-0,38	-1,84%	-1,02	0,02%	0,08	-1,44%	-0,61
20	-0,25%	-1,07	-2,08%	-1,16	0,05%	0,16	-1,39%	-0,59
21	-0,02%	-0,09	-2,10%	-1,17	0,06%	0,20	-1,33%	-0,56
22	-0,07%	-0,30	-2,17%	-1,21	0,05%	0,18	-1,27%	-0,54
23	-0,05%	-0,20	-2,22%	-1,23	0,14%	0,48	-1,13%	-0,48
24	0,01%	0,03	-2,21%	-1,23	-0,35%	-1,16	-1,48%	-0,63
25	-0,10%	-0,42	-2,31%	-1,28	-1,01%	-3,35	-2,49%	-1,06
26	-0,07%	-0,31	-2,38%	-1,32	0,30%	1,01	-2,19%	-0,93
27	0,02%	0,09	-2,36%	-1,31	-0,11%	-0,35	-2,29%	-0,97
28	-0,13%	-0,56	-2,49%	-1,38	-0,02%	-0,08	-2,32%	-0,98
29	0,03%	0,12	-2,46%	-1,36	0,02%	0,08	-2,29%	-0,97
30	-0,06%	-0,24	-2,51%	-1,40	0,04%	0,13	-2,25%	-0,96

Γράφημα 15:



4.8 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-10,+10) ημερών των εταιρειών bidder.

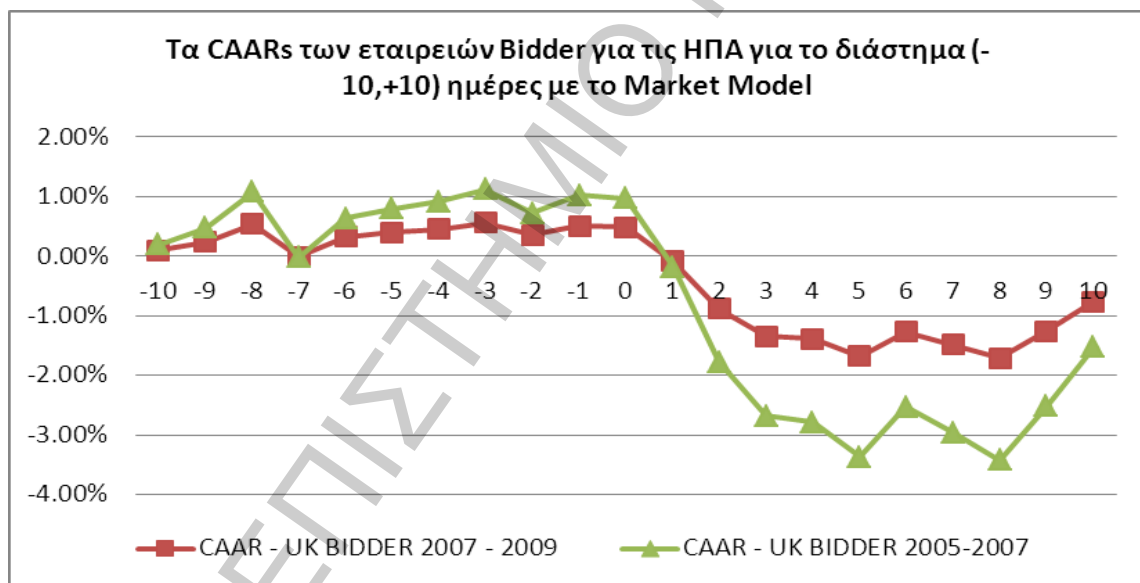
Πίνακας 17: Market Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	-0,07%	-0,30	-0,07%	-0,05	0,09%	0,31	0,09%	0,06
-9	-0,21%	-0,95	-0,27%	-0,23	0,14%	0,47	0,24%	0,14
-8	-0,13%	-0,59	-0,40%	-0,33	0,30%	0,98	0,54%	0,32
-7	-0,11%	-0,52	-0,52%	-0,43	-0,55%	-1,79	-0,01%	0,00
-6	-0,24%	-1,08	-0,75%	-0,62	0,33%	1,08	0,32%	0,19
-5	0,17%	0,77	-0,58%	-0,48	0,08%	0,25	0,40%	0,23
-4	-0,12%	-0,56	-0,71%	-0,58	0,06%	0,20	0,46%	0,27
-3	-0,10%	-0,46	-0,81%	-0,66	0,10%	0,33	0,56%	0,33
-2	-0,32%	-1,48	-1,13%	-0,93	-0,20%	-0,65	0,36%	0,21
-1	-0,05%	-0,21	-1,17%	-0,97	0,15%	0,49	0,51%	0,30
0	-0,09%	-0,43	-1,27%	-1,04	-0,02%	-0,08	0,49%	0,29
1	-0,34%	-1,57	-1,61%	-1,33	-0,57%	-1,88	-0,09%	-0,05
2	-0,19%	-0,85	-1,80%	-1,48	-0,80%	-2,61	-0,89%	-0,52
3	0,24%	1,09	-1,56%	-1,28	-0,45%	-1,49	-1,34%	-0,79
4	-0,02%	-0,09	-1,58%	-1,30	-0,05%	-0,17	-1,39%	-0,82
5	-0,17%	-0,76	-1,74%	-1,43	-0,29%	-0,95	-1,68%	-0,99
6	0,11%	0,49	-1,64%	-1,35	0,42%	1,37	-1,26%	-0,74

MARKET MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
7	-0,28%	-1,29	-1,92%	-1,58	-0,21%	-0,70	-1,48%	-0,87
8	0,06%	0,28	-1,86%	-1,53	-0,23%	-0,76	-1,71%	-1,01
9	-0,10%	-0,46	-1,96%	-1,61	0,45%	1,49	-1,26%	-0,74
10	-0,10%	-0,46	-2,06%	-1,69	0,49%	1,62	-0,76%	-0,45

Γίνεται εμφανές ότι όσο πιο πολύ περιορίζουμε το event window τόσο περιορίζονται και οι “ζημιές” στα κέρδη των αγοραστριών εταιρειών. Επομένως μπορούμε να πούμε ότι οι αγοράστριες εταιρείες τείνουν να χάνουν όλο και περισσότερο όσο μεγαλώνει ο χρονικός ορίζοντας μετά την ανακοίνωση του bid.

Γράφημα 16:



Παρατηρούμε ότι τα CAARs κινούνται πτωτικά και για τις δύο περιόδους. Την 10^η ημέρα μετά την ανακοίνωση, η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση της B περιόδου φαίνεται να αντιδρά θετικά σε ποσοστό 1,62%, το οποίο όμως είναι στατιστικά μη σημαντικό.

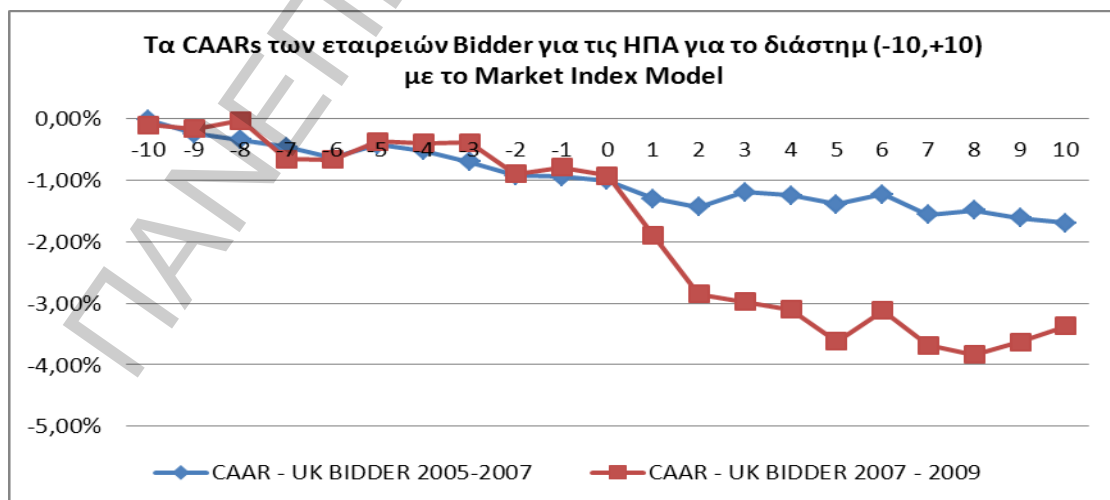
Ομοίως και για το Market Index Model, που επισυνάπτεται παρακάτω.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Πίνακας 18: Market Index Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET INDEX MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	-0,02%	-0,08	-0,02%	-0,01	-0,08%	-0,28	-0,08%	-0,05
-9	-0,22%	-1,00	-0,24%	-0,19	0,16%	0,54	0,08%	0,05
-8	-0,10%	-0,44	-0,34%	-0,27	0,23%	0,78	0,31%	0,19
-7	-0,12%	-0,53	-0,46%	-0,37	-0,50%	-1,69	-0,19%	-0,12
-6	-0,18%	-0,82	-0,64%	-0,51	0,17%	0,56	-0,03%	-0,02
-5	0,22%	0,97	-0,42%	-0,34	0,08%	0,27	0,05%	0,03
-4	-0,10%	-0,44	-0,52%	-0,42	0,07%	0,25	0,13%	0,08
-3	-0,18%	-0,80	-0,70%	-0,56	-0,18%	0,64	0,31%	0,19
-2	-0,22%	-0,98	-0,92%	-0,74	-0,22%	-0,98	0,02%	0,01
-1	-0,02%	-0,09	-0,94%	-0,76	-0,02%	0,44	0,15%	0,09
0	-0,07%	-0,30	-1,00%	-0,81	-0,07%	-0,24	0,08%	0,05
1	-0,29%	-1,31	-1,30%	-1,04	-0,29%	-2,29	-0,60%	-0,36
2	-0,14%	-0,63	-1,44%	-1,16	-0,14%	-2,75	-1,41%	-0,86
3	0,24%	1,09	-1,19%	-0,96	0,24%	-1,25	-1,79%	-1,08
4	-0,05%	-0,23	-1,24%	-1,00	-0,07%	-0,22	-1,85%	-1,12
5	-0,14%	-0,63	-1,38%	-1,12	-0,38%	-1,29	-2,23%	-1,35
6	0,15%	0,69	-1,23%	-0,99	0,35%	1,17	-1,89%	-1,14
7	-0,33%	-1,47	-1,56%	-1,26	-0,24%	-0,81	-2,13%	-1,29
8	0,07%	0,33	-1,48%	-1,20	-0,23%	-0,76	-2,35%	-1,43
9	-0,13%	-0,58	-1,61%	-1,30	0,34%	1,15	-2,01%	-1,22
10	-0,08%	-0,35	-1,69%	-1,36	0,33%	1,12	-1,68%	-1,02

Γράφημα 17:



Η αβεβαιότητα των αγορών και των επενδυτών είναι πιο εμφανής για τις εταιρείες bidder, καθώς βλέπουμε οι διακυμάνσεις των CAARs έχουν αρνητική επίδραση.

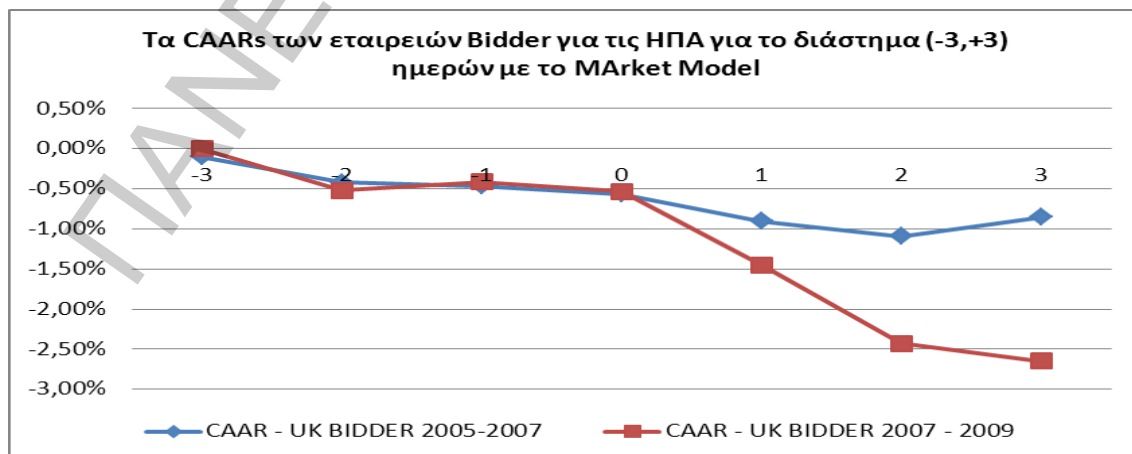
4.9 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-3,+3) ημερών των εταιρειών bidder.

Πίνακας 19: Market Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α

MARKET MODEL								
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	-0,10%	-0,46	-0,10%	-0,17	0,10%	0,33	0,10%	0,13
-2	-0,32%	-1,49	-0,42%	-0,74	-0,20%	-0,65	-0,10%	-0,12
-1	-0,05%	-0,21	-0,47%	-0,82	0,15%	0,49	0,05%	0,07
0	-0,09%	-0,44	-0,56%	-0,98	-0,02%	-0,08	0,03%	0,04
1	-0,34%	-1,58	-0,91%	-1,58	-0,57%	-1,89	-0,54%	-0,68
2	-0,19%	-0,86	-1,09%	-1,90	-0,80%	-2,62	-1,34%	-1,67
3	0,24%	1,10	-0,85%	-1,49	-0,45%	-1,49	-1,80%	-2,23

Σε αυτό το διάστημα παρατήρησης βλέπουμε ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές μετά την ημέρα ανακοίνωση και για τα δύο διαστήματα γεγονός το οποίο σημαίνει ότι η αγορά τόσο πριν όσο και στο διάστημα της κρίσης προεξοφλεί με τον ίδιο ακριβός τρόπο την έκβαση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών.

Γράφημα 18:



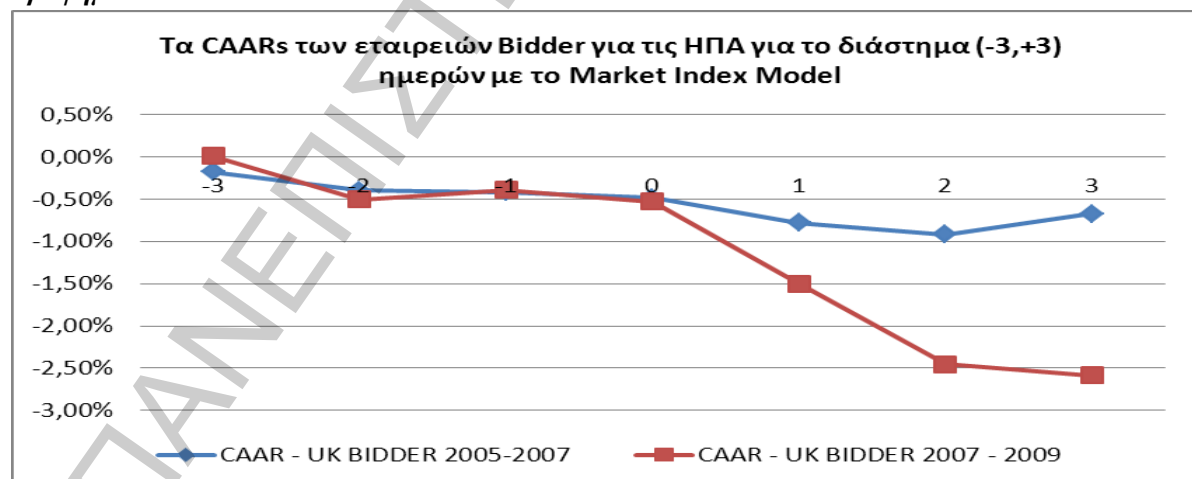
Παρατηρούμε ότι για το διάστημα (-3,0) τα CAARs των αγοραστριών εταιρειών για την περίοδο της κρίσης αποδίδουν σχεδόν το ίδιο με το διάστημα πριν την κρίση, όπου η αγορά λειτουργούσε πιο ομαλά. Ενώ για το διάστημα (0,+3) παρατηρούμε ότι και οι δύο καμπύλες είναι αρνητικές με τα CAARs της περιόδου Β να γίνονται πιο αρνητικά απ' ό,τι αυτά της περιόδου Α.

Ομοίως και για το Market Index Model, που επισυνάπτεται παρακάτω.

Πίνακας 20: Market Index Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET INDEX MODEL									
BIDDER - Η.Π.Α.					BIDDER - Η.Π.Α.				
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009				
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	
-3	-0,18%	-0,81	-0,18%	-0,31	-0,18%	0,64	0,19%	0,24	
-2	-0,22%	-0,99	-0,40%	-0,68	-0,22%	-0,99	-0,10%	-0,13	
-1	-0,02%	-0,09	-0,42%	-0,71	-0,02%	0,44	0,03%	0,03	
0	-0,07%	-0,30	-0,48%	-0,83	-0,07%	-0,24	-0,04%	-0,06	
1	-0,29%	-1,32	-0,78%	-1,33	-0,29%	-2,30	-0,72%	-0,93	
2	-0,14%	-0,63	-0,92%	-1,57	-0,14%	-2,77	-1,54%	-1,97	
3	0,24%	1,10	-0,67%	-1,15	0,24%	-1,26	-1,91%	-2,45	

Γράφημα 19:



4.10 To Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-30,+30) ημερών των εταιρειών target.

Πίνακας 21: Market Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α

MARKET MODEL								
Event Window	TARGET - Η.Π.Α.				TARGET - Η.Π.Α.			
	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,14%	-0,80	-0,14%	-0,10	-0,28%	-0,76	-0,28%	-0,10
-29	0,24%	1,43	0,11%	0,08	0,31%	0,84	0,03%	0,01
-28	-0,14%	-0,80	-0,03%	-0,02	0,32%	0,86	0,35%	0,12
-27	0,22%	1,30	0,19%	0,15	-0,33%	-0,89	0,02%	0,01
-26	0,04%	0,25	0,23%	0,18	0,11%	0,30	0,13%	0,04
-25	0,08%	0,46	0,31%	0,24	0,44%	1,18	0,57%	0,20
-24	-0,15%	-0,87	0,16%	0,12	0,13%	0,34	0,70%	0,24
-23	0,21%	1,22	0,37%	0,28	0,54%	1,44	1,24%	0,42
-22	-0,18%	-1,09	0,19%	0,14	0,58%	1,55	1,82%	0,62
-21	0,03%	0,15	0,21%	0,16	-0,74%	-1,96	1,09%	0,37
-20	0,04%	0,22	0,25%	0,19	0,23%	0,62	1,32%	0,45
-19	-0,05%	-0,31	0,20%	0,15	-0,66%	-1,76	0,66%	0,23
-18	0,14%	0,85	0,34%	0,26	0,78%	2,07	1,43%	0,49
-17	0,07%	0,44	0,41%	0,31	0,09%	0,24	1,53%	0,52
-16	-0,31%	-1,80	0,11%	0,08	0,05%	0,13	1,57%	0,54
-15	0,21%	1,22	0,32%	0,24	-0,53%	-1,42	1,04%	0,35
-14	0,21%	1,24	0,53%	0,40	0,03%	0,09	1,07%	0,37
-13	-0,35%	-2,05	0,18%	0,13	-0,55%	-1,46	0,52%	0,18
-12	0,36%	2,14	0,54%	0,41	0,47%	1,26	0,99%	0,34
-11	-0,05%	-0,27	0,50%	0,37	-0,10%	-0,26	0,90%	0,31
-10	0,41%	2,39	0,90%	0,68	0,14%	0,37	1,04%	0,35
-9	-0,04%	-0,22	0,87%	0,65	0,80%	2,12	1,83%	0,63
-8	-0,05%	-0,31	0,81%	0,61	0,85%	2,26	2,68%	0,92
-7	0,14%	0,85	0,96%	0,72	-0,34%	-0,90	2,34%	0,80
-6	0,47%	2,75	1,42%	1,07	0,86%	2,29	3,20%	1,09
-5	0,02%	0,09	1,44%	1,09	-0,61%	-1,63	2,59%	0,89
-4	0,04%	0,23	1,48%	1,11	0,05%	0,13	2,64%	0,90
-3	0,17%	1,03	1,65%	1,25	0,86%	2,28	3,50%	1,19
-2	0,33%	1,95	1,98%	1,50	1,03%	2,75	4,53%	1,55
-1	0,39%	2,28	2,37%	1,79	-0,15%	-0,40	4,38%	1,49
0	0,29%	1,72	2,66%	2,01	-0,18%	-0,48	4,20%	1,43
1	9,13%	53,74	11,79%	8,89	17,14%	45,70	21,34%	7,28
2	8,64%	50,88	20,43%	15,40	7,78%	20,75	29,13%	9,94
3	0,54%	3,18	20,97%	15,81	-0,87%	-2,31	28,26%	9,65
4	-0,16%	-0,95	20,81%	15,69	0,43%	1,15	28,69%	9,79
5	0,18%	1,08	21,00%	15,83	-0,11%	-0,30	28,58%	9,75
6	-0,11%	-0,63	20,89%	15,75	0,90%	2,40	29,48%	10,06
7	0,20%	1,17	21,09%	15,90	0,08%	0,21	29,56%	10,09
8	0,05%	0,30	21,14%	15,93	0,33%	0,87	29,89%	10,20
9	0,05%	0,32	21,19%	15,97	0,05%	0,14	29,94%	10,22

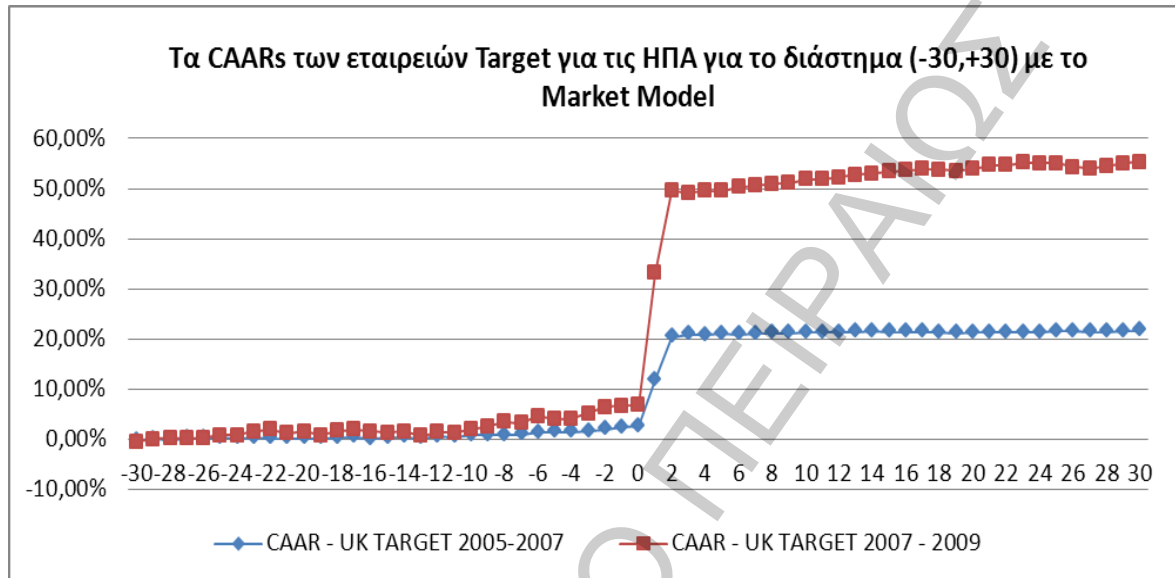
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
10	0,07%	0,43	21,26%	16,03	0,63%	1,69	30,57%	10,43
11	0,02%	0,14	21,29%	16,05	0,03%	0,09	30,60%	10,44
12	0,08%	0,46	21,37%	16,11	0,31%	0,82	30,91%	10,55
13	0,11%	0,65	21,48%	16,19	0,36%	0,96	31,27%	10,67
14	0,08%	0,48	21,56%	16,25	0,20%	0,55	31,48%	10,74
15	-0,09%	-0,50	21,47%	16,19	0,46%	1,22	31,93%	10,90
16	-0,02%	-0,11	21,45%	16,17	0,25%	0,66	32,18%	10,98
17	-0,04%	-0,24	21,41%	16,14	0,35%	0,93	32,53%	11,10
18	-0,08%	-0,48	21,33%	16,08	-0,14%	-0,36	32,39%	11,06
19	-0,16%	-0,92	21,18%	15,96	0,00%	0,00	32,40%	11,06
20	0,11%	0,62	21,28%	16,04	0,28%	0,74	32,67%	11,15
21	0,03%	0,17	21,31%	16,07	0,63%	1,67	33,30%	11,37
22	-0,01%	-0,04	21,31%	16,06	0,09%	0,25	33,40%	11,40
23	0,07%	0,39	21,37%	16,11	0,40%	1,07	33,80%	11,53
24	-0,02%	-0,14	21,35%	16,09	-0,09%	-0,25	33,70%	11,50
25	0,18%	1,08	21,53%	16,23	-0,19%	-0,51	33,51%	11,44
26	0,04%	0,26	21,57%	16,26	-0,74%	-1,96	32,78%	11,19
27	-0,11%	-0,63	21,47%	16,18	-0,17%	-0,45	32,61%	11,13
28	-0,01%	-0,03	21,46%	16,18	0,34%	0,90	32,95%	11,24
29	0,04%	0,23	21,50%	16,21	0,59%	1,58	33,54%	11,45
30	0,19%	1,14	21,69%	16,35	0,04%	0,10	33,58%	11,46

Σε αντίθεση με ότι αναφέραμε έως τώρα για τις αγοράστριες εταιρείες, έρχονται τα στοιχεία που παραθέτουμε για τις εταιρείες στόχους. Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα 19, βλέπουμε ότι οι εταιρείες στόχοι κερδίζουν θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του bid. Οι αποδόσεις αυτές ανέρχονται σε 0,29% και στατιστικά σημαντικές ($t=1,72$) για την περίοδο A και -0,18% αλλά στατιστικά μη σημαντικές ($t=0,48$) για την περίοδο B. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι εταιρείες στόχος του δείγματος μας για την Μ. Βρετανία αντιδρούν θετικά, διπλασιάζοντας τις τιμές των μετοχών τους, κατά το διάστημα δύο τριών ημερών μετά την ανακοίνωση του bid, στην συνέχεια όμως οι τιμές τους επανέρχονται διατηρώντας μια μικρότερη άνοδο. Για το λόγο αυτό οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs, που παρουσιάζονται παρακάτω, παρουσιάζουν μια υπερβολική άνοδο μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Εάν αφαιρούσαμε τις δύο πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση του bid, τα CAARs θα

ήταν μεν θετικά, όπως προκύπτει και από παλαιότερες έρευνες, αλλά σε χαμηλότερο ποσοστό απόδοσης.

Γράφημα 20:



Από το παραπάνω γράφημα είναι εμφανές ότι οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs παρουσιάζουν την ίδια καμπυλότητα και για τα γύρω χρονικά διαστήματα, με την διαφορά ότι στην περίοδο A το CAARs είναι μικρότερα σε σχέση με την περίοδο B, παρότι την 30^η ημέρα πριν της ανακοίνωσης ξεκινούν από το ίδιο σχεδόν σημείο. Η πορεία των δυο καμπυλών είναι θετικά ανοδική, με μια σημαντική ώθηση κατά την ημέρα την ανακοίνωσης της συνένωσης των εταιρειών.

Ομοίως και για το Market Index Model, που επισυνάπτεται παρακάτω.

Πίνακας 22: Market Index Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

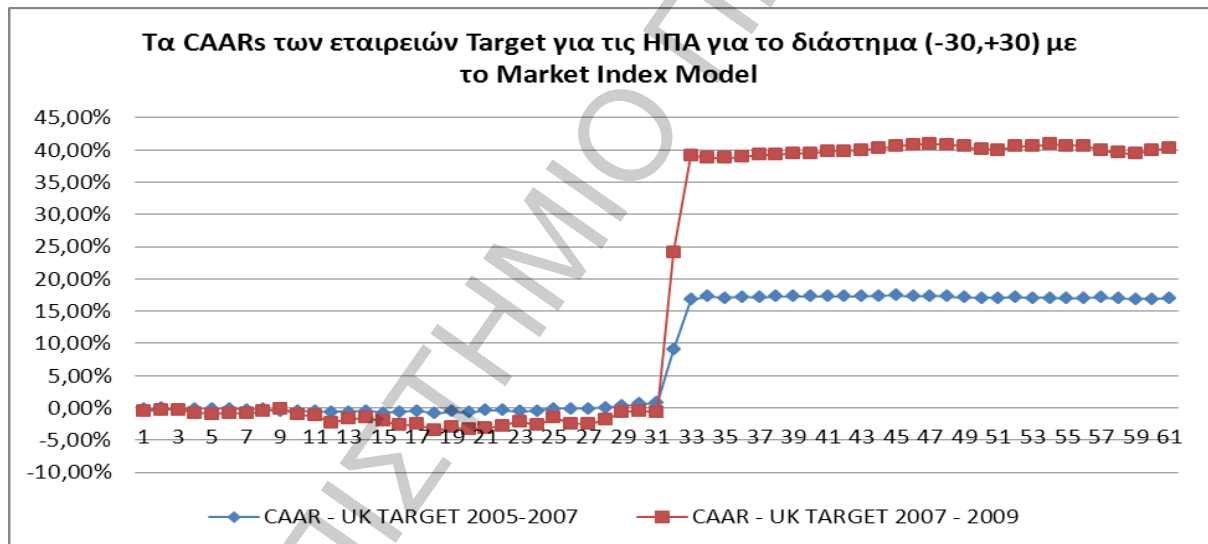
MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-30	-0,20%	-1,20	-0,20%	-0,15	-0,38%	-0,93	-0,38%	-0,12
-29	0,13%	0,78	-0,07%	-0,05	0,17%	0,43	-0,20%	-0,06
-28	-0,21%	-1,24	-0,27%	-0,21	0,21%	0,53	0,01%	0,00
-27	0,11%	0,69	-0,16%	-0,12	-0,67%	-1,67	-0,66%	-0,21
-26	0,03%	0,15	-0,13%	-0,10	-0,17%	-0,42	-0,83%	-0,26
-25	0,00%	0,01	-0,13%	-0,10	0,21%	0,53	-0,62%	-0,20

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
Event Window	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-24	-0,19%	-1,17	-0,33%	-0,25	0,11%	0,27	-0,51%	-0,16
-23	0,10%	0,58	-0,23%	-0,18	0,20%	0,49	-0,31%	-0,10
-22	-0,23%	-1,37	-0,46%	-0,35	0,63%	1,57	0,32%	0,10
-21	-0,03%	-0,16	-0,49%	-0,38	-0,85%	-2,11	-0,53%	-0,17
-20	-0,05%	-0,28	-0,53%	-0,41	-0,10%	-0,24	-0,63%	-0,20
-19	-0,09%	-0,54	-0,62%	-0,48	-1,01%	-2,50	-1,64%	-0,52
-18	0,03%	0,20	-0,59%	-0,45	0,49%	1,22	-1,15%	-0,36
-17	0,14%	0,84	-0,45%	-0,35	0,03%	0,08	-1,11%	-0,35
-16	-0,36%	-2,16	-0,81%	-0,62	-0,11%	-0,28	-1,22%	-0,39
-15	0,15%	0,89	-0,66%	-0,51	-0,79%	-1,95	-2,01%	-0,64
-14	0,17%	1,03	-0,49%	-0,38	-0,01%	-0,02	-2,02%	-0,64
-13	-0,41%	-2,45	-0,89%	-0,69	-0,61%	-1,51	-2,63%	-0,83
-12	0,33%	1,99	-0,56%	-0,44	0,18%	0,44	-2,45%	-0,78
-11	-0,10%	-0,63	-0,67%	-0,52	-0,16%	-0,41	-2,61%	-0,83
-10	0,30%	1,79	-0,37%	-0,29	-0,22%	-0,55	-2,84%	-0,90
-9	-0,03%	-0,17	-0,40%	-0,31	0,48%	1,18	-2,36%	-0,75
-8	-0,11%	-0,68	-0,51%	-0,40	0,73%	1,82	-1,62%	-0,51
-7	0,09%	0,53	-0,42%	-0,33	-0,61%	-1,50	-2,23%	-0,71
-6	0,29%	1,76	-0,13%	-0,10	0,82%	2,04	-1,41%	-0,45
-5	-0,02%	-0,13	-0,15%	-0,12	-0,86%	-2,13	-2,27%	-0,72
-4	0,03%	0,21	-0,12%	-0,09	-0,16%	-0,39	-2,43%	-0,77
-3	0,13%	0,77	0,01%	0,01	0,59%	1,46	-1,84%	-0,58
-2	0,28%	1,70	0,29%	0,22	0,96%	2,37	-0,88%	-0,28
-1	0,35%	2,09	0,64%	0,49	-0,33%	-0,82	-1,21%	-0,38
0	0,17%	1,04	0,81%	0,62	-0,23%	-0,58	-1,45%	-0,46
1	8,27%	49,92	9,07%	7,02	16,52%	40,89	15,08%	4,78
2	7,76%	46,84	16,83%	13,01	7,29%	18,04	22,36%	7,09
3	0,46%	2,78	17,29%	13,37	-0,92%	-2,28	21,44%	6,79
4	-0,24%	-1,48	17,05%	13,18	0,29%	0,73	21,74%	6,89
5	0,19%	1,12	17,23%	13,32	-0,05%	-0,12	21,69%	6,87
6	-0,11%	-0,64	17,13%	13,24	0,47%	1,17	22,16%	7,02
7	0,13%	0,78	17,25%	13,34	-0,19%	-0,48	21,97%	6,96
8	0,01%	0,06	17,26%	13,35	0,29%	0,71	22,25%	7,05
9	0,05%	0,32	17,32%	13,39	-0,16%	-0,40	22,09%	7,00
10	0,01%	0,05	17,33%	13,40	0,44%	1,10	22,54%	7,14
11	-0,02%	-0,09	17,31%	13,38	-0,01%	-0,03	22,52%	7,14
12	-0,03%	-0,16	17,28%	13,36	0,18%	0,45	22,71%	7,20
13	0,07%	0,40	17,35%	13,42	0,22%	0,55	22,93%	7,27
14	0,12%	0,71	17,47%	13,51	0,16%	0,40	23,09%	7,32
15	-0,15%	-0,89	17,32%	13,39	0,39%	0,96	23,48%	7,44
16	0,02%	0,10	17,34%	13,41	0,06%	0,16	23,54%	7,46
17	-0,06%	-0,38	17,28%	13,36	-0,01%	-0,03	23,53%	7,46
18	-0,11%	-0,69	17,16%	13,27	-0,11%	-0,28	23,42%	7,42
19	-0,14%	-0,84	17,02%	13,16	-0,33%	-0,81	23,09%	7,32
20	0,05%	0,29	17,07%	13,20	-0,14%	-0,35	22,95%	7,27
21	0,04%	0,22	17,11%	13,23	0,49%	1,20	23,44%	7,43

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
Event Window	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
22	-0,04%	-0,24	17,07%	13,20	0,08%	0,19	23,52%	7,45
23	-0,02%	-0,14	17,04%	13,18	0,33%	0,82	23,85%	7,56
24	-0,11%	-0,66	16,93%	13,09	-0,11%	-0,26	23,74%	7,52
25	0,10%	0,61	17,03%	13,17	-0,14%	-0,36	23,60%	7,48
26	0,07%	0,44	17,11%	13,23	-0,77%	-1,92	22,82%	7,23
27	-0,17%	-1,05	16,93%	13,09	-0,18%	-0,45	22,64%	7,17
28	-0,07%	-0,45	16,86%	13,03	-0,09%	-0,22	22,55%	7,15
29	0,00%	-0,02	16,85%	13,03	0,56%	1,38	23,11%	7,32
30	0,13%	0,81	16,99%	13,13	0,18%	0,45	23,29%	7,38

Γράφημα 21:



4.11 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-10,+10) ημερών των εταιρειών target.

Πίνακας 23: Market Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
Event Window	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	0,41%	2,37	0,41%	0,52	0,14%	0,37	0,14%	0,08
-9	-0,04%	-0,21	0,37%	0,47	0,80%	2,09	0,93%	0,54
-8	-0,05%	-0,31	0,32%	0,40	0,85%	2,23	1,78%	1,02
-7	0,14%	0,84	0,46%	0,59	-0,34%	-0,89	1,45%	0,83

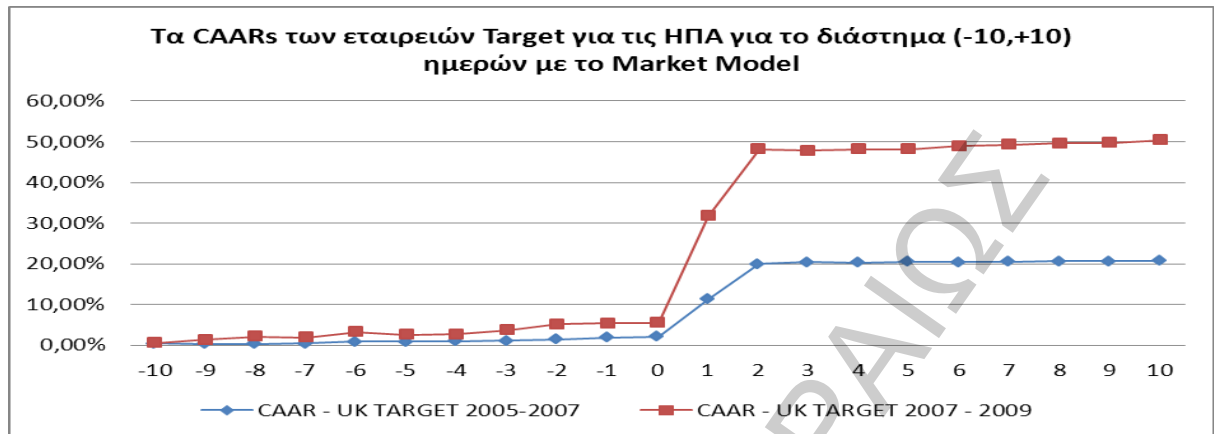
«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

MARKET MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
Event Window	2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007				(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-6	0,47%	2,72	0,93%	1,18	0,86%	2,26	2,31%	1,32
-5	0,02%	0,09	0,94%	1,20	-0,61%	-1,61	1,69%	0,97
-4	0,04%	0,23	0,98%	1,25	0,05%	0,13	1,74%	1,00
-3	0,17%	1,02	1,16%	1,47	0,86%	2,25	2,60%	1,49
-2	0,33%	1,93	1,49%	1,89	1,03%	2,71	3,63%	2,09
-1	0,39%	2,26	1,88%	2,39	-0,15%	-0,39	3,48%	2,00
0	0,29%	1,70	2,17%	2,76	-0,18%	-0,47	3,30%	1,90
1	9,13%	53,22	11,30%	14,37	17,14%	45,12	20,45%	11,74
2	8,64%	50,38	19,94%	25,37	7,78%	20,48	28,23%	16,21
3	0,54%	3,15	20,48%	26,05	-0,87%	-2,28	27,36%	15,72
4	-0,16%	-0,94	20,32%	25,85	0,43%	1,14	27,79%	15,96
5	0,18%	1,07	20,50%	26,08	-0,11%	-0,29	27,68%	15,90
6	-0,11%	-0,63	20,39%	25,95	0,90%	2,37	28,58%	16,42
7	0,20%	1,16	20,59%	26,20	0,08%	0,20	28,66%	16,46
8	0,05%	0,29	20,64%	26,26	0,33%	0,86	28,99%	16,65
9	0,05%	0,31	20,70%	26,33	0,05%	0,14	29,04%	16,68
10	0,07%	0,43	20,77%	26,42	0,63%	1,67	29,67%	17,04

Οι εταιρείες στόχοι σε αυτό το event windows, παρουσιάζουν αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση AAR, κατά την ημέρα ανακοίνωσης της τάξης του 0,29% και -0,18% για τις δύο περιόδους A & B αντίστοιχα, εκ των οποίων η πρώτη τιμή είναι στατιστικά σημαντική ($t=1,70$) ενώ η δεύτερη όχι ($t=-0,47$). Στη συνέχεια παρατηρείται μεγάλη άνοδος των CAARs η οποία μπορεί να σημαίνει ότι οι επενδυτές δείχνουν βεβαιότητα στο ότι το deal θα πετύχει, και το προεξοφλούν δίνοντας μεγαλύτερες αποδόσεις στις εταιρείες αυτές. Η θετική αυτή έκβαση των CAARs απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Γράφημα 22:

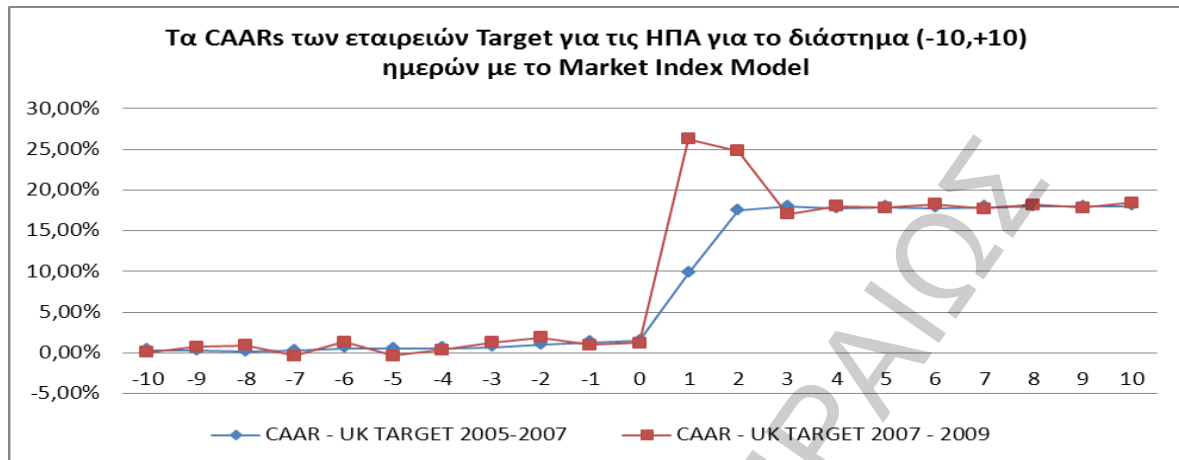


Ομοίως και για το Market Index Model, που επισυνάπτεται παρακάτω.

Πίνακας 24: Market Index Model – Εταιρείες Bidder Η.Π.Α.

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-10	0,30%	1,77	0,30%	0,39	-0,22%	-0,55	-0,22%	-0,12
-9	-0,03%	-0,17	0,27%	0,35	0,48%	1,17	0,48%	0,26
-8	-0,11%	-0,68	0,16%	0,20	0,73%	1,80	0,73%	0,39
-7	0,09%	0,52	0,24%	0,32	-0,61%	-1,49	-0,61%	-0,33
-6	0,29%	1,74	0,53%	0,70	0,82%	2,02	0,82%	0,44
-5	-0,02%	-0,13	0,51%	0,67	-0,86%	-2,11	-0,86%	-0,46
-4	0,03%	0,21	0,55%	0,72	-0,16%	-0,38	-0,16%	-0,08
-3	0,13%	0,76	0,68%	0,88	0,59%	1,45	0,59%	0,32
-2	0,28%	1,69	0,96%	1,25	0,96%	2,35	0,96%	0,51
-1	0,35%	2,07	1,30%	1,70	-0,33%	-0,82	-0,33%	-0,18
0	0,17%	1,03	1,48%	1,93	-0,23%	-0,57	-0,23%	-0,13
1	8,27%	49,43	9,74%	12,71	16,52%	40,56	16,52%	8,85
2	7,76%	46,38	17,50%	22,83	7,29%	17,89	7,29%	3,90
3	0,46%	2,75	17,96%	23,43	-0,92%	-2,26	-0,92%	-0,49
4	-0,24%	-1,46	17,71%	23,11	0,29%	0,72	0,29%	0,16
5	0,19%	1,11	17,90%	23,36	-0,05%	-0,12	-0,05%	-0,03
6	-0,11%	-0,63	17,79%	23,22	0,47%	1,16	0,47%	0,25
7	0,13%	0,77	17,92%	23,38	-0,19%	-0,48	-0,19%	-0,10
8	0,01%	0,06	17,93%	23,40	0,29%	0,71	0,29%	0,15
9	0,05%	0,32	17,98%	23,47	-0,16%	-0,39	-0,16%	-0,09
10	0,01%	0,05	17,99%	23,48	0,44%	1,09	0,44%	0,24

Γράφημα 23:



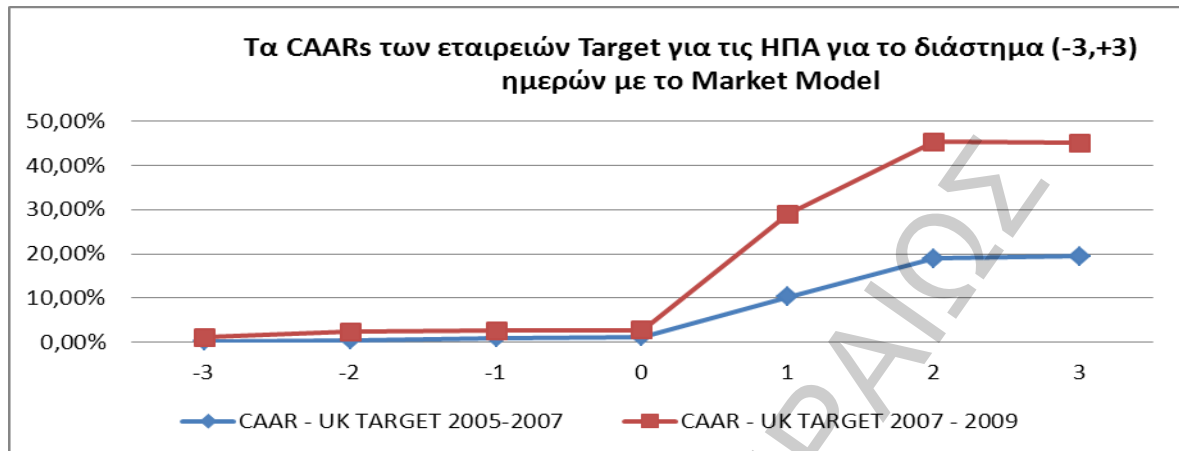
4.12 Το Market Model & Market Index Model για τις Η.Π.Α. για το event windows (-3,+3) ημερών των εταιρειών target.

Πίνακας 25:

MARKET MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	0,17%	1,00	0,17%	0,38	0,86%	2,21	0,86%	0,83
-2	0,33%	1,90	0,50%	1,10	1,03%	2,66	1,89%	1,84
-1	0,39%	2,23	0,89%	1,94	-0,15%	-0,39	1,74%	1,69
0	0,29%	1,68	1,18%	2,58	-0,18%	-0,46	1,56%	1,52
1	9,13%	52,53	10,31%	22,43	17,14%	44,19	18,70%	18,22
2	8,64%	49,73	18,95%	41,23	7,78%	20,06	26,48%	25,80
3	0,54%	3,11	19,49%	42,41	-0,87%	-2,23	25,62%	24,96

Από τον παραπάνω πίνακα 23 παρατηρούμε ότι την περίοδο Α η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 0,29% έναντι -0,18% που είναι για την περίοδο Β. Στην πρώτη περίπτωση τα στοιχεία είναι στατιστικά σημαντικά ενώ στην δεύτερη όχι.

Γράφημα 24:

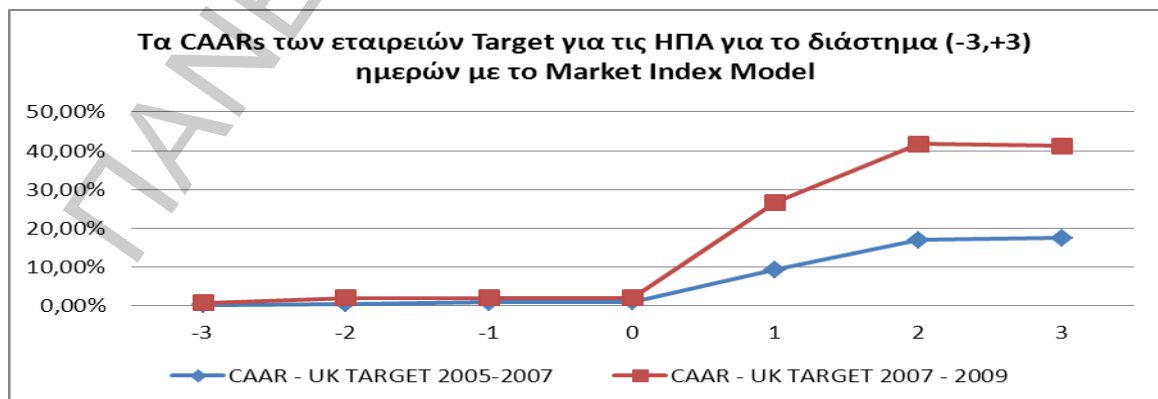


Ομοίως και για το Market Index Model, που επισυνάπτεται παρακάτω.

Πίνακας 26:

MARKET INDEX MODEL								
TARGET - Η.Π.Α.					TARGET - Η.Π.Α.			
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007					(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009			
Event Window	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR	AAR	t-statistic AAR	CAAR	t-statistic CAAR
-3	0,13%	0,76	0,13%	0,29	0,59%	1,42	0,59%	0,54
-2	0,28%	1,68	0,41%	0,92	0,96%	2,30	1,55%	1,41
-1	0,35%	2,06	0,76%	1,70	-0,33%	-0,80	1,21%	1,11
0	0,17%	1,02	0,93%	2,09	-0,23%	-0,56	0,98%	0,89
1	8,27%	49,24	9,19%	20,70	16,52%	39,80	17,50%	15,93
2	7,76%	46,20	16,95%	38,16	7,29%	17,56	24,79%	22,57
3	0,46%	2,74	17,41%	39,19	-0,92%	-2,22	23,87%	21,73

Γράφημα 25:



4.13 Συγκεντρωτικοί πίνακες των παραπάνω event windows.

4.14 Πίνακας 27:

MARKET MODEL					
BIDDER - Η.Π.Α			BIDDER - Η.Π.Α		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 - (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009		
PERIOD	CAAR - US BIDDER 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - US BIDDER 2007 - 2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	-0.85%	-1.49	-1.80%	-2.23	0.72377
(-10,+10)	-2.06%	-1.69	-0.76%	-0.45	0.00102
(-30,+30)	-2.97%	-1.68	-0.60%	-0.25	0.000000005
MARKET MODEL					
TARGET - Η.Π.Α.			TARGET - Η.Π.Α.		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009		
PERIOD	CAAR - US TARGET 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - US TARGET 2007-2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	19.49%	42.41	25.618%	24.96	0.53538
(-10,+10)	20.77%	26.42	29.67%	17.04	0.22461
(-30,+30)	21.69%	16.35	33.58%	11.46	0.02022

Από τον παραπάνω συγκεντρωτικό πίνακα 27 για τις ΗΠΑ παρατηρούμε ότι η μέση μη κανονική απόδοση των αγοραστριών εταιρειών είναι αρνητική και όσο μεγαλώνει η περίοδος παρατήρησης γίνεται ακόμα πιο αρνητική. Ενώ για τις εταιρείες στόχους βλέπουμε ότι όσο η περίοδος παρατήρησης μεγαλώνει τόσο η μέση μη κανονική απόδοση τους γίνεται όλο και πιο θετική. Παρόλα αυτά είναι εμφανές ότι το ποσοστό το οποίο χάνουν οι αγοράστριες εταιρείες δεν το κερδίζουν οι εταιρείες-στόχοι καθότι τα μεγέθη είναι δυσανάλογα. Από την σύγκριση των δύο χρονικών περιόδων (προ κρίσης και κατά την διάρκεια της κρίσης) προκύπτει ότι φαίνεται να υπάρχει μια τάση για υποαπόδοση των αγοραστριών εταιρειών μετά την ανακοίνωση του bid η οποία είναι στατιστικά σημαντική για τα event window (-10,+10) και (-30,+30) ημέρες, παρόλα αυτά δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από την εφαρμογή του Market Index Model, το οποίο παρουσιάζεται στον επόμενο πίνακα 28.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Πίνακας 28:

MARKET INDEX MODEL					
BIDDER - Η.Π.Α			BIDDER - Η.Π.Α		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009		
PERIOD	CAAR - US BIDDER 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - US BIDDER 2007 - 2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	-0.67%	-1.15	-1.91%	-2.45	0.91471
(-10,+10)	-1.69%	-1.36	-1.68%	-1.02	0.54101
(-30,+30)	-2.51%	-1.40	-2.25%	-0.96	0.74176
MARKET INDEX MODEL					
TARGET - Η.Π.Α.			TARGET - Η.Π.Α.		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009		
PERIOD	CAAR - US TARGET 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - US TARGET 2007-2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	17.41%	39.19	23.87%	21.73	0.51600
(-10,+10)	17.99%	23.48	25.15%	13.47	0.30470
(-30,+30)	16.99%	13.13	23.29%	7.38	0.23823

Πίνακας 29:

MARKET MODEL					
BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			BIDDER - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009		
PERIOD	CAAR - UK BIDDER 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - UK BIDDER 2007 - 2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	-0.93%	-1.38	2.23%	1.68	0.00001
(-10,+10)	0.99%	0.70	0.30%	0.11	0.00004
(-30,+30)	-1.15%	-0.58	-1.39%	-0.36	0.13532
MARKET MODEL					
TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ			TARGET - Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009		
PERIOD	CAAR - UK TARGET 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - UK TARGET 2007- 2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	14.46%	15.48	13.908%	5.87	0.90933
(-10,+10)	17.18%	8.84	15.41%	3.06	0.64869
(-30,+30)	21.64%	7.92	25.99%	3.88	0.00004

Παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την μελέτη της Μεγάλης Βρετανίας και παρουσιάζονται στον πίνακα 29, είναι παρόμοια με αυτά για τις Η.Π.Α. Συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι οι αγοράστριες εταιρείες χάνουν σε ποσοστό -1,15% για την περίοδο (-30,+30), ενώ οι εταιρείες στόχοι κερδίζουν στο ίδιο χρονικό διάστημα +21,64%. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι εταιρείες στόχοι αντιδρούν θετικά στην ανακοίνωση του bid και ειδικά την δεύτερη και τρίτη μέρα μετά την ανακοίνωση του deal οι τιμές τους σχεδόν διπλασιάζονται.

Πίνακας 30:

MARKET INDEX MODEL					
BIDDER - Η.Π.Α			BIDDER - Η.Π.Α		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			(ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) 2007 - 2009		
PERIOD	CAAR - US BIDDER 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - US BIDDER 2007 - 2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	-0.67%	-1.15	-1.91%	-2.45	0.91471
(-10,+10)	-1.69%	-1.36	-1.68%	-1.02	0.54101
(-30,+30)	-2.51%	-1.40	-2.25%	-0.96	0.74176
MARKET INDEX MODEL					
TARGET - Η.Π.Α.			TARGET - Η.Π.Α.		
2005 - (ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ) 2007			2007 (ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ) - 2009		
PERIOD	CAAR - US TARGET 2005-2007	t-statistic CAAR	CAAR - US TARGET 2007-2009	t-statistic CAAR	t-Test of median difference probability
(-3,+3)	17.41%	39.19	23.87%	21.73	0.51600
(-10,+10)	17.99%	23.48	25.15%	13.47	0.30470
(-30,+30)	16.99%	13.13	23.29%	7.38	0.23823

Είναι εμφανές ότι από τα αποτελέσματα μας δεν επιβεβαιώνεται η υπόθεση ότι οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται σε περίοδο αυξημένης δραστηριότητας (merger waves) λειτουργούν αρνητικά στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών και πώς αυτή η υποαπόδοση μεταφράζεται ως κέρδος για τις εταιρείες στόχος. Συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι για τις Η.Π.Α φαίνεται να υπάρχει μια τάση αρνητικών αποδόσεων η οποία είναι και στατιστικά σημαντική για τα event window (-10,+10) και (-30,+30) παρόλα αυτά δεν επιβεβαιώνεται τόσο από την εφαρμογή του Market Index Model όσο και από τα ευρήματα για την Μ. Βρετανία. Οι λόγοι στους οποίους μπορεί να οφείλεται αυτό παρουσιάζονται στο επόμενο κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η παρούσα εργασία είχε ως στόχο, την μελέτη των επιδράσεων που έχουν οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, στις αποδόσεις των επιμέρους εταιρειών bidder & target που πραγματοποίησαν deal μέσα στο χρονικό διάστημα της οικονομικής ανόδου 2005-2007 και στο διάστημα της οικονομικής ύφεσης 2007-2009. Ειδικότερα, εξετάσαμε κατά πόσον οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται σε περίοδο αυξημένης δραστηριότητας (merger waves) λειτουργούν αρνητικά στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών. Αυτό συνέβη με τον εντοπισμό των κερδών – ζημιών που εμφάνισε το δείγμα των 915 εταιρειών που συμμετείχαν σε πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς, για τις χώρες της Μεγάλης Βρετανίας και τις Η.Π.Α.. Βασική υπόθεση της εργασίας ήταν ότι η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, δηλαδή οι τιμές των μετοχών των εταιρειών ενσωματώνουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που σχετίζονται με την εταιρεία και το παρελθόν της.

Η καταγραφή των κερδών – ζημιών έγινε με την βοήθεια ενός short- term Event Study Methodology και συγκεκριμένα, για την εύρεση των μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιήσαμε δύο μοντέλα, αυτό του Market Model και αυτό του Market Index Model. Από την εφαρμογή των παραπάνω μοντέλων, είδαμε ότι υπάρχουν διαφοροποιήσεις στις μέσες μη κανονικές αποδόσεις AARs και στις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAARs, τις οποίες και συνοψίζουμε παρακάτω.

Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις AAR των αγοραστριών εταιρειών για την χώρα της Μ. Βρετανίας στο διάστημα 2005-2007, κυμαίνονται από -0,60% έως 0,43% για την περίοδο παρατήρησης (-30,+30), από -0,33% έως 0,56% για την περίοδο (-10,+10) και από -0,33% έως 0,05% για την περίοδο (-3,+3) με βάση πάντα το Market Model. Την ημέρα της ανακοίνωσης του bid η μέση μη κανονική απόδοση των εταιρειών αυτών ήταν -0,33%, ενώ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR ήταν 1,41%, τιμή η οποία αλλάζει ριζικά κατά την 30^η ημέρα μετά την ανακοίνωση όπου τα CAAR γίνονται -1,15%. Η τιμή των CAAR

φαίνεται να είναι καλύτερη για τα μικρότερα διαστήματα παρατήρησης όπου είναι 0,99% και -0,93% για το (-10,+10) και (-3,+3) αντίστοιχα.

Ενώ με την εφαρμογή του Market Index Model παρατηρούμε ότι οι αγοράστριες εταιρείες για την χώρα της Μ. Βρετανίας το διάστημα 2005-2007, κυμαίνονται από -0,47% έως 0,52% για το διάστημα παρατήρησης (-30,+30), -0,31% έως 0,52% για το διάστημα (-10,+10) και -0,37% έως 0,12% για το διάστημα (-3,+3). Οι τιμές αυτές είναι σχετικά κοντά με τις τιμές του προηγούμενου μοντέλου. Την ημέρα της ανακοίνωσης τα AAR ήταν -0,28%, ενώ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το διάστημα (-30,+30) ήταν -0,41%, ποσοστό το οποίο είναι αρνητικό συγκριτικά με τις άλλες δύο περιόδους παρατήρησης (-10,+10) και (-3,+3) που ήταν 0,30% και 2,23% αντίστοιχα. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι όσο το χρονικό διάστημα παρατήρησης μεγαλώνει τόσο οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAAR τείνουν να γίνονται αρνητικές, δηλαδή οι αγοράστριες εταιρείες χάνουν περισσότερα.

Στην περίοδο της οικονομικής κρίσης 2007- 2009 παρατηρούμε ότι, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις AAR των αγοραστριών εταιρειών για την Μ. Βρετανίας κυμαίνονται από -1,39% έως 1,52% για το διάστημα (-30,+30), -0,55% έως 0,56% για το διάστημα (-10,+10) και -0,82% έως 1,82% για το διάστημα (-3,+3) με βάση το Market Model. Η μέση μη κανονική απόδοση AAR την ημέρα ανακοίνωσης του bid ανέρχονται σε 0,20%, ενώ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το διάστημα (-30,+30) ήταν -1,39%.

Από την εφαρμογή του Market Index Model γι' αυτό το διάστημα της κρίσης, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά του προηγούμενου μοντέλου και συγκεκριμένα η μέση μη κανονική απόδοση AAR ήταν 0,23% και η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το διάστημα (-30,+30) ήταν -1,84%. Ενώ και σε αυτή την περίπτωση ισχύει ότι όσο μικραίνει η περίοδος παρατήρησης τόσο φαίνεται τα κέρδη να τείνουν προς θετική κατεύθυνση για τις αγοράστριες εταιρείες.

Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις AAR των αγοραστριών εταιρειών για τις Η.Π.Α. στο διάστημα 2005-2007 με βάση το Market Model, κυμαίνονται από -0,32% έως 0,15% για την περίοδο παρατήρησης (-30,+30), από -0,34% έως 0,17% για την

περίοδο (-10,+10) και από -0,32 έως 0,24% για την περίοδο (-3,+3). Βρήκαμε ότι την ημέρα ανακοίνωσης παρουσιάζουν μέση μη-κανονική απόδοση ήταν -0,09% και η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR ήταν -2,97%. Ενώ για τα μικρότερα διαστήματα παρατήρησης τα CAAR είναι 2,06% για το διάστημα (-10,+10) και -0,85% για το διάστημα (-3,+3).

Αντίστοιχα για τις ίδιες εταιρείες και χρονική περίοδο η εφαρμογή του Market Index Model μας δίνει μέση μη-κανονική απόδοση AAR την ημέρα της ανακοίνωσης ίση με -0,07% και αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις CAAR -2,51%, -1,69% και -0,67% για τα διαστήματα (-30,+30), (-10,+10) και (-3,+3) αντίστοιχα.

Για την δεύτερη περίοδο της οικονομικής κρίσης οι τιμές των μέσων μη-κανονικών αποδόσεων κυμαίνονται από -0,80% έως 0,45% για το διάστημα (-30,+30) με βάση το Market Model και -0,30% έως 0,27% για το ίδιο διάστημα με βάση όμως το Market Index Model. Ενώ οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις CAAR για την ίδια περίοδο παρατήρησης είναι -0,6 με το Market Model και -2,25 με το Market Index Model.

Παρατηρούμε ότι η ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης επιδρά αρνητικά στην αξία των αγοραστριών εταιρειών και για τις δύο χώρες παρατήρησης. Ακόμα η αρνητική αυτή επίδραση στο μεγαλύτερο μέρος της συμβαίνει μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Αν και οι περισσότερες μελέτες έδειξαν ότι οι αγοράστριες εταιρείες σημειώνουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις εξαιτίας της ανακοίνωσης, αυτές κυμαίνονται από -3% έως 1,16% για το διάστημα έως 20 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση.

Σε αντίθεση με ότι αναλύσαμε μέχρι τώρα έρχονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την μελέτη των αποδόσεων των εταιρειών- στόχων. Συγκεκριμένα, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις AAR των εταιρειών στόχων για την χώρα της Μ. Βρετανίας στο διάστημα 2005-2007, κυμαίνονται από -0,18% έως 9,13% για την περίοδο παρατήρησης (-30,+30), από -0,16% έως 9,13% για την περίοδο (-10,+10) και από 0,17% έως 9,13% για την περίοδο (-3,+3) με βάση πάντα το Market Model. Την ημέρα της ανακοίνωσης του bid η μέση μη κανονική απόδοση των εταιρειών αυτών ήταν 0,29%, ενώ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR ήταν 21,69%, τιμή

η οποία είναι προσαυξημένη καθότι κατά την δεύτερη ημέρα ανακοίνωσης του bid οι εταιρείες στόχος φαίνεται να διπλασιάζουν σχεδόν την τιμή των μετοχών του πράγμα το οποίο έρχεται η αγορά να το διορθώσει μετά την 3^η ημέρα από την ανακοίνωση του deal.

Ενώ με την εφαρμογή του Market Index Model παρατηρούμε ότι οι εταιρείες στόχοι για την Μ. Βρετανίας το διάστημα 2005-2007, έχουν AARs που κυμαίνονται από -0,41% έως 8,27% για το διάστημα παρατήρησης (-30,+30), -0,24% έως 8,27% για το διάστημα (-10,+10) και 0,13% έως 0,17% για το διάστημα (-3,+3). Οι τιμές αυτές είναι σχετικά κοντά με τις τιμές του προηγούμενου μοντέλου. Την ημέρα της ανακοίνωσης τα AARs ήταν -0,28%, ενώ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το διάστημα (-30,+30) ήταν 16,99%, ποσοστό το οποίο είναι πολύ κοντά συγκριτικά με τις άλλες δύο περιόδους παρατήρησης (-10,+10) και (-3,+3) που ήταν 17,99% και 17,41% αντίστοιχα.

Στην περίοδο της οικονομικής κρίσης 2007- 2009 παρατηρούμε ότι, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις AAR των εταιρειών στόχος για την Μ. Βρετανίας κυμαίνονται από -0,55% έως 17,14% για το διάστημα (-30,+30), -0,87% έως 17,14% για το διάστημα (-10,+10) και -0,87% έως 17,14% για το διάστημα (-3,+3) με βάση το Market Model. Η μέση μη κανονική απόδοση AAR την ημέρα ανακοίνωσης του bid ανέρχεται σε -0,23%, ενώ η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το διάστημα (-30,+30) ήταν 23,29%.

Από την εφαρμογή του Market Index Model γι' αυτό το διάστημα της κρίσης, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά του προηγούμενου μοντέλου και συγκεκριμένα η μέση μη κανονική απόδοση AAR ήταν -0,23% και η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση CAAR για το διάστημα (-30,+30) ήταν 23,29%. Ενώ σε αυτή την περίπτωση ισχύει ότι όσο μικραίνει η περίοδος παρατήρησης τόσο μειώνονται τα κέρδη για τις εταιρείες-στόχους. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, συμπεραίνουμε ότι η ανακοίνωση επιδρά θετικά στην αξία των εταιρειών στόχων. Μάλιστα η επίδραση αυτή αρχίζει να αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής την δεύτερη ημέρα μετά την ανακοίνωση.

Από την ανάλυση των παραπάνω στοιχείων καταλαβαίνουμε ότι δεν μπορούμε να βγάλουμε σαφή συμπεράσματα για τις αποδόσεις των εταιρειών που συμμετέχουν στο deal. Το γεγονός αυτό μεταξύ άλλων παραγόντων μπορεί να οφείλεται:

- 1) Στο μέγεθος του δείγματος μας, το οποίο δεν είναι αρκετά μεγάλο καθώς και η χρονική περίοδος η οποία είναι σχετικά σύντομη.
- 2) Στον άνισο αριθμός ανακοινώσεων μεταξύ των δύο περιόδων παρατήρησης (προ κρίσης και μετά).
- 3) Στην βραχυπρόθεσμη (short-term) ανάλυση η οποία έρχεται σε αντίθεση με αυτή που εφάρμοσαν στο άρθρο τους οι Duchin and Schmidt (2013) και η διαφορετική μεθοδολογία υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων.

Επίσης μια επέκταση της παρούσης μελέτης θα εμπεριείχε την εξέταση επιπλέον παραγόντων οι οποίοι έχουν φανεί από τη βιβλιογραφία ότι παίζουν ρόλο στην εξήγηση των αποδόσεων, όπως το σχετικό μέγεθος του αγοραστή/εξαγοραζόμενου, το μέσο πληρωμής (μετρητά/μετοχές), η διάθεση της εξαγοράς (φιλική/εχθρικές), ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων εταιριών, το μέγεθος των επενδυτικών ευκαιριών, κ.λ.π..

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Διεθνής

Agrawal A. and Jaffe J. (2000), “The post-merger performance puzzle”, Emerald Group Publishing Limited, Vol. 1.

Alexandridis G., Petmezas D. and Travlos N. G. (2010), “Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence”, *Financial Management*, Vol. 39.

Aloke Ghosh (2001), “Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, Pages 151–178.

Bouwman C., Fuller K. and Nain A. S. (2007), “Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence”, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 633-679.

Dong M., Hirshleifer D., Richardson S. and Teoh S. H. (2006), “Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of Finance*, Vol 61.

Draper P. and Paudyal K. (2006) “Acquisitions: Private versus Public”, *European Financial Management*, Vol. 12, No. 1, pp. 57-80.

Duchin R. and Schmidt B. (2013), “Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, Pages 69–88.

Golubov A., Petmezas D. and Travlos N.G. (2011). “When It Pays to Pay Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As”, *Journal of Finance*, Forthcoming.

Harford J. (2005), “What drives merger waves?”, *Journal of Financial Economics*, 77,529-560.

Gregory, Alan, 1997, “An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 24: 971-1002.

Kyriazis D. and Diacogiannis G. (2007), “Testing the Performance of Value Strategies in the Athens Stock Exchange”, *Applied Financial Economics*, Vol. 17, pages 1511-1528.

Mara F., McConnell J. και Stolin D. (2006), “Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41.

Moeller S., Schlingemann F. and Stulz R.(2004). “Firm size and the gains from acquisitions”. *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.

Roll R (1986), ‘The hubris hypothesis of corporate takeovers’. *Journal of Business*, 59:197-216.

Ronald W. Masulis , Peter L. Swan and Brett Tobiansky (2012), “Do Wealth Creating Mergers and Acquisitions Really Hurt Acquirer Shareholders?”, AFA 2012 Chicago Meetings Paper, 24th Australasian Finance and Banking Conference 2011 Paper

Shleifer A. and Vishny R.W. (2001) . “Stock Market Driven Acquisitions”, *Journal of Finance Economics*, 70, 295-311.

Ελληνική βιβλιογραφία

Χαρδούβελης Γ. (2011), “Το χρονικό της διεθνούς καις υνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική”, Αθήνα, Ελλάδα.

Κυριαζής Α. Δ. (2007), “Συγχωνεύσεις & Εξαγορές”, εκδόσεις Κ.Σμπίλια, Αθήνα,
Ελλάδα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Πίνακας 31: Εταιρείες που πραγματοποίησαν Σ&Ε στο διάστημα 1/1/2005 έως 31/12/2009 στην Μεγάλη Βρετανία.

Date Announced	Name of Bidder UK	Date Announced	Name of Target UK
12/23/2009	HMV GROUP	12/23/2009	MAMA GROUP DEAD
12/18/2009	MEARS GROUP	12/18/2009	SUPPORTA DEAD
12/11/2009	WHITBREAD	12/11/2009	COFFEEHEAVEN INTL. DEAD
9/24/2009	CONSORT MEDICAL	9/24/2009	MEDICAL HOUSE DEAD
9/16/2009	EURASIAN NATRES.CORP.	9/16/2009	CTL.AFRICAN MNG.& EXP. DEAD
7/15/2009	CONNAUGHT DEAD	7/15/2009	FOUNTAINS DEAD
7/3/2009	JUBILEE PLATINUM	7/3/2009	BRAEMORE RESOURCES DEAD
6/5/2009	F&C COML.PROPERTY TRUST	6/5/2009	F&C COML.PROPERTY TRUST
5/22/2009	SEGRO	5/22/2009	BRIXTON DEAD
5/5/2009	FRIENDS PROVIDENT GROUP DEAD	5/5/2009	FRIENDS PROVIDENT GROUP DEAD
4/29/2009	CLEARSPED TECHNOLOGY DEAD	4/29/2009	CLEARSPED TECHNOLOGY DEAD
2/5/2009	2 ERGO GROUP	2/5/2009	BROCA DEAD
1/30/2009	HENDERSON GROUP	1/30/2009	NEW STAR ASSET MAN.GP. DEAD
1/9/2009	AVACTA GROUP	1/9/2009	CURIDIUM MEDICA DEAD
1/9/2009	PETROPAVLOVSK	1/9/2009	ARICOM DEAD
9/30/2008	REDHALL GROUP	12/8/2008	ASTAIRE GROUP DEAD
9/29/2008	WPP	9/30/2008	CHIEFTAIN GROUP DEAD
9/18/2008	BTG	9/29/2008	WPP
9/17/2008	LLOYDS BANKING GROUP	9/18/2008	PROTHERICS DEAD
9/16/2008	STANDARD LIFE	9/17/2008	HBOS DEAD
6/5/2008	CAPITA	9/16/2008	VEBNET HOLDINGS DEAD
5/16/2008	ALTERIAN DEAD	6/5/2008	IBS OPENSYSYSTEMS DEAD
4/18/2008	ORSU METALS	5/16/2008	MEDIASURFACE DEAD
4/4/2008	HYDRODEC GROUP	4/18/2008	LERO GOLD DEAD
4/2/2008	WALLGATE GROUP DEAD	4/4/2008	VIROTEC INTERNATIONAL DEAD
3/11/2008	CAPITA	3/11/2008	COMPUTERLAND UK DEAD
3/11/2008	LIGHTHOUSE GROUP	3/11/2008	SUMUS DEAD
2/4/2008	MELROSE INDUSTRIES	2/4/2008	FKI DEAD
12/20/2007	ARRIVA DEAD	12/20/2007	TELLINGS GLDN.MILLER GP. DEAD
12/14/2007	PROGRESSIVE DIG.MDA.GP.	12/14/2007	INTERNET BUSINESS GP. DEAD
10/24/2007	ALBANY CAPITAL DEAD	10/16/2007	MCALPINE(ALFRED) DEAD
10/16/2007	CARILLION	10/2/2007	FOSECO DEAD
10/2/2007	COOKSON GROUP	9/25/2007	RED SQUARED DEAD
9/25/2007	XPLOITE DEAD	9/14/2007	EQ GROUP DEAD
9/14/2007	OPTIMISA DEAD	9/5/2007	COZART DEAD
9/5/2007	CONCATENO DEAD	8/23/2007	WHAM ENERGY DEAD
8/23/2007	VENTURE PRODUCTION DEAD	7/30/2007	REVENUE ASSURANCE SVS. DEAD
7/30/2007	SPICE DEAD	7/25/2007	POOLE INVESTMENTS DEAD
7/23/2007	KELLAN GROUP (THE)	7/23/2007	QUANTICA DEAD
5/30/2007	INVESTEC	5/30/2007	KENSINGTON GROUP DEAD
4/24/2007	SERCO GROUP	5/8/2007	SIRIUS FINL.SLTN. DEAD
3/29/2007	AVESCO GROUP	4/24/2007	CORNWELL MAN.CNSLS. DEAD
3/27/2007	BBI HOLDINGS DEAD	4/11/2007	BDI MINING DEAD
3/26/2007	TAYLOR WIMPEY	3/29/2007	AVESCO DEAD
3/5/2007	MEARS GROUP	3/27/2007	THERATASE DEAD
2/5/2007	BARRATT DEVELOPMENTS	3/26/2007	WIMPEY (GEORGE) DEAD
1/26/2007	WARNER ESTATE	3/5/2007	CAREFORCE GROUP DEAD
1/18/2007	PHOENIX IT GROUP	2/5/2007	WILSON BOWDEN DEAD
12/15/2006	INCHCAPE	1/26/2007	JS REAL ESTATE DEAD
12/14/2006	REGENERSIS	1/18/2007	ICM COMPUTER DEAD
12/4/2006	PREMIER FOODS	12/15/2006	EUROPEAN MOTOR HOLDINGS DEAD
11/30/2006	REDSTONE	12/14/2006	CRC GROUP DEAD

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder UK	Date Announced	Name of Target UK
11/17/2006	VECTURA GROUP	12/4/2006	RHM DEAD
11/15/2006	BOWLEVEN	11/30/2006	IDN TELECOM DEAD
11/14/2006	DERWENT LONDON	11/17/2006	INNOVATA DEAD
10/26/2006	SYNERGY HEALTH	11/15/2006	FIRSTAFRICA OIL DEAD
10/20/2006	DATAMONITOR DEAD	11/14/2006	LONDON MER.SEC.S. DEAD
9/29/2006	NETWORKERS INTERNATIONAL	10/26/2006	ISOTRON DEAD
9/28/2006	ELEKTRON TECHNOLOGY	9/29/2006	MSB INTERNATIONAL DEAD
7/17/2006	EUROMONEY INSTL.INVESTOR	9/28/2006	HOWLE HOLDINGS DEAD
6/26/2006	BALFOUR BEATTY	7/17/2006	METAL BULLETIN DEAD
6/22/2006	REDSTONE	6/26/2006	BIRSE GROUP DEAD
5/2/2006	INTERSERVE	5/2/2006	MACLELLAN GROUP DEAD
3/31/2006	CLAPHAM HOUSE GP.	3/31/2006	URBAN DINING DEAD
3/20/2006	ALLIANCE TRUST	3/20/2006	SECOND ALLIANCE DEAD
3/15/2006	ULTRASIS	3/15/2006	HEALTHSTAR GROUP DEAD
2/1/2006	THUS GROUP DEAD	2/1/2006	LEGEND COMMUNICATIONS DEAD
1/19/2006	FINANCIAL OBJECTS DEAD	1/19/2006	RAFT INTERNATIONAL DEAD
12/7/2005	CARILLION	12/7/2005	MOWLEM DEAD
12/7/2005	CIVICA DEAD	12/7/2005	COMINO GROUP DEAD
11/14/2005	PERSIMMON	11/14/2005	WESTBURY DEAD
10/28/2005	GENUS	10/28/2005	SYGEN INTERNATIONAL DEAD
10/26/2005	ABACUS GROUP DEAD	10/26/2005	DELTRON ELECTRONICS DEAD
10/17/2005	CREW GOLD (OSL) DEAD	10/17/2005	GUINOR GOLD (OSL) DEAD
10/3/2005	ALLIANCE BOOTS DEAD	10/3/2005	ALLIANCE UNICHEM DEAD
9/23/2005	SYNECTICS	9/23/2005	PROTEC DEAD
9/8/2005	HMV GROUP	9/9/2005	ASHCOURT HOLDINGS DEAD
8/22/2005	GREENE KING	9/8/2005	OTTAKARS DEAD
7/28/2005	DODS (GROUP)	8/22/2005	BELHAVEN GROUP DEAD
7/14/2005	PAYZONE DEAD	7/28/2005	EPIC GROUP DEAD
6/30/2005	TOREX RETAIL DEAD	7/14/2005	MONEYBOX DEAD
6/28/2005	SYNERGY HEALTH	6/28/2005	SHILOH DEAD
6/28/2005	HOUSE OF FRASER DEAD	6/28/2005	BEATTIE (JAMES) DEAD
6/20/2005	REAL GOOD FOOD CO.	6/20/2005	NAPIER BROWN FOODS DEAD
6/10/2005	TOREX RETAIL DEAD	5/23/2005	PILLAR PROPERTY DEAD
5/23/2005	BRITISH LAND	5/9/2005	WIRELESS GROUP DEAD
5/9/2005	UTV MEDIA	5/3/2005	NUMERICA GROUP DEAD
5/3/2005	VANTIS DEAD	4/19/2005	WELLINGTON HOLDINGS DEAD
4/19/2005	FENNER	4/15/2005	ENNEUROPE DEAD
4/15/2005	ENNSTONE DEAD	4/11/2005	JENNINGS BROTHERS DEAD
4/11/2005	MARSTON'S	3/22/2005	EIDOS DEAD
3/22/2005	EIDOS DEAD	3/9/2005	RAC DEAD
3/9/2005	AVIVA	2/21/2005	INCEPTA GROUP DEAD
2/21/2005	HUNTSWORTH	1/28/2005	CHRYSALIS C VCT DEAD
1/28/2005	CHRYSALIS VCT		

Πίνακας 32: Εταιρείες που πραγματοποίησαν Σ&Ε στο διάστημα 1/1/2005 έως 31/12/2009 στην Αμερική.

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
12/28/2009	TOWER BANCORP	12/28/2009	FIRST CHESTER COUNTY
12/23/2009	CRANE	12/23/2009	MERRIMAC INDS.
12/23/2009	SPECIAL OPPTS.FUND	12/23/2009	SPECIAL OPPTS.FUND
12/18/2009	ROYAL GOLD	12/18/2009	INTERNATIONAL ROYALTY

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
12/14/2009	EXXON MOBIL	12/14/2009	XTO EN.
12/14/2009	AFFILIATED MANAGERS	12/14/2009	HIGHBURY FINANCIAL
12/14/2009	ON SEMICON.	12/14/2009	CAL.MICRO DEVC.
12/8/2009	TALBOTS	12/8/2009	BPW ACQUISITION UNITS
12/8/2009	TALBOTS	12/8/2009	TALBOTS
12/2/2009	SCHULMAN A	12/2/2009	ICO
11/24/2009	WINDSTREAM	11/24/2009	IOWA TELECOM.SERVICES
11/23/2009	PEOPLES UNITED FINANCIAL	11/23/2009	FINL.FED.
11/23/2009	GREEN MNT.COF.ROASTERS	11/23/2009	DIEDRICH COFFEE
11/17/2009	APPLIED MATS.	11/17/2009	SEMITOOL
11/11/2009	HEWLETT-PACKARD	11/11/2009	3COM
11/11/2009	CHURCHILL DOWNS	11/11/2009	YOUBET.COM
11/5/2009	JDA SOFTWARE GP.	11/5/2009	I2 TECHNOLOGIES
11/3/2009	BRYN MAWR BANK	11/3/2009	FIRST KEYSTONE FINL.
11/2/2009	STANLEY BLACK & DECKER	11/2/2009	BLACK & DECKER
11/2/2009	DENBURY RES.	11/2/2009	ENCORE ACQ.
10/27/2009	LIGAND PHARMS.'B'	10/27/2009	METABASIS THERAPEUTICS
10/26/2009	ARES CAP.	10/26/2009	ALLIED CAP.NEW
10/22/2009	STRATUS MEDIA GROUP	10/22/2009	PROELITE
10/21/2009	EQUINIX	10/21/2009	SWITCH & DATA FACS.
10/19/2009	SPRINT NEXTEL	10/19/2009	IPCS
10/13/2009	CISCO SYSTEMS	10/13/2009	STARENT NETWORKS
10/9/2009	KIMBERLY-CLARK	10/9/2009	I-FLOW
10/6/2009	EMERSON ELECTRIC	10/6/2009	AVOCENT
10/6/2009	SYKES ENTERPRISES	10/6/2009	ICT GROUP
9/28/2009	XEROX	9/28/2009	AFFILIATED CMP.SVS.'A'
9/23/2009	INTL.MINERALS	9/23/2009	VENTURA GOLD (OTC)
9/21/2009	DELL	9/21/2009	PEROT SYS.
9/15/2009	ADOBE SYSTEMS	9/15/2009	OMNITURE
9/9/2009	KENNEDY-WILSON HOLDINGS	9/9/2009	KENNEDY-WILSON NEW
9/8/2009	ATHEROS COMMUNICATIONS	9/8/2009	INTELLON
9/8/2009	POSITIVEID	9/8/2009	STEEL VAULT
9/8/2009	WINDSTREAM	9/8/2009	LEXCOM
8/31/2009	BAKER HUGHES	8/31/2009	BJ SVS.
8/31/2009	WALT DISNEY	8/31/2009	MARVEL ENTERTAINMENT
8/24/2009	LIGAND PHARMS.'B'	8/17/2009	GOLDLEAF FINL.SLTN.(BER)
8/17/2009	JACK HENRY & ASSOCS.	8/13/2009	FRONTIER AIRLINES HDG.
8/13/2009	REPUBLIC AIRWAYS HDG.	8/13/2009	WESTERN SIZZLIN
8/13/2009	BIGLARI HOLDINGS	8/10/2009	WILSHIRE ENTS.
8/10/2009	WILSHIRE ENTS.	8/5/2009	ON2 TECHS.
8/5/2009	GOOGLE 'A'	8/3/2009	PATRIOT CAPITAL FUNDING
8/3/2009	PROSPECT CAPITAL	7/28/2009	SPSS (FRA)
7/28/2009	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	7/28/2009	RAPTOR PHARMACEUTICAL
7/28/2009	RAPTOR PHARMACEUTICAL	7/27/2009	VARIAN
7/27/2009	AGILENT TECHS.	7/27/2009	HARLEYSVILLE NAT.
7/27/2009	FIRST NIAGARA FINL.GP.	7/22/2009	SOLAR INTEG.TECHS.
7/22/2009	ENERGY CONV.DEVC.	7/22/2009	MEDAREX DEAD
7/22/2009	BRISTOL MYERS SQUIBB	7/22/2009	INC.OPPOR.REAL.INVRS.
7/22/2009	TNSC.REAL.INV.	7/16/2009	OSLER
7/16/2009	OSLER	7/2/2009	FCSTONE GROUP
7/2/2009	INTL.FCSTONE	6/30/2009	PAMRAPO BANCORP.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
6/30/2009	BIOSANTE PHARMS.	6/30/2009	CELL GENESYS (XET)
6/30/2009	ASCENA RETAIL GROUP	6/25/2009	TWEEN BRANDS
6/25/2009	TOWER GROUP	6/22/2009	SPECIALTY UNDERWRITERS ALLIANCE
6/22/2009	WEBMD HEALTH	6/18/2009	HLTH
6/18/2009	ABRAXAS PTL.	6/17/2009	BEVERLY NAT.
6/17/2009	DANVERS BANCORP	6/9/2009	CARDIODYNAMICS (XET) INTL.
6/9/2009	SONOSITE DEAD	6/4/2009	WIND RIVER SYSTEMS (XET)
6/4/2009	INTEL	6/2/2009	NATCO GP.'A'
6/2/2009	CAMERON INTERNATIONAL	6/1/2009	DATA DOMAIN
6/1/2009	EMC	6/1/2009	ETRIALS WORLDWIDE
6/1/2009	MERGE HEALTHCARE	5/29/2009	CURAGEN DEAD
5/29/2009	CELLDEX THERAPEUTICS	5/21/2009	COUGAR BIOTECHNOLOGY
5/21/2009	JOHNSON & JOHNSON	5/13/2009	CNB FINANCIAL (MA)
5/13/2009	UNITED FINANCIAL BANCORP	5/12/2009	FOUNDATION COAL HOLDINGS
5/12/2009	ALPHA NATURAL RESOURCES	5/11/2009	D & E COMMS.
5/11/2009	WINDSTREAM	5/11/2009	CATAPULT COMMS.
5/11/2009	IXIA	5/7/2009	LOGICVISION
5/7/2009	MENTOR GRAPHICS	5/7/2009	NASHUA
5/7/2009	CENVEO	5/5/2009	CALLWAVE
5/5/2009	CALLWAVE	4/29/2009	TEPPCO PARTNERS L P
4/29/2009	ENTERPRISE PRDS.PTNS.LP.	4/27/2009	MIDWAY GAMES
4/24/2009	TIME WARNER	4/21/2009	ENDOCARE (BER)
4/21/2009	HEALTHTRONICS	4/20/2009	SUN MICROSYSTEMS
4/20/2009	ORACLE	4/20/2009	FLORIDA PUBLIC UTILS.
4/20/2009	CHESAPEAKE UTILS.	4/16/2009	AXS-ONE
4/16/2009	DAEGIS	4/8/2009	CENTEX
4/8/2009	PULTEGROUP	4/2/2009	TRISTONE COMMUNITY BK.
4/2/2009	FIRST CMTY.BCSH.	4/1/2009	METAVANTE TECHNOLOGIES
4/1/2009	FIDELITY NAT.INFO.SVS.	4/1/2009	SILICON GRAPHICS
4/1/2009	SILICON GPC.INTL.	3/31/2009	PETROSEARCH ENERGY
3/31/2009	DOUBLE EAGLE PTL.	3/12/2009	CV THERAPEUTICS
3/12/2009	GILEAD SCIENCES	3/9/2009	SCHERING-PLOUGH
3/9/2009	MERCK & CO.	3/6/2009	DISCOVERY BANCORP
3/6/2009	COMMERCEWEST BK.NA.	2/23/2009	HI / FN (XET)
2/23/2009	EXAR	2/23/2009	EMAGEON
2/23/2009	AMICAS DEAD	2/2/2009	CORRPRO COS.
2/3/2009	LIVE NATION ENTM.	1/27/2009	AVANEX
2/2/2009	AEGION	1/26/2009	WYETH
1/27/2009	OCLARO	1/15/2009	TERRA INDS.
1/26/2009	PFIZER	1/12/2009	ADVD.MED.OPTICS
1/15/2009	CF INDUSTRIES HDG.	1/12/2009	TARGANTA THERAPEUTICS
1/12/2009	ABBOTT LABORATORIES	1/8/2009	THINKORSWIM GROUP
1/12/2009	MEDICINES COMPANY	1/5/2009	INDEVUS PHARMS.
1/12/2009	MEDICINES COMPANY	1/5/2009	INDEVUS PHARMS.
1/8/2009	TD AMERITRADE HOLDING	12/31/2008	ABIGAIL ADAMS NAT.BANC.
1/5/2009	ENDO HEALTH SOLUTIONS	12/23/2008	AVIGEN
12/31/2008	PREMIER FINL.BANCORP CAP.STK.	12/19/2008	PROVIDENT BKSH. (BER)
12/23/2008	MEDICINOVA (NAS)	12/17/2008	CANTON BANC.
12/19/2008	M&T BK.	12/15/2008	AMERICAN BANC.OF NEW JERSEY
12/17/2008	CHEMUNG FINL.	12/9/2008	SMITH INV.
12/15/2008	INVESTORS BANCORP	12/5/2008	OLD FORGE BK.-PENN.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
12/9/2008	SMITH (AO)	12/4/2008	NITROMED
12/5/2008	PENSECO FINL.SVS.	12/1/2008	MENTOR
12/4/2008	CIFC	11/24/2008	OMRIX BIOPHARMACEUTICALS
12/1/2008	JOHNSON & JOHNSON	11/24/2008	DIGITAL FUSION
11/24/2008	JOHNSON & JOHNSON	11/13/2008	ACCESS PLANS USA (BER)
11/24/2008	KRATOS DEF&SCTY.SLTN.	11/7/2008	CENTENNIAL COMMS.'A'
11/18/2008	LIME ENERGY	10/28/2008	AVALON PHARMS.
11/14/2008	HARTFORD FINL.SVS.GP.	10/27/2008	EMBARQ
11/13/2008	ACCESS PLANS	10/24/2008	NATIONAL CITY
11/7/2008	AT&T	10/6/2008	IMCLONE SYS.
10/28/2008	CLINICAL DATA	10/3/2008	WACHOVIA DEAD
10/27/2008	CENTURYLINK	9/24/2008	GATEWAY FINL.HDG.
10/24/2008	PNC FINL.SVS.GP.	9/24/2008	PHARMACOEPIA
10/6/2008	ELI LILLY	9/22/2008	SECURE COMPUTING
10/3/2008	WELLS FARGO & CO	9/15/2008	NAPSTER
9/24/2008	HAMPTON ROADS BKSH.	9/10/2008	AMER.CMTY.BCSH. (BER)
9/24/2008	LIGAND PHARMS.'B'	9/8/2008	BPO MANAGEMENT SVS.
9/22/2008	MCAFFEE DEAD	9/3/2008	LINCOLN BANCORP
9/15/2008	BEST BUY	9/3/2008	PRESCIENT APPLIED INTGE.
9/10/2008	YADKIN VALLEY FINL.	9/2/2008	EAGLE TEST SYSTEMS
9/8/2008	BPO MANAGEMENT SERVICES	8/29/2008	KIMBERLY GD.MNS.
9/3/2008	FIRST MERCHANTS	8/22/2008	ALPHARMA
9/3/2008	PARK CITY GROUP	8/12/2008	TURBOCHEF TECHS.
9/2/2008	TERADYNE	8/12/2008	LONGS DRUG STRS.
8/29/2008	SHOSHONE SILV.MNG.	8/5/2008	BUCA
8/22/2008	KING PHARMS.	7/28/2008	ENERGYSOUTH
8/12/2008	MIDDLEBY	7/21/2008	FOUNDRY NETWORKS
8/12/2008	CVS CAREMARK	7/18/2008	COL.FINL.
8/5/2008	PLANET HOLLYWOOD INTL. 'A'	7/17/2008	CATALYST SEMICON.
7/28/2008	SEMPRA EN.	7/16/2008	INTERVOICE
7/21/2008	BROCADE COMMS.SYS.	7/15/2008	LEV PHARMS.
7/18/2008	CCFNB BANCORP	7/11/2008	HERCULES
7/17/2008	ON SEMICON.	7/10/2008	ROHM & HAAS
7/16/2008	CONVERGYS	7/10/2008	EXCEL TECHNOLOGY
7/15/2008	VIOPHARMA	7/10/2008	MACROCHEM
7/11/2008	ASHLAND	7/9/2008	CENTILLIUM COMMS.
7/10/2008	DOW CHEMICAL	7/8/2008	SGX PHARMS.
7/10/2008	GSI GROUP	6/26/2008	CELEBRATE EXPRESS
7/10/2008	ACCESS PHARMS.	6/23/2008	ALLIED WASTE INDS.
7/9/2008	TRANSWITCH	6/23/2008	CREDENCE SYS.
7/8/2008	ELI LILLY	6/19/2008	APRIA HEALTHCARE GROUP
6/26/2008	LIBERTY INTACT.'A'	6/19/2008	HOSTOPIA COM
6/23/2008	REPUBLIC SVS.'A'	6/19/2008	INSIGHTFUL
6/19/2008	FIRST NIAGARA FINL.GP.	6/16/2008	CASH SYS.
6/19/2008	ENERGY CONV.DEVC.	6/16/2008	WSTN.ASST.INFL.MAN.FD.
6/16/2008	DELUXE	6/12/2008	APPLIED BIOSYSTEMS
6/16/2008	TIBCO SOFTWARE	6/10/2008	UNITED RENTALS
6/12/2008	GLOBAL CASH ACCESS HDG.	6/9/2008	THIRD WAVE TECHS.
6/10/2008	WSTN.ASST.INFL.MAN.FD.	6/9/2008	INNOVIVE PHARMS.
6/9/2008	LIFE TECHNOLOGIES	6/3/2008	W-H ENERGY SERVICES
6/9/2008	UNITED RENTALS	6/2/2008	METLIFE

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
6/3/2008	HOLOGIC	5/29/2008	KINTERA
6/2/2008	CYTRX	5/28/2008	SERVICE 1ST BANCORP
5/29/2008	SMITH INTL.	5/28/2008	KOSAN BIOSCIENCES
5/28/2008	METLIFE	5/27/2008	REDENVELOPE
5/28/2008	BLACKBAUD	5/22/2008	MEDQUIST DEAD
5/27/2008	CENTRAL VALLEY CMTY. BANC.	5/21/2008	WILLOW FINL.BANC. D
5/21/2008	BRISTOL MYERS SQUIBB	5/16/2008	OPTIUM
5/16/2008	PROVIDE COMMERCE	5/16/2008	ZILOG
5/16/2008	HARLEYSVILLE NAT.	5/15/2008	CNET NETWORKS
5/15/2008	FINISAR	5/14/2008	INDIAN VILLAGE BANCORP
5/14/2008	IXYS	5/13/2008	ELECTRONIC DATA SYSTEMS
5/13/2008	CBS 'B'	5/12/2008	RADYNE
5/12/2008	CSB BANCORP	5/9/2008	WSTN.ASST.ZENIX INC.FD.
5/9/2008	HEWLETT-PACKARD	5/1/2008	MOLDFLOW
5/1/2008	COMTECH TELECOM.	4/30/2008	FTD GROUP
4/30/2008	WSTN.ASST.HI.INC.FD.II	4/30/2008	BOIS D'ARC ENERGY
4/30/2008	AUTODESK	4/24/2008	WENDY'S INTL.
4/24/2008	UNITED ONLINE	4/23/2008	WELLPOINT
4/23/2008	STONE ENERGY	4/22/2008	RESTORE MEDICAL
4/22/2008	WENDY'S CLASS A	4/21/2008	PACKETEER
4/21/2008	WELLPOINT	4/18/2008	NORTH COUNTRY HOSPLTY.
4/18/2008	MEDTRONIC	4/15/2008	CRYOCOR
4/15/2008	BLUE COAT SYSTEMS	4/11/2008	SORBENT TECHS.
4/11/2008	SEAWAY VALLEY CAPITAL	4/10/2008	TOUCHSTONE SFTW.
4/10/2008	BOSTON SCIENTIFIC	4/9/2008	EP MEDSYSTEMS
4/7/2008	ALBEMARLE	4/7/2008	LIFECCELL
4/2/2008	PHOENIX TECHS.	4/2/2008	OC FINANCIAL
3/31/2008	KINETIC CONCEPTS	3/31/2008	ANSOFT
3/27/2008	FIRST PL.FINL.	3/27/2008	QUIPP
3/20/2008	ANSYS	3/20/2008	SYNPLICITY
3/19/2008	ILLINOIS TOOL WORKS	3/19/2008	GREATER COMMUNITY BANC.
3/17/2008	SYNOPSIS	3/17/2008	BEAR STEARNS
3/17/2008	VALLEY NATIONAL BANCORP	3/10/2008	WJ COMMUNICATIONS
3/10/2008	BMC SOFTWARE	3/10/2008	IOMEGA
3/10/2008	JP MORGAN CHASE & CO.	3/10/2008	SPZ.HLTH.PRDS.
3/10/2008	TRIQUINT SEMICONDUCTOR	3/10/2008	RIVER CITY BANK (MECHANICSVILLE VA)
3/10/2008	EMC	3/4/2008	CYBERVIEW TECH.(REGS)
3/4/2008	C R BARD	3/3/2008	OPTIO SOFTWARE
3/3/2008	VIL.BK.& TST.FINL.	2/27/2008	1ST INDC.FINL.GP.
2/27/2008	INTL.GAME TECH.	2/26/2008	NAT.MEDICAL HEALTH CARD SYS.
2/26/2008	BOTTOMLINE TECHS.	2/21/2008	SYS
2/21/2008	MAINSOURCE FINL.GP.	2/20/2008	ENCYSIVE PHARMS.
2/20/2008	CATAMARAN	2/20/2008	PROCENTURY
2/20/2008	KRATOS DEF&SCTY.SLTN.	2/15/2008	IRON & GLASS BANC.
2/15/2008	PFIZER	2/13/2008	INDC.LEAD MINES
2/13/2008	MEADOWBROOK INS GROUP	2/12/2008	GMH COMMUNITIES TRUST
2/12/2008	FNB	1/31/2008	AUDIBLE
1/31/2008	HECLA MINING	1/28/2008	NYMEX HOLDINGS
1/28/2008	AMERICAN CAMPUS COMMNS.	1/28/2008	MATRIA HLTHCR.NEW
1/28/2008	AMAZON.COM	1/15/2008	VISTACARE 'A'
1/15/2008	CME GROUP	1/14/2008	ASV

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
1/14/2008	ALERE	1/11/2008	COUNTRYWIDE FINL.
1/11/2008	ODYSSEY HLTHCR.	1/10/2008	AMCOMP
1/9/2008	TEREX	1/9/2008	SHORE FINL.
1/8/2008	BANK OF AMERICA	1/8/2008	MFB
12/27/2007	HAMPTON ROADS BKSH.	12/27/2007	DOCUMENT SCI.
12/19/2007	MUTUALFIRST FINL.	12/19/2007	ELECTRONIC CLEAR.HOUSE
12/17/2007	EMC	12/17/2007	GRANT PRIDECO
12/17/2007	INTUIT	12/17/2007	IBT BANCORP
12/14/2007	NATIONAL OILWELL VARCO	12/14/2007	BOE FINL.SVS.VA
12/13/2007	S & T BANCORP	12/13/2007	AMIS HDG.
12/12/2007	COMMUNITY BANKERS TST.	12/12/2007	NEXTEST SYS.
12/11/2007	ON SEMICON.	12/11/2007	AMER.BKNOTE.HOLOS.
12/7/2007	TERADYNE	12/7/2007	GEMSTAR TV GUIDE INTL.
12/3/2007	JDS UNIPHASE	12/3/2007	COHESANT TECHNOLOGIES
11/29/2007	ROVI	11/29/2007	US BIOENERGY
11/19/2007	GRACO	11/19/2007	CANYON RES.
11/19/2007	VERASUN ENERGY DEAD	11/19/2007	PHARMION
11/16/2007	ATNA RESOURCES	11/16/2007	COLEY PHARMACEUTICAL GP.
11/13/2007	CELGENE	11/13/2007	TUTOGEN MEDICAL
11/9/2007	PFIZER	11/9/2007	OMEGA FINL
11/7/2007	RTI BIOLOGICS	11/7/2007	VFINANCE
11/5/2007	FNB	11/5/2007	AMERICAN FINL.REAL.TST.
10/31/2007	NATIONAL HOLDINGS	10/31/2007	FIRST CONSULTING GROUP
10/25/2007	GRAMERCY CAPITAL	10/25/2007	VISUAL SCIENCES
10/16/2007	COMPUTER SCIS.	10/15/2007	TEKTRONIX
10/15/2007	OMNITURE	10/12/2007	BEA SYSTEMS
10/12/2007	HALCON RESOURCES	10/11/2007	SLADE'S FERRY BANCORP
10/11/2007	DANAHER	10/8/2007	UTD.INDUSTRIAL (FRA)
10/8/2007	ORACLE	10/8/2007	ONESOURCE SERVICES
10/8/2007	INDEPENDENT BK.MASS.	10/2/2007	PAVILION BANCORP
10/2/2007	TEXTRON	10/1/2007	VIACELL
10/1/2007	ABM INDS.	9/27/2007	TRAFFIX
9/27/2007	FIRST DEFIANCE FINL.	9/24/2007	C-COR
9/24/2007	PERKINELMER	9/17/2007	MCLEODUSA
9/17/2007	ATRINSIC	9/10/2007	GREAT LAKES BANCORP
9/10/2007	ARRIS GROUP	9/7/2007	KNBT BANCORP
9/7/2007	PAETEC HOLDING	9/7/2007	KMG AMERICA (BER)
9/7/2007	FIRST NIAGARA FINL.GP.	9/6/2007	TRANSCOMMUNITY FINL.
9/6/2007	NAT.PENN BANCSHARES	9/5/2007	MARKWEST HYDROCARBON
9/5/2007	HUMANA	9/4/2007	IDENTIPHI
9/4/2007	COMMUNITY BANKERS TST.	8/28/2007	POLYMEDICA
8/28/2007	MARKWEST ENERGY PARTNERS	8/28/2007	MZT HOLDINGS
8/28/2007	SCBT FINANCIAL	8/27/2007	CAROLINA NATIONAL
8/27/2007	MEDCO HEALTH SLTN.	8/16/2007	FIRST CHARTER
8/16/2007	ALERE	8/16/2007	RARE HOSPLTY.INTL.
8/16/2007	FIRST NAT.BANCSHARES	8/15/2007	LAMSON & SESSION
8/15/2007	FIFTH THIRD BANCORP	8/14/2007	UNION BANKSHARES
8/14/2007	DARDEN RESTAURANTS	8/14/2007	UNION BANKSHARES
8/14/2007	THOMAS & BETTS	8/13/2007	SIRENZA MICRODEVICES
8/14/2007	CAMDEN NAT.	8/8/2007	APTIMUS DEAD
8/13/2007	LCNB	8/7/2007	MICROTEK MED.HDG.

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
8/8/2007	CAMDEN NAT.	8/6/2007	TENDERCARE INTL.
8/7/2007	RF MICRO DEVICES	8/6/2007	HEMOSENSE
8/7/2007	APOLLO GP.'A'	8/2/2007	CHECKFREE
8/6/2007	INTEGRA LIFESCIENCES HDG.	7/27/2007	KYPHON
8/6/2007	ECOLAB	7/27/2007	USB HOLDING
8/2/2007	HAIN CELESTIAL GP.	7/26/2007	FNB VA.
7/27/2007	ALERE	7/24/2007	REPUBLIC PROPERTY TRUST
7/27/2007	FISERV	7/23/2007	ARROW INTL.
7/26/2007	MEDTRONIC	7/23/2007	OPSWARE
7/24/2007	KEYCORP	7/23/2007	NEOWARE
7/23/2007	STELLARONE	7/23/2007	FOXHOLLOW TECHS.
7/23/2007	LIBERTY PROPERTY TST.	7/20/2007	OAK HILL FINL. (BER)
7/23/2007	TELEFLEX	7/19/2007	STERLING FINANCIAL
7/23/2007	HEWLETT-PACKARD	7/19/2007	PTNS.TST.FINL.GP.
7/20/2007	HEWLETT-PACKARD	7/17/2007	KEYSTONE AUTV.INDS.
7/19/2007	EV3 DEAD	7/17/2007	POGO PRODUCING
7/19/2007	WESBANCO	7/12/2007	PLAYTEX PRODUCTS
7/17/2007	PNC FINL.SVS.GP.	7/12/2007	GREAT PEE DEE BANCORP
7/17/2007	M&T BK.	7/9/2007	DEAD
7/12/2007	LKQ	7/5/2007	ACR GROUP
7/9/2007	PLAINS EXP.& PRDN.	7/3/2007	HILTON HOTELS
7/5/2007	ENERGIZER HDG.	7/2/2007	NORTH PITTS.SYSTEMS
7/3/2007	MARSHALL & ILSLEY	7/2/2007	FIRST MUT.BCSH.
7/2/2007	WATSCO	7/2/2007	OPTION CARE
7/2/2007	CONSOLIDATED COMMS.HDG.	6/29/2007	DOBSON COMMS.'A'
6/29/2007	WASHINGTON FEDERAL	6/28/2007	KOMAG
6/28/2007	WALGREEN	6/28/2007	GUIDELINE
6/28/2007	AT&T	6/27/2007	EFUNDS
6/27/2007	WESTERN DIGITAL	6/27/2007	CHITTENDEN
6/27/2007	INFOGROUP	6/27/2007	ANDREW
6/27/2007	FIDELITY NAT.INFO.SVS.	6/26/2007	WEB COM DEAD
6/26/2007	PEOPLES UNITED FINANCIAL	6/25/2007	NEON COMMS.GP.
6/25/2007	COMMSCOPE	6/25/2007	PROFESSIONALS DIRECT
6/25/2007	WEB.COM GROUP	6/25/2007	CHRISTIANA BK.& TST.
6/25/2007	RCN	6/18/2007	AMER.TECHNICAL CERAMIC
6/18/2007	HANOVER INSURANCE GROUP	6/18/2007	AUTHORIZE NET HOLDINGS
6/18/2007	NAT.PENN BANCSHARES	6/14/2007	CARDINAL STATE BANK
6/14/2007	AVX	6/11/2007	HORIZON OFFSHORE
6/7/2007	CYBERSOURCE	6/7/2007	YARVILLE NAT.BANCORP
6/7/2007	YADKIN VALLEY FINL.	6/7/2007	FUTURA BK.
6/4/2007	PNC FINL.SVS.GP.	6/4/2007	CHOLESTECH
6/4/2007	FIRST CITIZENS BANC	6/4/2007	JHAN.PATRIOT GLB.DIV.FD.
6/4/2007	ALERE	6/4/2007	COMMUNITY BK.& TST.
5/31/2007	JOHN HANCOCK PRUM.DIV. FD.	5/31/2007	A G EDWARDS
5/29/2007	CHITTENDEN	5/29/2007	BIOENVISION
5/29/2007	WACHOVIA	5/29/2007	CT COMMS.
5/28/2007	GENZYME	5/28/2007	WASHINGTON GP.INTL.
5/22/2007	WINDSTREAM	5/22/2007	STRIDE RITE
5/21/2007	URS	5/21/2007	PIONEER COS.'A'
5/21/2007	COLLECTIVE BRANDS	5/21/2007	PEOPLES BANCTRUST
5/21/2007	OLIN	5/21/2007	CYTYC

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
5/18/2007	BANCTRUST FINL.GP.	5/18/2007	AQUANTIVE
5/16/2007	HOLOGIC	5/16/2007	EAST PENN FINL.
5/15/2007	MICROSOFT	5/15/2007	DYM.HLTH.PRDS.
5/15/2007	HARLEYSVILLE NAT.	5/15/2007	AGILE SOFTWARE
5/15/2007	GEOPHARMA	5/15/2007	STAMFORD BK.
5/15/2007	ORACLE	5/15/2007	FACTORY POINT BANC.
5/14/2007	DELAWARE BANCSHARES	5/14/2007	VIASYS HLTHCR.
5/14/2007	BERKSHIRE HILLS BANCORP	5/14/2007	STRATOS INTERNATIONAL
5/8/2007	CARDINAL HEALTH	5/8/2007	SIPEX
5/4/2007	EMERSON ELECTRIC	5/8/2007	FLORIDA ET.CST.INDS.
5/2/2007	EXAR	5/4/2007	GREATER BAY
5/1/2007	WELLS FARGO & CO	5/2/2007	BISYS GROUP
5/1/2007	CITIGROUP	5/1/2007	COMMUNITY BANKS
5/1/2007	SUSQUEHANNA BCSH.	5/1/2007	DOW JONES & CO
4/30/2007	NEWS CORP.'A'	5/1/2007	MAF BANCORP
4/27/2007	NATIONAL CITY	4/30/2007	ENPATH MEDICAL
4/26/2007	GREATBATCH	4/27/2007	ARKONA
4/25/2007	DEALERTRACK HOLDINGS	4/26/2007	CASTELLE
4/25/2007	CAPTARIS	4/25/2007	K2
4/24/2007	JARDEN	4/25/2007	COVANSYS
4/23/2007	COMPUTER SCIS.	4/24/2007	DESERT CMTY.BK. VICTORVILLE
4/23/2007	EAST WS.BANC.	4/23/2007	TERAYON COMM.SYS.
4/19/2007	MOTOROLA SOLUTIONS	4/23/2007	OPTICAL COMMS.PRDS.
4/16/2007	OPLINK COMMUNICATIONS	4/19/2007	HEARTLAND OIL & GAS
4/10/2007	UNVL.PR.DEV.& ACQ.	4/16/2007	INNKEEPERS USA TST.PF. SR.C 8%
4/6/2007	APOLLO INV.	4/10/2007	FERMAVIR PHARMS.
4/4/2007	INHIBITEX	4/6/2007	STRATAGENE
4/2/2007	AGILENT TECHS.	4/4/2007	BIOSITE
3/29/2007	ALERE	4/2/2007	GLOBAL IMAGING SYS.
3/28/2007	XEROX	3/29/2007	LONE STAR TECH.
3/28/2007	US.STEEL	3/28/2007	MOUNTAIN BANK HOLDING
3/26/2007	COLUMBIA BKG.SYS.	3/28/2007	TOWN CENTER BANC.
3/22/2007	COLUMBIA BKG.SYS.	3/26/2007	MONMOUTH CAPITAL
3/19/2007	MONMOUTH REIT.	3/22/2007	PAXAR
3/19/2007	AVERY DENNISON	3/19/2007	TODCO
3/19/2007	HERCULES OFFSHORE	3/19/2007	TRIAD HOSPITALS
3/15/2007	COMMUNITY HEALTH SYSTEMS	3/19/2007	INFRA SOURCE SERVICES
3/14/2007	QUANTA SERVICES	3/15/2007	WEBEX COMMS.
3/13/2007	CISCO SYSTEMS	3/14/2007	MAPINFO
3/12/2007	PITNEY-BOWES	3/13/2007	180 CONNECT (U\$)
3/5/2007	180 CONNECT	3/12/2007	SIERRA HEALTH SVS.
3/2/2007	UNITEDHEALTH GP.	3/5/2007	BATTLE MNT.GD.EXP.
2/28/2007	ROYAL GOLD	3/2/2007	WSTN.ASST.MUN.PTNS.FD.II
2/27/2007	WSTN.ASST.MUN.PTNS.FD.	2/28/2007	HYPERION SLTN. DEAD
2/26/2007	ORACLE	2/27/2007	PATHMARK STORES INCO.
2/21/2007	GT.ATL.& PAC.TEA CO.	2/26/2007	FNB FINANCIAL SERVICES
2/19/2007	NEWBRIDGE BANCORP	2/21/2007	WILD OATS MARKETS
2/19/2007	WHOLE FOODS MARKET	2/20/2007	TB WOODS
2/19/2007	SIRIUS XM RADIO	2/19/2007	XM SAT.RADIO HDG.'A'
2/14/2007	VULCAN MATERIALS	2/19/2007	FLORIDA ROCK INDS.
2/13/2007	DEERE	2/19/2007	LESCO

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
2/12/2007	EQUIFAX	2/14/2007	TALX
2/12/2007	CHECKFREE	2/13/2007	CORILLIAN
2/8/2007	VERINT SYS.	2/12/2007	WITNESS SYS.
2/8/2007	CYTYC	2/12/2007	ADEZA BIOMEDICAL
2/7/2007	CVB FINANCIAL	2/8/2007	FIRST COASTAL BCSH.
2/7/2007	HERITAGE COM.	2/8/2007	DIABLO VALLEY BANK
2/5/2007	GREAT PLAINS EN.	2/7/2007	AQUILA
1/29/2007	POLYCOM	2/7/2007	SPECTRALINK
1/26/2007	STATE STREET	2/5/2007	INVESTORS FINL.SERVICES
1/25/2007	SYMANTEC	2/5/2007	HANOVER COMPRESSOR
1/23/2007	UNITED BANKSHARES	1/29/2007	ALTIRIS
1/19/2007	GREEN BANKSHARES	1/26/2007	PREMIER CMNTY BKSH.
1/19/2007	COLONIAL BANCGROUP	1/25/2007	CIVITAS BANKGROUP
1/18/2007	CHITTENDEN	1/23/2007	COMMERCIAL BANKSHARES
1/12/2007	EASYLINK SERVICES INTL. 'A'	1/19/2007	MERR.MERCHANTS BANC.
1/12/2007	UMPQUA HDG.	1/19/2007	EASYLINK SVS.'A'
1/10/2007	MARSHALL & ILSLEY	1/18/2007	NORTH BAY BANCORP.NAPA CAL.
1/9/2007	MOOG 'A'	1/12/2007	NORTH STAR FINANCIAL
1/8/2007	GATEWAY FINL.HDG.	1/12/2007	ZEVEK INTL.
1/5/2007	WELLS FARGO & CO	1/10/2007	BANK OF RICHMOND
12/27/2006	KLA TENCOR	1/9/2007	PLACER SIERRA BCSH.
12/21/2006	ADVD.MED.OPTICS	1/8/2007	THERMA-WAVE
12/21/2006	CENVEO	1/8/2007	HOUSTON EXP.
12/21/2006	BB&T	1/5/2007	INTRALASE
12/21/2006	NATIONAL HEALTHCARE NEW	12/29/2006	CARREKER D
12/20/2006	MOTOROLA SOLUTIONS	12/27/2006	CADMUS COMMS.
12/20/2006	CTZN.& NTHN.	12/21/2006	COASTAL FINL.
12/20/2006	M&F WWD.	12/21/2006	NAT.HLTH.REAL.
12/20/2006	PSYCHIATRIC SLTN.	12/21/2006	TUT SYSTEMS
12/15/2006	HUNTINGTON BCSH.	12/21/2006	CITIZENS BANCORP PA
12/14/2006	PROTECTION ONE	12/20/2006	HARLAND JOHN H
12/12/2006	NWH.THRIFT BCSH.	12/20/2006	HORIZON HEALTH
12/4/2006	SANDY SPRING BANCORP	12/20/2006	SKY FINL.GP.
12/4/2006	INDEVUS PHARMS.	12/20/2006	INTEGRATED ALARM SVS.GP.
11/29/2006	LSI	12/15/2006	FIRST BRANDON FINANCIAL
11/27/2006	BANK OF NEW YORK MELLON	12/14/2006	CN BANCORP INCO.
11/20/2006	INTUIT	12/11/2006	AT ROAD DEAD
11/16/2006	ANGIODYNAMICS	12/4/2006	AGERE SYS.
11/13/2006	FREEMPORT-MCMOR.CPR.& GD.	12/4/2006	MELLON FINL.
11/13/2006	JOHNSON & JOHNSON	11/29/2006	DIGITAL INSIGHT
11/13/2006	DICK'S SPORTING GOODS	11/27/2006	RITA MED.SYS.
11/9/2006	MOTOROLA SOLUTIONS	11/20/2006	PHELPS DODGE
11/8/2006	ILLUMINA	11/16/2006	CONOR MEDSYSTEMS
11/6/2006	GENENTECH	11/13/2006	GOLF GALAXY
11/6/2006	NORTHROP GRUMMAN	11/13/2006	NETOPIA
11/6/2006	MCKESSON	11/13/2006	SOLEXA
11/6/2006	US BANCORP	11/9/2006	TANOX
11/6/2006	NVIDIA	11/8/2006	ESSEX
11/2/2006	ABBOTT LABORATORIES	11/6/2006	PER-SE TECHS.
11/2/2006	NAVTEQ	11/6/2006	UNITED FINL.
11/1/2006	ORACLE	11/6/2006	PORTALPLAYER

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
11/1/2006	NY.CMTY.BANC.	11/6/2006	KOS PHARMS.
10/31/2006	CVS CAREMARK	11/2/2006	STELLENT
10/30/2006	CITY NATIONAL	11/2/2006	PENNFED FINL.SVS.
10/30/2006	R R DONNELLEY & SONS	11/1/2006	CAREMARK RX
10/23/2006	MERCK & CO.	11/1/2006	BUSINESS BK.
10/23/2006	CBRE GROUP CLASS A	10/31/2006	BANTA
10/20/2006	OLD NATIONAL BANCORP	10/30/2006	SIRNA THERAPEUTICS
10/18/2006	ORACLE	10/30/2006	TRAMMELL CROW
10/17/2006	PDC ENERGY	10/23/2006	ST JOSEPH CAP.
10/17/2006	VERTICAL COMMUNICATIONS	10/23/2006	METASOLV
10/17/2006	CME GROUP	10/20/2006	UNIOIL
10/16/2006	BENCHMARK ELTN.	10/18/2006	VODAVI TECH.
10/16/2006	LEVEL 3 COMMS.	10/17/2006	CBOT HDG.'A'
10/12/2006	ELI LILLY	10/17/2006	PEMSTAR
10/11/2006	OSHKOSH	10/17/2006	BROADWING
10/10/2006	INTERNAP NETWORK SVS.	10/16/2006	ICOS
10/9/2006	SANDY SPRING BANCORP	10/16/2006	JLG INDS.
10/6/2006	WASHINGTON FEDERAL	10/12/2006	VITALSTREAM HOLDINGS SUSP
10/5/2006	PNC FINL.SVS.GP.	10/11/2006	POTOMAC BANK OF VA.
10/4/2006	UNITED SECURITY BCSH.	10/10/2006	FIRST FEDERAL BANC SW.
10/2/2006	CROWN CASTLE INTL.	10/9/2006	MERCANTILE BANKSHARES
10/2/2006	FIRST STE.BANCORP.	10/6/2006	LEGACY BANK NA
9/25/2006	GILEAD SCIENCES	10/5/2006	GLOBAL SIGNAL
9/22/2006	MCAFFEE DEAD	10/4/2006	FRONT RANGE CAP.
9/20/2006	OVERSEAS SHIPHLDG.GP.	10/2/2006	MYOGEN
9/20/2006	SUPERIOR ENERGY SVS.	10/2/2006	GREEN EN.MAN.SVS.HDG.
9/20/2006	GEO GROUP	9/25/2006	MARITRANS PTNS.
9/18/2006	FIRST BUSEY 'A'	9/22/2006	WARRIOR ENERGY SVS.
9/18/2006	GASCO EN.	9/20/2006	CENTRACORE PROPS.TST.
9/18/2006	SMITHFIELD FOODS	9/20/2006	MAIN STREET TST.
9/18/2006	MOTOROLA SOLUTIONS	9/20/2006	BREK ENERGY
9/15/2006	UCBH HOLDINGS	9/18/2006	PREMIUM STD.FARMS
9/14/2006	STERLING FINL.	9/18/2006	SYMBOL TECHS.
9/13/2006	ATLANTIC STHN.FINL.GP.	9/18/2006	SUMMIT BANK GEORGIA
9/12/2006	PARK NAT.	9/18/2006	COMMONWEALTH TEL.ENTS.
9/11/2006	HEALTH CARE REIT	9/18/2006	NORTHERN EMPIRE BCSH.
9/6/2006	ONEIDA FINL.	9/15/2006	FIRST CMTY.BK.GA.ROBERTA
9/6/2006	IPSCO	9/14/2006	VISION BANCSHARES
9/5/2006	COMMUNITY BANKS	9/13/2006	WINDROSE MED.PROPS.TST.
9/1/2006	HORMEL FOODS	9/12/2006	VERNON BANK
8/29/2006	ILLINOIS TOOL WORKS	9/11/2006	NS GROUP
8/23/2006	LIFE TECHNOLOGIES	9/6/2006	BUSC FINL.
8/15/2006	BANK OF FLORIDA	9/6/2006	PROVENA FOODS
8/14/2006	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	9/5/2006	CLICK COMMERCE
8/14/2006	MONSANTO	9/4/2006	SENTIGEN HOLDING
8/9/2006	BECTON DICKINSON	8/29/2006	OLD FLORIDA BANKSHARES
8/8/2006	SIRENZA MICRODEVICES DEAD	8/28/2006	GIANT INDUSTRIES
8/7/2006	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	8/23/2006	INET.SCTY.SYS.
8/7/2006	MORGAN STANLEY	8/18/2006	GOLD KIST
8/4/2006	BROCADE COMMS.SYS.	8/15/2006	DELTA & PINE LD.
8/3/2006	RENT A CENTER	8/14/2006	TRIPATH IMAGING

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
8/3/2006	INFOGROUP	8/14/2006	MICRO LINEAR
7/28/2006	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	8/9/2006	FILENET
7/27/2006	SL GREEN REALTY	8/8/2006	SAXON CAP.
7/27/2006	SOFTBRANDS	8/7/2006	MCDATA 'B'
7/25/2006	NATIONAL CITY	8/7/2006	RENT WAY
7/24/2006	IBERIABANK	8/4/2006	OPINION RESH.
7/18/2006	HEWLETT-PACKARD	8/3/2006	MRO SOFTWARE
7/18/2006	LEXINGTON REALTY TRUST	8/3/2006	RECKSON ASSOCS.REAL.
7/14/2006	NEWALLIANCE BANCSHARES DEAD	7/28/2006	MAI SYSTEMS
7/10/2006	PROSPERITY BCSH.	7/27/2006	FIDELITY BKSH.
7/10/2006	DGSE COMPANIES	7/27/2006	POCAHONTAS BANC.
7/7/2006	KIMCO REALTY	7/25/2006	MERCURY INTERACTIVE
7/7/2006	NATIONAL CITY	7/18/2006	WESTBANK
7/6/2006	MDU RES.GP.	7/18/2006	TEXAS UNITED BANCSHARES
7/5/2006	RADNET	7/14/2006	SUPERIOR GALLERIES
7/3/2006	INTEGRYS ENERGY GROUP	7/10/2006	PAN PAC.RET.PROPS.
7/3/2006	VALASSIS COMMS.	7/10/2006	HARBOR FLA.BCSH.
6/30/2006	CULLEN FO.BANKERS	7/10/2006	CASCADE NAT.GAS
6/30/2006	WSTN.ASST.INFL.MAN.FD.	7/7/2006	RADIOLOGIX
6/29/2006	CENTRUE FINL.	7/6/2006	PEOPLES ENERGY
6/28/2006	MOLEX	7/5/2006	ADVO
6/27/2006	EMC	7/3/2006	SUMMIT BANCSHARES
6/23/2006	COMMUNITY BANCORP NEV	7/3/2006	WSTN.ASST.INFL.MAN.FD.
6/22/2006	CITIZENS REPUBLIC BANC.	6/30/2006	CENTRUE FINANCIAL
6/20/2006	ANADARKO PETROLEUM	6/30/2006	WOODHEAD INDS.
6/20/2006	NEW WORLD BRANDS	6/29/2006	RSA SCTY.
6/15/2006	ILLINOIS TOOL WORKS	6/28/2006	VALLEY BANCORP
6/15/2006	CLARIENT	6/27/2006	REPUBLIC BANCORP
6/5/2006	INTL.GAME TECH.	6/23/2006	KERR-MCGEE
6/5/2006	NATIONAL MERC.BANC.	6/23/2006	WESTERN GAS RES.
6/1/2006	AMER.MED.SYS.HDG.	6/22/2006	QUALMAX
6/1/2006	STERLING FINL.	6/20/2006	CFC INTL.
5/31/2006	US BANCORP	6/20/2006	MOQIZONE HOLDING
5/25/2006	FIRST CHARTER	6/15/2006	VENTURE CATALYST UTAH
5/25/2006	MERCANTILE BANCORP	6/15/2006	FCB BANC.
5/24/2006	REGIONS FINL.NEW	6/5/2006	LASERSCOPE
5/18/2006	ACCREDITED HM.LENDERS HLDG.	6/5/2006	FIRSTBANK NW
5/16/2006	ALABAMA NAT.BANCORP.DELA	6/1/2006	VAIL BANKS
5/8/2006	HAMPSHIRE GROUP	5/25/2006	AMSOUTH BANC.
5/8/2006	PACWEST BANCORP	5/25/2006	AAMES INV.
5/4/2006	THERMO FISHER SCIENTIFIC	5/22/2006	BWC FINANCIAL
5/2/2006	WACHOVIA	5/18/2006	MARISA CHRISTINA
5/1/2006	APPLIED MATS.	5/16/2006	COMMUNITY BANCORP FALLBROOK
4/28/2006	QUANTUM	5/12/2006	AMER.RETIEMENT
4/27/2006	GT.AMER.FINL.RES.	5/9/2006	FISHER SCIEN.INTL.
4/25/2006	SUPERIOR BANCORP	5/8/2006	GOLDEN WEST FINL.
4/25/2006	FIRST CMWL.FINL.	5/4/2006	APPLIED FILMS
4/25/2006	MILLIPORE	5/2/2006	ADVANCED DIGITAL INFO.
4/25/2006	WEBSTER FINANCIAL	5/1/2006	CERES GROUP
4/24/2006	YOUNGER AMERICA	4/27/2006	LAUREL CAP.GP.
4/24/2006	FIRST BANCORP INDNA.	4/25/2006	SEROLOGICALS

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
4/21/2006	JDA SOFTWARE GP.	4/25/2006	NEWMIL BANCORP
4/21/2006	ALLIANCE FINL.	4/25/2006	WESTLIN
4/20/2006	PETROHAWK ENERGY	4/25/2006	HOME BUILDING BANCORP
4/19/2006	CMTY.BK.SY.	4/24/2006	MANUGISTICS GP.
4/17/2006	SPRINT NEXTEL	4/24/2006	BRIDGE STREET FINL.
4/14/2006	SECURITY BANK	4/24/2006	COML.CAP.BANC.
4/13/2006	BERKSHIRE HATHAWAY 'A'	4/21/2006	KCS ENERGY
4/13/2006	ALLEGHENY VLY.BANC.	4/21/2006	ES & L BANCORP
4/12/2006	COMMERCE BCSH.	4/20/2006	UBIQUITEL
4/12/2006	TD BANKNORTH	4/17/2006	RUSSELL
4/12/2006	DANAHER	4/14/2006	RSV BANCORP
4/6/2006	ORACLE	4/13/2006	WEST POINTE BANCORP
4/3/2006	VCAMPUS	4/13/2006	INTCH.FINL.SVS.
4/3/2006	CRESCENT FINANCIAL BANCSHARES	4/12/2006	SYBRON DNL.SPCL.
3/29/2006	SERVICE CORP.INTL.	4/12/2006	PORTAL SOFTWARE
3/27/2006	ICONIX BRAND GROUP	4/12/2006	PROSOFT LEARNING
3/16/2006	LANDAMERICA FINL.GP.	4/3/2006	ALDERWOODS GP.
3/13/2006	MERCANTILE BANKSHARES	4/3/2006	MOSSIMO
3/13/2006	CADENCE FINANCIAL	3/29/2006	CAP.TITLE GP.
3/8/2006	MCCLATCHY 'A'	3/27/2006	JAMES MONROE BANC.
2/27/2006	WATSON PHARMS.	3/16/2006	SUNCOAST BANCORP
2/23/2006	MICRON TECHNOLOGY	3/13/2006	KNIGHT-RIDDER
2/16/2006	ARMOR HDG.	3/13/2006	ANDRX DELAWARE (IRS)
2/15/2006	KLA TENCOR	3/13/2006	NORTH FORK BANCORP.
2/10/2006	FIRST ADVANTAGE 'A'	3/8/2006	LEXAR MEDIA
2/9/2006	PLACER SIERRA BCSH.	3/6/2006	BELLSOUTH
2/7/2006	CALIPER LIFE SCIENCES	2/27/2006	STEWART & STEVENSON SVS.
2/7/2006	HUDSON CITY BANC.	2/23/2006	ADE
2/6/2006	BORLAND SOFTWARE	2/16/2006	ACCUFACTS PRE-EMPLMT. SCREEN
2/6/2006	UMPQUA HDG.	2/15/2006	SOUTHWEST CMTY.BANC.
2/6/2006	TALBOTS	2/10/2006	XENOGEN
2/1/2006	BNC BANCORP	2/9/2006	SOUND FED.BANC.
2/1/2006	WEST DEAD	2/7/2006	SEGUE SOFTWARE
1/27/2006	WEST COAST BANCORP	2/7/2006	WESTERN SIERRA BANCORP.
1/24/2006	EMERSON ELECTRIC	2/6/2006	J JILL GP.
1/23/2006	FIRST PL.FINL.	2/6/2006	STERLINGSOUTH BK.& TST.
1/18/2006	WALT DISNEY	2/6/2006	RAINDANCE COMMS.
1/13/2006	FRANKLIN FINL.SVS.	2/1/2006	MID VLY.BK.ORG.
1/10/2006	RELIANCE STEEL AND ALMN.	2/1/2006	ARTESYN TECHS.
12/21/2005	PREMIER CMNTY BKSH.	1/30/2006	INTRADO
12/21/2005	HOME DEPOT	1/27/2006	NTHN.SVG.& LOAN
12/21/2005	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	1/24/2006	PIXAR
12/20/2005	FLUSHING FINL.	1/23/2006	FULTON BCSH.
12/19/2005	FNB	1/13/2006	ALBERMARLE 1ST.BK.
12/16/2005	SEAGATE TECH.	1/10/2006	HUGHES SUPPLY
12/15/2005	SL INDS.	12/21/2005	MICROMUSE
12/15/2005	JOHNSON & JOHNSON	12/21/2005	ATLANTIC LBRTY.FINL.
12/14/2005	BB&T	12/21/2005	LEGACY BK.
12/13/2005	PACWEST BANCORP	12/21/2005	WEBHIRE
12/12/2005	AMGEN	12/20/2005	MAXTOR
12/9/2005	GENERAL DYNAMICS	12/19/2005	AULT

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
12/8/2005	CONOCOPHILLIPS	12/16/2005	ANIMAS
12/5/2005	IPASS	12/15/2005	MAIN STR.BKS.NEW
12/2/2005	ELECTRONIC ARTS	12/15/2005	FOOTHILL INDE.BANC.
12/1/2005	BOSTON SCIENTIFIC	12/14/2005	ABGENIX
11/22/2005	KIMCO REALTY	12/13/2005	ANTEON INTL.
11/21/2005	SEACOAST BKG.OF FLA.	12/12/2005	BURLINGTON RES.
11/21/2005	SPRINT NEXTEL	12/9/2005	GOREMOTE INTERNET COMMS.
11/18/2005	SPZ.HLTH.PRDS.	12/8/2005	JAMDAT MOBILE
11/16/2005	CISCO SYSTEMS	12/5/2005	GUIDANT
11/14/2005	PROSPERITY BCSH.	12/2/2005	PROVIDE COMMERCE
11/11/2005	ALLERGAN	12/1/2005	ATLANTIC REALTY TST.
11/10/2005	ENCORE MED.	11/22/2005	BIG LAKE FINANCIAL
11/9/2005	PFSWEB	11/21/2005	ALAMOSA HOLDINGS
11/8/2005	MARSHALL & ILSLEY	11/21/2005	MED-DESIGN
11/2/2005	TELEDYNE TECHS.	11/18/2005	SCIENTIFIC ATLANTA
11/2/2005	MICROSEMI	11/16/2005	SNB BANCSHARES
10/26/2005	MAINSOURCE FINL.GP.	11/14/2005	INAMED DEAD
10/20/2005	EMC	11/11/2005	COMPEX TECHS.
10/20/2005	COML.CAP.BANC.	11/10/2005	ECOST.COM
10/19/2005	AMERICAN NAT.BKSH.	11/9/2005	GOLD BANC
10/18/2005	STEEL DYNAMICS	11/8/2005	CASTLE ENERGY
10/13/2005	ST.JUDE MEDICAL	11/2/2005	BENTHOS
10/10/2005	NATUS MEDICAL	11/2/2005	ADVD.PWR.TECH.
10/3/2005	SABA SOFTWARE	10/26/2005	HFS BANK IND.
10/3/2005	RH DONNELLEY	10/20/2005	CAPTIVA SOFTWARE
10/3/2005	SYMANTEC	10/20/2005	CALNET BUS.BANK
9/30/2005	PNCL.FINL.PTNS.	10/18/2005	ROANOKE ELEC.STL.
9/28/2005	MAINSOURCE FINL.GP.	10/17/2005	ADVANCED NEUROMODULATION SYS.
9/27/2005	WELLPOINT	10/17/2005	BIO LOGIC SYS.
9/21/2005	DRS TECHS.	10/13/2005	VINTAGE PTL.
9/21/2005	DEAD	10/10/2005	JEFFERSON PILOT (BER)
9/19/2005	HEWLETT-PACKARD	10/5/2005	CENTRA SFTW.
9/19/2005	FNB UNITED	10/3/2005	DEX MEDIA
9/19/2005	CLINICAL	10/3/2005	WHITEHALL JLRS.
9/12/2005	WACHOVIA	10/3/2005	BINDVIEW DEV.
9/12/2005	ORACLE	9/30/2005	CAVALRY BANCORP
9/12/2005	FRONTIER FINL.	9/28/2005	PEOPLE OH.FINL.
9/12/2005	WACHOVIA	9/27/2005	WELLCHOICE D
9/6/2005	NAT.PENN BANCSHARES	9/21/2005	ENGD.SUPPORT SYSTEMS
9/6/2005	VERTICAL COMMUNICATIONS	9/21/2005	FNB FINL.PA.
9/1/2005	FIRST STE.BANCORP.	9/19/2005	PEREGRINE SYS.
8/31/2005	SPRINT NEXTEL	9/19/2005	INTEGRITY FINL.
8/29/2005	SUN BANCORP	9/19/2005	ICORIA
8/25/2005	JOHNSON CONTROLS	9/12/2005	WESTCORP
8/24/2005	HAIN CELESTIAL GP.	9/12/2005	SIEBEL SYSTEMS (IRS)
8/23/2005	MAINSOURCE FINL.GP.	9/12/2005	AMNET MGE.
8/23/2005	BEA SYSTEMS	9/6/2005	MAXIM PHARMS
8/22/2005	OSI PHARMS.	9/6/2005	NITTANY FINL.
8/18/2005	SECURE COMPUTING	9/1/2005	COMDIAL
8/12/2005	NEKTAR THERP.	8/31/2005	ACCESS ANYTIME BANCORP
8/10/2005	QUEST DIAGNOSTICS	8/25/2005	ADVANTAGE BK.BRANCHBURG

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
8/8/2005	PUBLIC STORAGE	8/24/2005	YORK INTL.
8/3/2005	NY.CMTY.BANC.	8/23/2005	SPECTRUM ORGANIC PRDS.
8/1/2005	SYBASE DEAD	8/23/2005	UNION CMTY.BANCORP
8/1/2005	WHITNEY HOLDING	8/22/2005	PLUMTREE SOFTWARE
7/28/2005	LIFE TECHNOLOGIES	8/22/2005	EYETECH PHARMS.
7/27/2005	FULTON FINANCIAL	8/18/2005	CYBERGUARD
7/26/2005	SCBT FINANCIAL	8/17/2005	TOWN BK.
7/26/2005	EXPRESS SCRIPTS HOLDING	8/12/2005	AEROGEN
7/21/2005	PROXIM WIRELESS	8/8/2005	LABONE
7/20/2005	MGI PHARMA	8/3/2005	E PIPHANY
7/20/2005	WHIRLPOOL	8/1/2005	SHURGARD STORAGE CTRS.
7/18/2005	TD BANKNORTH	8/1/2005	LNG.ISL.FINL.
7/12/2005	BROOKS AUTOMATION	7/28/2005	EXTENDED SYSTEMS
7/11/2005	MCKESSON	7/27/2005	FIRST NAT.BCSH.
7/11/2005	ZHONE TECHS.	7/26/2005	BIOSOURCE INTL.
7/7/2005	UNITEDHEALTH GP.	7/26/2005	COLUMBIA BANCORP
7/6/2005	ZIONS BANCORP.	7/22/2005	SUN BANCSHARES
7/6/2005	MAF BANCORP	7/21/2005	PRTY.HLTHCR.'B'
6/30/2005	BANK OF AMERICA	7/20/2005	PROXIM 'A'
6/30/2005	CAPITAL BK.	7/20/2005	GUILFORD PHARMS.
6/30/2005	SUN MICROSYSTEMS	7/18/2005	INTERMIX MEDIA
6/29/2005	SALIX PHARMS.	7/18/2005	MAYTAG
6/27/2005	CLINICAL DATA	7/12/2005	HUDSON UTD.BANCORP
6/23/2005	PFIZER	7/11/2005	HELIX TECH.
6/20/2005	INTEGRATED DEVICE TECH.	7/11/2005	D & K HLTHCR.RES.
6/16/2005	NBT BANCORP	7/11/2005	US UNWIRED
6/9/2005	CA	7/7/2005	PARADYNE NETWORKS
6/9/2005	PROLOGIS DEAD	7/6/2005	PACR.HLTH.SYS.
6/6/2005	L3 COMMUNICATIONS HDG.	7/6/2005	AMEGY BANCORP.
6/6/2005	SUN MICROSYSTEMS	6/30/2005	EFC BANC.
6/2/2005	EBAY	6/30/2005	MBNA
6/2/2005	HOSPIRA	6/29/2005	FIRST STR.BANCORP
6/1/2005	STRIDE RITE	6/27/2005	SEEBEYOND TECHS.
6/1/2005	CTZN.STH.BKG.	6/23/2005	INKINE PHARMS.
6/1/2005	BLAIR	6/20/2005	GENAISSANCE PHARMS.
5/25/2005	GERMAN AMERICAN BANCORP	6/16/2005	VICURON PHARMS.
5/25/2005	GABELLI EQ.TST.	6/9/2005	NIKU
5/24/2005	UNITED PARCEL SER.'B'	6/9/2005	PACIFIC LIBERTY BK.CAL.
5/23/2005	3M	6/6/2005	PROVIDIAN FINL.
5/16/2005	CARTER'S	6/6/2005	CATELLUS DEV.
5/12/2005	FNB UNITED	6/2/2005	TITAN
5/10/2005	SUN MICROSYSTEMS	6/2/2005	STORAGE TECH.
5/10/2005	DUKE ENERGY	6/1/2005	PHYSIOMETRIX
5/10/2005	NUANCE COMMS.	6/1/2005	SAUCONY 'A'
5/9/2005	AMERICAN TOWER	5/25/2005	TRINITY BANK D
5/9/2005	GENZYME DEAD	5/25/2005	BLAIR
5/4/2005	PEOPLES CMTY.BANC.	5/24/2005	PCB HLDG.
5/4/2005	VALERO ENERGY	5/23/2005	STERLING CAP.
5/4/2005	FNB BANC.	5/16/2005	OVERNITE
4/25/2005	COMMUNITY BANCORP FALLBROOK	5/12/2005	CUNO
4/25/2005	ADOBE SYSTEMS	5/10/2005	OSHKOSH B'GOSH 'A'

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
4/22/2005	FIRST BANCTRUST	5/10/2005	UTD.FINL.
4/18/2005	RURBAN FINL.	5/10/2005	TARANTELLA
4/15/2005	NEWALLIANCE BANCSHARES	5/9/2005	CINERGY PRIDES
4/13/2005	CA	5/9/2005	NUANCE COMMS.
4/13/2005	CHEVRON	5/4/2005	SPECTRASITE WTS.
4/7/2005	PETROHAWK ENERGY	5/4/2005	BONE CARE INTL.
4/4/2005	WESTPORT ENERGY HOLDINGS	5/4/2005	PFS BANCORP.
4/4/2005	CORILLIAN	4/25/2005	PREMCOR
4/1/2005	ACXIOM	4/25/2005	NORTH EAST BCSH.
3/31/2005	NEXTERA ENERGY	4/22/2005	RANCHO BERNARDO CMTY.BK.
3/28/2005	ENTEGRIS	4/18/2005	MACROMEDIA
3/21/2005	AVID TECHNOLOGY	4/15/2005	RANTOUL FIRST BANK
3/21/2005	ASSOCIATED BANC-CORP	4/13/2005	EXCHANGE BANCSHARES
3/21/2005	SEACOR HDG.	4/13/2005	CORNERSTONE BANCORP
3/17/2005	DIALYSIS AMERICAN 'A'	4/7/2005	CONCORD COMMUNICATIONS
3/16/2005	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	4/4/2005	UNOCAL
3/15/2005	CHEMTURA	4/4/2005	MISSION RES.
3/14/2005	GARDNER DENVER	4/1/2005	ADARNA ENERGY
3/9/2005	ORACLE	3/31/2005	INTELIDATA TECHS.
3/9/2005	FIRST CTZN.BANCORP.	3/28/2005	DIGITAL IMPACT DEL.
3/8/2005	CAPITAL ONE FINL.	3/28/2005	GEXA
3/7/2005	JOHNSON & JOHNSON	3/21/2005	MYKROLIS
3/4/2005	MACY'S	3/21/2005	PINNACLE SYS.
2/28/2005	CARDIAC SCIENCE	3/21/2005	STATE FINL.SVS.
2/28/2005	YRC WORLDWIDE	3/16/2005	SEABULK INTL.
2/28/2005	FIRST BUSEY 'A'	3/15/2005	MEDICORE
2/24/2005	MEDCO HEALTH SLTN.	3/14/2005	ASCENTIAL SOFTWARE
2/23/2005	VERIZON COMMUNICATIONS	3/9/2005	GT.LAKES CHM.
2/14/2005	ENCORE MED.	3/9/2005	THOMAS INDS.
2/11/2005	AT&T	3/8/2005	RETEK
2/3/2005	LEE ENTERPRISES	3/7/2005	SUMMIT FINANCIAL
1/31/2005	PROCTER & GAMBLE	3/7/2005	HIBERNIA 'A'
1/31/2005	RUDOLPH TECHS.	3/4/2005	CLOSURE MEDICAL
1/28/2005	CIMAREX EN.	2/28/2005	MAY DEPT.STORES
1/27/2005	INTERNATIONAL BUS.MCHS.	2/28/2005	QUINTON CARDIOLOGY SYS.
1/26/2005	RNAIS. LEARNING	2/28/2005	NCRIC GP.
1/25/2005	MERCANTILE BANKSHARES	2/28/2005	USF
1/25/2005	CORNELL COMPANIES	2/24/2005	TARPON COAST BANCORP
1/25/2005	PROGRESSIVE GAMING INTL.	2/23/2005	ACCREDO HEALTH
1/24/2005	ISTAR FINL.	2/14/2005	MCI
1/20/2005	WILLOW FINL.BANC.	2/11/2005	COPPER MNT.NETWORKS
1/18/2005	COLONIAL BANGROUP	1/31/2005	AT & T
1/18/2005	NATIONAL RETAIL PROPS.	1/31/2005	PULITZER
1/11/2005	CADENCE DESIGN SYS.	1/28/2005	GILLETTE
1/4/2005	FULTON FINANCIAL	1/27/2005	AUGUST TECH.
1/4/2005	ALLTEL	1/26/2005	MAGNUM HUNTER RES.
1/4/2005	SUPERVALU	1/25/2005	CORIO
		1/25/2005	ALPHASMART
		1/25/2005	COMMUNITY BK.NORTHN VA.
		1/24/2005	CORRECTIONAL SYS.
		1/24/2005	VIRTGAME

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Date Announced	Name of Bidder US	Date Announced	Name of Target US
		1/20/2005	FALCON FINL.INV.TST.
		1/20/2005	CHESTER VLY.BANCORP
		1/18/2005	FFLC BANCORP
		1/18/2005	COMPUTER NETWORK TECH.
		1/18/2005	NAT.PROPERTIES
		1/12/2005	VERISITY
		1/11/2005	SVB FINL.SVS.
		1/10/2005	WESTERN WIRELESS 'A'
		1/4/2005	TOTAL LOGISTICS

Πίνακας 33:

Date	Eastern Europe - Volume	Eastern Europe - Deal Count	Eastern Europe - Average Premium
12/31/2013	117.529M	11.00	0.00
12/31/2012	115.619B	753.00	8.9036
12/31/2011	89.483B	906.00	-0.0249
12/31/2010	84.483B	815.00	19.5875
12/31/2009	49.458B	627.00	16.521
12/31/2008	102.178B	1395.00	11.4778
12/31/2007	171.767B	1532.00	6.3814
12/31/2006	132.008B	894.00	55.408
12/31/2005	90.007B	641.00	18.419
12/31/2004	38.811B	534.00	19.6164

Πηγή: Bloomberg

Πίνακας 34 :

Date	Western Europe - Volume	Western Europe - Deal Count	Western Europe - Average Premium
12/31/2013	8.728B	126.00	-0.5755
12/31/2012	467.553B	5039.00	15.0454
12/31/2011	0.542T	5463.00	20.3596
12/31/2010	440.542B	5348.00	16.9005
12/31/2009	458.526B	4698.00	19.4965
12/31/2008	0.732T	7085.00	20.0133
12/31/2007	1.358T	8554.00	15.281
12/31/2006	1.151T	7482.00	19.3494
12/31/2005	0.818T	5950.00	11.7649
12/31/2004	0.670T	5392.00	12.6452

Πηγή: Bloomberg

«Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (Η.Β.) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2008-2010 ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΟΔΟΥ 2005-2007»

Πίνακας 35 :

<HELP> for explanation.
<Menu> to Return

95) Edit Search 96) Save 97) Send 98) Output

Activity Trend Global

Currency USD Deals 939

22) Deal Breakdown 23) Capital Flow 24) League Table 25) Deal List 26) Buyer List

9YR Period: Monthly Quarterly Annually Chart: Volume Deal Count

1) Industry View		Date	North America - Volume	North America - Deal Count	North America - Average Premium
2) Region View		12/31/2013	29.280B	597.00	34.43
Name	Volume↑	12/31/2012	0.986T	11851.00	23.0159
<input type="checkbox"/> All	23.30T	12/31/2011	1.094T	11567.00	29.6052
<input checked="" type="checkbox"/> North America	10.24T	12/31/2010	0.868T	10104.00	27.613
<input type="checkbox"/> Western Europe	6.65T	12/31/2009	0.734T	8451.00	30.2672
<input type="checkbox"/> Asia Pacific (Developed)	2.09T	12/31/2008	1.031T	9959.00	24.2713
<input type="checkbox"/> Asia Pacific (Emerging)	2.00T	12/31/2007	1.779T	12190.00	20.6852
<input type="checkbox"/> Latin America & Caribbean	1.02T	12/31/2006	1.624T	11567.00	21.4197
<input type="checkbox"/> Eastern Europe	873.93B	12/31/2005	1.230T	10803.00	20.6585
<input type="checkbox"/> Middle East & Africa	482.06B	12/31/2004	0.863T	9837.00	18.4734

Πηγή: Bloomberg

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ