



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
«Π.Μ.Σ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ:

«ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ
ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ
ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ»

ΓΙΑΝΝΟΥΛΑ ΧΑΓΙΑ

A.M.: ΜΧΡΗ/1411

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΛΕΚΤΟΡΑΣ ΜΠΟΤΣΑΡΗ ΑΝΤΩΝΙΑ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2016

Ευχαριστίες:

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την καθηγήτριά μου κυρία Αντωνία Μπότσαρη, τόσο για τον πολύτιμο χρόνο που διέθεσε, όσο και για την συνέπεια και την αμέριστη υποστήριξή της για την ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας, όπως επίσης και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με το θέμα αυτό. Ακόμα θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου που στάθηκαν δίπλα μου από την αρχή της εκπόνησης αυτού του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών και που είναι πάντα αρωγοί σε κάθε επιλογή μου.

«Η ολοκλήρωση της διπλωματικής εργασίας χρηματοδοτήθηκε από το Ι.Κ.Υ. στο πλαίσιο του προγράμματος χορήγησης υποτροφιών για μεταπτυχιακές σπουδές πρώτου κύκλου μάστερ στην Ελλάδα με ένταξη στην αγορά εργασίας, ακαδ. έτους 2014-2015»

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες:.....	2
1. Περίληψη	4
2. Εισαγωγή.....	5
3. Γενικά περί εξαγορών και συγχωνεύσεων	7
3.1 Τι είναι εξαγορά και τι συγχώνευση;	7
3.2 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων	7
3.3 Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων	8
4. Έρευνα Βιβλιογραφίας	10
5. Δεδομένα, Συλλογή Δείγματος και Μεθοδολογία	49
5.1 Αντικείμενο έρευνας.....	49
5.2 Λόγος ενδιαφέροντος της έρευνας	50
5.3 Δεδομένα	50
5.4 Συλλογή Δείγματος και Ανάλυση	51
5.5 Μεθοδολογία.....	52
5.6 Συσχετισμός ανάλυσης δεδομένων και μεθοδολογίας με υπάρχουσα βιβλιογραφία	59
5.7 Αναμενόμενα Αποτελέσματα.....	60
6. Αποτελέσματα.....	61
6.1 Αποτελέσματα Event Study.....	61
6.2 Συσχέτιση αποτελεσμάτων event study με αναμενόμενα αποτελέσματα και αναζήτηση πιθανών αιτιών απόκλισης.....	81
6.3 Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Πρότυπου Μοντέλου	83
7. Συμπεράσματα.....	87
7.1 Συμπεράσματα Event Study.....	87
7.2 Συμπεράσματα Πρότυπου Μοντέλου.....	91
7.3 Τι καινούριο ανέδειξε η μελέτη; Είναι σημαντικό;	91
7.4 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	92
Βιβλιογραφία:.....	93
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ	96
ΠΙΝΑΚΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	100

1. Περίληψη

Η παρούσα μελέτη εξέτασε τους προσδιοριστικούς παράγοντες απόδοσης των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών κατά την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων. Επιδίωξη της ερευνητικής προσπάθειας ήταν να αντιληφθούμε αν ο κάθε παράγοντας επιδρά θετικά ή αρνητικά στις αποδόσεις Βρετανικών εισηγμένων εταιριών, που είχαν θέση εξαγοραστή. Ερευνήθηκαν οι παράγοντες της μεθόδου πληρωμής, του είδους της εξαγοραζόμενης εταιρίας (εταιρία-στόχος) και της γεωγραφικής θέσης της εξαγοραζόμενης. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν τα παρακάτω. Ως προς τον παράγοντα της μεθόδου πληρωμής, είτε η πληρωμή γίνεται με μετρητά είτε με μετοχές υπάρχει μία θετική επίδραση στις αποδόσεις των εξαγοραστών. Ως προς τον παράγοντα του είδους της εξαγοραζόμενης, όταν η εξαγοραζόμενη είναι ιδιωτική οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες από ότι όταν είναι δημόσια, αν και στην περίπτωση της δημόσιας εξαγοραζόμενης πάλι έχουμε θετικές επιδράσεις. Ως προς τον παράγοντα της γεωγραφικής θέσης της εξαγοραζόμενης, είτε η εξαγοραζόμενη είναι εγχώρια είτε διεθνής έχουμε θετικές επιδράσεις στις αποδόσεις των εξαγοραστών, με τις αποδόσεις στις περιπτώσεις διεθνούς εξαγοραζόμενης να υπερβαίνουν αυτές της εγχώριας. Τέλος, σε μία προσπάθεια διερεύνησης της συνδυαστικής επίδρασης των παραγόντων στις αποδόσεις, βρέθηκε μία αρνητική σχέση στις μεταβολές του παράγοντα του είδους της εταιρίας, εντός ενός δείγματος εταιριών, με τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις των εταιριών.

2. Εισαγωγή

Το αντικείμενο ανάλυσης της παρούσας μελέτης είναι οι προσδιοριστικοί παράγοντες των αποδόσεων των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών κατά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Μέσω της εμπειρικής μεθόδου της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology) εξετάζονται οι μη-κανονικές (έκτακτες) αποδόσεις, δηλαδή η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά, λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης. Πιο συγκεκριμένα, λαμβάνονται κάθε φορά υπόψη οι διάφοροι παράγοντες και εξετάζονται οι αποδόσεις ως προς τους παράγοντες αυτούς. Οι παράγοντες που αναλύονται στην εν λόγω έρευνα είναι η μέθοδος πληρωμής (μετρητά, μετοχές ή συνδυασμός), το είδος της εξαγοραζόμενης εταιρίας (ιδιωτική ή δημόσια) και η γεωγραφική θέση της εξαγοραζόμενης εταιρίας (εγχώρια ή διεθνής). Επίσης, ως προς την μέθοδο πληρωμής γίνεται ένας επιπλέον διαχωρισμός του χρονικού ορίζοντα της έρευνας σε τρεις περιόδους: α) περίοδος πριν την χρηματοοικονομική κρίση, β) περίοδος κατά την χρηματοοικονομική κρίση και γ) περίοδος ανάκαμψης της οικονομίας. Το μοντέλο που χρησιμοποιείται για την παραπάνω ανάλυση είναι αυτό της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης. Τέλος, για την συνδυαστική επίδραση των παραγόντων επί των αποδόσεων δημιουργούμε ένα πρότυπο μοντέλο το οποίο και παλινδρομούμε και εφαρμόζουμε τους αντίστοιχους οικονομετρικούς ελέγχους.

Μέσω της έρευνας καλούμαστε να απαντήσουμε στα ακόλουθα ερωτήματα:

1. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η εταιρία-στόχος είναι εγχώρια και τι όταν είναι διεθνής;
2. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η εταιρία-στόχος είναι (εισηγμένη) δημόσια και τι όταν είναι ιδιωτική;
3. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η μέθοδος πληρωμής που χρησιμοποιείται είναι μετρητά και τι όταν είναι μετοχές;

Ας δούμε λοιπόν πως δομείται η παρούσα μελέτη για να καταλήξουμε στην απάντηση των άνω ερωτημάτων.

Στο Κεφάλαιο 3, γίνεται μία γενική παρουσίαση των εννοιών των εξαγορών και συγχωνεύσεων, των ειδών τους και των κινήτρων τους. Στο Κεφάλαιο 4, πραγματοποιείται μία έρευνα στην υπάρχουσα βιβλιογραφία γύρω από το θέμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Στο Κεφάλαιο 5, παρουσιάζονται το

αντικείμενο της έρευνας, ο λόγος ενδιαφέροντός της, τα δεδομένα της έρευνας, ο τρόπος με τον οποίο έγινε η συλλογή του δείγματος, η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε και επιπλέον γίνεται και μία σύγκριση της συλλογής δεδομένων και της μεθοδολογίας με την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού, ορίζονται και τα αναμενόμενα αποτελέσματα με βάση τα αποτελέσματα προγενέστερων ερευνών. Στο Κεφάλαιο 6, παρατίθενται τα αποτελέσματα του event study και γίνεται σχετική ανάλυση αυτών, συσχετισμός με τα αναμενόμενα αποτελέσματα και αναζήτηση των πιθανών αιτιών απόκλισης και παρουσίαση των αποτελεσμάτων του πρότυπου μοντέλου. Στο Κεφάλαιο 7, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από τα αποτελέσματα του event study, τα συμπεράσματα που αφορούν στο πρότυπο μοντέλο, τι το καινούριο ανέδειξε η έρευνα και γιατί θεωρείται σημαντικό, καθώς γίνονται και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

3. Γενικά περί εξαγορών και συγχωνεύσεων

Στο κεφάλαιο αυτό πραγματοποιείται περιγραφή των εννοιών της εξαγοράς και συγχώνευσης και της κατηγοριοποίησής τους. Επίσης, επιχειρείται μία ενδότερη επισκόπηση των κινήτρων τους. Τέλος, παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους.

3.1 Τι είναι εξαγορά και τι συγχώνευση;

Εξαγορά είναι η διαδικασία κατά την οποία μία εταιρία (η εξαγοράστρια) αποκτά μία άλλη εταιρία έναντι μετρητών, είτε στο σύνολό της είτε τμήμα αυτής και ταυτόχρονα αποκτά τον έλεγχο επί αυτής. Η εξαγοραζόμενη εταιρία μπορεί να συνεχίσει να αποτελεί υποκείμενο δικαίου.

Συγχώνευση είναι η διαδικασία κατά την οποία πραγματοποιείται ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιριών και το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της απορροφούμενης μεταβιβάζεται στην απορροφώσα (έναντι μετόχων). Η εξαγοραζόμενη εταιρία δεν μπορεί να συνεχίσει να αποτελεί υποκείμενο δικαίου.

3.2 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Ο διαχωρισμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων γίνεται ως προς συγκεκριμένα κριτήρια.

- **Ως προς την νομική υπόσταση της εταιρίας-στόχου** μετά την εξαγορά ή συγχώνευση και την λογιστική αντιμετώπιση έχουμε δύο είδη: εξαγορές και οι συγχωνεύσεις (όπως ορίστηκαν ανωτέρω).
- **Ως προς τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η προσφορά** για την εξαγορά έχουμε διαχωρισμό σε: δημόσια προσφορά στους μετόχους (public tender offer), συγχώνευση και proxy fights (για την απόκτηση του εταιρικού ελέγχου μέσω ψηφοφορίας των μετόχων με αντιπροσώπευση αυτών).
- **Ως προς την αντιμετώπιση εκ μέρους της διοικήσεως της εταιρίας-στόχου**, χωρίζονται σε εχθρικές και σε φιλικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, tender offers κ.ο.κ.
- **Ως προς τον κλάδο δραστηριότητας** χωρίζονται σε:

- συσχετισμένες οριζόντιες συγχωνεύσεις, όπου ανήκουν στον ίδιο κλάδο και συσχετισμένες κάθετες συγχωνεύσεις, όπου ανήκουν σε διαφορετικά τμήματα στην αλυσίδα αξίας.

- ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις, όπου ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους δραστηριότητας.

3.3 Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Τα κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορεί να είναι οικονομικά, διοικητικά, χρηματοοικονομικά, στρατηγικά ή να σχετίζονται με την «συμπεριφορά» των οργανισμών.

A) Οικονομικά κίνητρα / Θεωρίες

1. Μεγιστοποίηση κερδών και πλούτου των μετόχων, όπου οι εξαγορές έχουν θέση επενδυτικού σχεδίου. Η μεγιστοποίηση αυτή των κερδών μέσω εξαγορών μπορεί να προκύψει μέσω:
 - ✓ Αύξησης της αποτελεσματικότητας, η οποία συνεπάγεται μικρότερο κόστος των προϊόντων
 - ✓ Αύξησης της ισχύος της στην αγορά, η οποία συνεπάγεται μεγαλύτερη τιμή των προϊόντων
2. Ασυμμετρία πληροφόρησης, όπου οι συγχωνεύσεις είναι αποτέλεσμα των ποικίλλων εκτιμήσεων από τους επενδυτές ως προς την αξία των εταιριών στόχων.
3. Θεωρία οικονομικής διαταράξεως και υπεραντίδρασης της αγοράς, όπου οι αγορές έχουν την τάση να αντιδρούν σε υπερβολικό βαθμό στις ανακοινώσεις είτε καλών είτε κακών πληροφοριών.
4. Θεωρία Παιγνίων, όπου περιγράφεται ο τρόπος αντίδρασης των επιχειρήσεων ανάλογα με τις κινήσεις των ανταγωνιστών τους.

B) Διοικητικά Κίνητρα / Θεωρίες

1. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης, όπου υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντών. Οι εξαγορές άλλων επιχειρήσεων επιδεινώνουν το πρόβλημα αυτό, αφού δίνεται το κίνητρο στους διευθυντές να αυξήσουν τους μισθούς τους, τα διάφορα προνόμιά τους και το κύρος τους εις βάρος της κερδοφορίας της επιχείρησης.

2. Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών, όπου οι διευθυντές των εξαγοράστριων εταιριών έχουν την τάση να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές τους λόγω της υπερβάλλουσας αισιοδοξίας και των υπερεκτιμημένων ικανοτήτων τους.

Γ) Χρηματοοικονομικά Κίνητρα / Θεωρίες

1. Εταιρικός έλεγχος της αγοράς, όπου όταν οι διευθυντές λαμβάνουν αποφάσεις αντίθετες προς τα συμφέροντα των ιδιοκτητών προκαλώντας πτώση στις τιμές των μετοχών των εταιριών, έχουμε επέμβαση της αγοράς εξαγορών ώστε είτε να απομακρυνθούν οι αναποτελεσματικοί διευθυντές, είτε να τους δοθεί η ευκαιρία να επιδιώξουν διόρθωση της απόδοσης, με την προϋπόθεση της ματαίωσης της εξαγοράς.
2. Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών, όπου η επιλογή των εξαγορών αντιμετωπίζεται ως μία επιλογή απόκτησης περιουσιακών στοιχείων.

Δ) Στρατηγικά Κίνητρα / Θεωρίες

Οι θεωρίες αυτές (κίνητρα) είναι σε αλληλεξάρτηση με τις οικονομικές θεωρίες. Η απόφαση για ανάπτυξη μέσω εξαγορών συνδέεται άμεσα με την επιλογή της κατάλληλης εφαρμόσιμης εταιρικής στρατηγικής.

Ε) Κίνητρα / Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών

Ύπαρξη ανάγκης για τον συντονισμό και την σωστή αντιμετώπιση διαδικασιών σχετικών με τις διοικητικές αποφάσεις ως προς την εξαγορά, όπου η επιτυχία έγκειται στην οργανωτική και ανθρώπινη πλευρά της επιχείρησης.

4. Έρευνα Βιβλιογραφίας

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτελούν μια πλέον συνήθη δραστηριότητα στον επιχειρηματικό κόσμο και πολλές φορές έχουν αποτελέσει αντικείμενο έρευνας στο παρελθόν.

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η προγενέστερη έρευνα γύρω από το θέμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι εναλλακτικοί τρόποι προσέγγισης, η διαδικασία διεξαγωγής της κάθε ερευνητικής απόπειρας, καθώς και τα εργαλεία που κάθε ερευνητής χρησιμοποίησε.

Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο τον παράγοντα της γεωγραφικής θέσης έχουν πραγματοποιήσει οι **Aw και Chatterjee (2004)** και οι **Mathur and Rangan, Chhachhi, Sundaram (1994)**.

Οι **Aw και Chatterjee (2004)** στο άρθρο τους “**The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets**”, εξετάζουν αν βρετανικές εταιρίες που πραγματοποιούν μεγάλες εξαγορές διεθνών και εγχώριων εταιριών έχουν αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν μέχρι και δύο χρόνια μετά την εξαγορά.

Ειδικότερα, ερευνούν τις αποδόσεις Βρετανικών εταιριών οι οποίες έχουν θέση αγοραστή: α) σε διεθνείς εξαγορές εταιριών που βρίσκονται στην ηπειρωτική Ευρώπη και στην Αμερική και β) σε εγχώριες εξαγορές εταιριών που βρίσκονται στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ερευνάται το κατά πόσον ο παράγοντας της **γεωγραφικής τοποθεσίας** των εξαγοραζόμενων εταιριών επηρεάζει τις αποδόσεις αυτές των αγοραζουσών εταιριών.

Τα δεδομένα της έρευνας προέρχονταν από την ενότητα Mergers & Acquisitions: The Dealmaker’s Journal του Rosters (τριμηνιαία στοιχεία εξαγόμενα από την βάση δεδομένων ‘Security Data Company Merger & Corporate Transactions Database’). Κριτήριο επιλογής των αρχικών δεδομένων ήταν ο αγοραστής να είναι Βρετανική Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.) ή θυγατρική Βρετανική Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης. Η περίοδος αναφοράς ήταν 1^η Ιουλίου 1990 έως 31^η Δεκεμβρίου 1996.

Τα φίλτρα με τα οποία περιορίστηκαν τα δεδομένα ήταν δύο και σχετίζονταν με το μέγεθος και την αξία της εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, ως προς το μέγεθος της εξαγοράς δεν συμπεριλήφθηκαν στην έρευνα εταιρίες που είχαν αγοράσει μικρότερο ποσοστό από 50% της εξαγοραζόμενης εταιρίας και ως προς την αξία της εξαγοράς, ο διαχωρισμός των εταιριών που χρησιμοποιήθηκαν ως δεδομένα έγινε θέτοντας τα 400 εκατομμύρια αμερικανικά δολάρια ως το σύνορο μεταξύ μεγάλων και μικρών εξαγορών.

Τελικώς, προέκυψε ένα δείγμα αποτελούμενο από 79 εξαγορές, το οποίο και χρησιμοποιήθηκε στο Μοντέλο Αποδόσεων προσαρμοσμένων στην Αγορά (Market Adjusted Returns Model – MAR) και ένα δείγμα αποτελούμενο από 77 εξαγορές, το οποίο και χρησιμοποιήθηκε στο Μοντέλο της Αγοράς (Market Model – MM). Το τελικό δείγμα χρησιμοποιήθηκε και ως σημείο αναφοράς για την συλλογή των ημερομηνιών κατά τις οποίες ανακοινώθηκαν οι συμφωνίες εξαγορών. Η συλλογή των ημερομηνιών ανακοινώσεων πιο συγκεκριμένα, έγινε από διάφορες ανακοινώσεις του τύπου από την υπηρεσία επιχειρηματικής ενημέρωσης του Reuters.

Εν συνεχεία πραγματοποιήθηκε έλεγχος για τυχόν αλλαγές στις επωνυμίες των εξαγορασθέντων εταιριών μετά την ολοκλήρωση των συμφωνιών εξαγοράς. Έπειτα έγινε υποκατηγοριοποίηση των δεδομένων με την χρήση γεωγραφικών κριτηρίων.

Επίσης, εξήχθησαν δεδομένα σχετικά με τις μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών των εταιριών του δείγματος και του δείκτη της αγοράς από την Datastream για τις ημερομηνίες των εξαγορών από τον Ιανουάριο του 1985 μέχρι και τον Απρίλιο του 1999. Το άρθρο χρησιμοποίησε ως περίοδο εκτίμησης την περίοδο πριν την εκδήλωση του υπό μελέτη γεγονότος (εξαγορά). Ο κύριος λόγος για αυτό είναι το ότι επιχειρήθηκε μία μελέτη περίπτωσης διεθνών διαστάσεων και η προ του γεγονότος περίοδος εκτίμησης ήταν συνεπής με τις περισσότερες μελέτες που σχετίζονται με διεθνείς αγορές. Έτσι, ήταν δυνατή μία καλύτερη σύγκριση με τα αποτελέσματα προγενέστερων ερευνών.

Οι συγγραφείς επέλεξαν να χρησιμοποιήσουν 36 μήνες ως περίοδο εκτίμησης, έτσι ώστε να έχουν επαρκείς παρατηρήσεις για στατιστική ακρίβεια χωρίς να διατρέχουν τον κίνδυνο του να είναι μακριά από τις εξεταζόμενες περιόδους.

Τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη ήταν το Μοντέλο της Αγοράς (The Market Model – MM) και το Μοντέλο των Προσαρμοσμένων στην Αγορά Αποδόσεων (The Market Adjusted Returns Model – MAR).

Το Μοντέλο των Προσαρμοσμένων στην Αγορά Αποδόσεων (MAR) δουλεύει πάνω στην υπόθεση ότι η αναμενόμενη απόδοση για όλα τα αξιόγραφα είναι ίδια και ίση για κάθε περίοδο με την αναμενόμενη απόδοση της αγοράς. Το MAR είναι παρόμοιο με το MM εκτός του ότι δεν χρησιμοποιεί την παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων. Το προσαρμοσμένο στην αγορά μοντέλο χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η δυναμική των ευρημάτων και επίσης, για να γίνουν συγκρίσεις με παρόμοια ευρήματα προηγούμενων ερευνών.

Στην μελέτη πραγματοποιείται συσσωμάτωση και συσσώρευση μη κανονικών αποδόσεων για την δημιουργία ενός αριθμητικού μέσου ενός χαρτοφυλακίου αποτελούμενου από μη κανονικές αποδόσεις για ένα μήνα t (μήνας

εκδήλωσης του γεγονότος). Στην μελέτη των Aw και Chatterjee χρησιμοποιείται η μέθοδος των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων CAR για τον υπολογισμό των AR όλων των περιόδων.

Επιπλέον, γίνεται έλεγχος για τυχόν ύπαρξη αλληλεξάρτησης των αξιογράφων όπως είχε γίνει και στο παρελθόν από τους Franks and Harris (1989), Barber and Lyon (1997) και Gregory (1997). Στην συγκεκριμένη έρευνα ο έλεγχος αυτός γίνεται με τον υπολογισμό των t-statistics όπως είχε γίνει και από τους Brown and Warner (1980).

Ένας ακόμα έλεγχος που πραγματοποιείται αφορά την διαφορά των μέσων. Πιο συγκεκριμένα, ο έλεγχος αυτό υλοποιείται για να καθοριστεί εάν το μέσο CAR μεταξύ των δειγμάτων είναι ίσο ή εάν το ένα είναι μεγαλύτερο του άλλου σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Τα αποτελέσματα της έρευνας παρουσιάζονται σε τέσσερις κατηγορίες:

- 1) Μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) των εξαγοραστών για ολόκληρο το δείγμα και για υποσύνολα του δείγματος σύμφωνα με την γεωγραφική θέση της εταιρίας στόχου
- 2) Σύγκριση των ευρημάτων με προηγούμενη παρόμοια μελέτη
- 3) Τριμερής σύγκριση βρετανικών εξαγοράστριων εταιριών εγχώριων βρετανικών, αμερικανικών και ευρωπαϊκών εταιριών-στόχων
- 4) Αποτελέσματα διασυννοριακών συγκρίσεων

Η εν λόγω μελέτη χρησιμοποιώντας και τα δύο προαναφερόμενα μοντέλα (Μοντέλο της Αγοράς & Μοντέλο Προσαρμοσμένων στην Αγορά Αποδόσεων) βρήκε, κατά την περίοδο 1991-1996, σημαντικά αρνητικές αποδόσεις (CAR).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η τάση του CAR γίνεται ακόμα πιο αρνητική όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος ελέγχου μετά τον μήνα ανακοίνωσης.

Η μελέτη επίσης κατέληξε, όπως και προγενέστερες μελέτες ότι βρετανικές εξαγοράστριες εταιρίες βρετανικών εταιριών-στόχων έχουν λιγότερο αρνητικές CARs από ότι βρετανικές εξαγοράστριες διεθνών εταιριών-στόχων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας φαίνεται να υποστηρίζουν την «Hybris Hypothesis» του Roll (1986) και προτείνουν ότι τα αρνητικά, δηλαδή η απώλεια του ελέγχου στις υπερπόντιες χώρες και διαπολιτισμικές διαφορές εμφανίζονται να υπερτερούν από τα θετικά, δηλαδή από τυχόν οικονομίες κλίμακας ή από οικονομίες κλίμακας για δανεισμό εταιριών (Scherer and Ross, 1990). Τα ευρήματα εμφανίζονται να επικυρώνουν παρατηρήσεις των Jensen and Ruback (1983) ότι ύστερες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις είναι «συνταρακτικές» επειδή δεν είναι συμβατές με την αποδοτικότητα της αγοράς και προτείνουν ότι αλλαγές στις τιμές των μετοχών κατά την διάρκεια των εξαγορών οδηγούν στην υπερεκτίμηση των μελλοντικών κερδών απόδοσης από συγχωνεύσεις.

Οι **Mathur and Rangan, Chhachhi, Sundaram (1994)** στο άρθρο τους **“International Acquisitions in the United States: Evidence from Returns to Foreign Bidders”**, εξερευνούν το θέμα των μη κανονικών αποδόσεων που κερδίζουν οι μέτοχοι ξένων εξαγοράστριων εταιριών που σκοπεύουν να εξαγοράσουν εταιρία στις ΗΠΑ. Στο άρθρο πραγματοποιείται η ανάλυση των πιθανών πηγών μη κανονικών αποδόσεων σε εξαγορές από ξένους. Οι πηγές αυτές είναι οι εξής:

- Συναλλαγματικές Ισοτιμίες
- Διαχειριστική Διαχωριστική Συμπεριφορά
- Φορολογία
- Διάρθρωση
- Ιδιοκτησία
- Μη κανονικές αποδόσεις σε εγχώριες και ξένες εξαγορές

Τα δεδομένα για την μελέτη συλλέχθηκαν από τις συναλλαγές που είχαν δημοσιευτεί στην ενότητα «Ξένες επενδύσεις στις ΗΠΑ» του Mergers and Acquisitions. Οι εξαγορές για να συμπεριληφθούν στο δείγμα θα έπρεπε να ακολουθούν τα παρακάτω κριτήρια:

- 1) Η εξαγορά που κατέληγε σε μια αμερικανική εταιρία να απορροφούταν πλήρως από έναν ξένο (αλλοδαπό) εξαγοραστή
- 2) Η μετοχή του ξένου εξαγοραστή να διαπραγματευόταν και τα ημερήσια δεδομένα τιμής να ήταν διαθέσιμα είτε στους Financial Times είτε στη Wall Street Journal.

Η ημερομηνία του γεγονότος για τον σκοπό της μελέτης οριζόταν ως η ημερομηνία της πρώτης δημόσιας ανακοίνωσης της εξαγοράς στην Wall Street Journal. Οι ημερήσιες τιμές μετοχών των εξαγοραστών συλλέχθηκαν από τους Financial Times και την Wall Street Journal. Τα δεδομένα για τους δείκτες της αγοράς για την Ολλανδία, την Ιταλία και την Σουηδία συλλέχθηκαν από τους Financial Times. Τα δεδομένα για τους δείκτες των υπολοίπων χωρών συλλέχθηκαν από την Wall Street Journal. Το δείγμα της μελέτης αποτέλεσαν για την ακρίβεια οι 77 εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1984 και 1988 και ακολουθούσαν τα προαναφερόμενα κριτήρια.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι μέτοχοι των ξένων εξαγοραστριών εταιριών κέρδιζαν σημαντικά αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση μίας εξαγοράς στις ΗΠΑ. Αυτές οι μη κανονικές αποδόσεις γίνονταν αυξητικά αρνητικές κατά τις 15 ημέρες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς, υποδεικνύοντας ότι περισσότερες πληροφορίες για την εξαγορά αποκαλύπτονταν στους επενδυτές μετά την αρχική ανακοίνωση. Διατμηματικές παλινδρομήσεις υποδεικνύουν ότι σχετικές συναλλαγματικές ισοτιμίες και τοποθετήσεις μετρητών εξηγούν την διακύμανση στις μη κανονικές αποδόσεις. Μία μείωση στην αξία του δολαρίου αυξάνει τις μη

κανονικές αποδόσεις για τον ξένο εξαγοραστή, έτσι υποστηρίζεται η υπόθεση του καθαρού πλούτου. Τα αποτελέσματα, επίσης, δείχνουν ότι πλούσιες σε μετρητά ξένες εταιρίες έχουν την τάση να απολαμβάνουν μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις όταν κάνουν εξαγορές στις ΗΠΑ.

Σύγκριση συμπερασμάτων άρθρων σχετικών με γεωγραφική τοποθεσία:

Παρατηρούμε ότι και οι δύο παραπάνω μελέτες καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα σχετικά με τις αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, ***σε περιπτώσεις διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι αποδόσεις είναι σημαντικά αρνητικές.***

Πολλοί συγγραφείς που έχουν μελετήσει τα αποτελέσματα μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, έχουν χρησιμοποιήσει την μέθοδο πληρωμής είτε μόνη της είτε σε συνδυασμό με άλλους παράγοντες, για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων. Στην συνέχεια παρατίθενται αντίστοιχες μελέτες.

Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο την μέθοδο πληρωμής συνδυασμένη με τον παράγοντα της γεωγραφικής θέσης και την φύση της εξαγοραζόμενης εταιρίας, δηλαδή ιδιωτική ή δημόσια έχουν πραγματοποιήσει οι **Conn, Cosh, Guest and Hughes (2005)**

Οι **Conn, Cosh, Guest and Hughes (2005)** στο άρθρο τους “**The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions**” εξετάζουν τις κατά την ανακοίνωση και μετά την εξαγορά αποδόσεις των βρετανικών εξαγοραζουσών εταιριών για πάνω από 4.000 εξαγορές εγχώριων, διασυνοριακών, δημοσίων και ιδιωτικών εταιριών-στόχων.

Σύμφωνα με την μελέτη, οι διασυνοριακές εξαγορές παγκοσμίως κατά την περίοδο 1986 – 2000, αποτελούσαν το 26% της συνολικής αξίας των εξαγορών. Μάλιστα, το 2000 οι διασυνοριακές εξαγορές ήταν περισσότερες από ποτέ, σε σχέση και με προηγούμενα έτη, υπολογιζόμενες στο 80% του συνόλου των άμεσων ξένων επενδύσεων από βιομηχανοποιημένες χώρες (UNCTAD, 2000).

Τόσο ο αριθμός όσο και η αξία των διασυνοριακών εξαγορών από βρετανικές εταιρίες αυξήθηκαν δραματικά στα μέσα της δεκαετίας του 80' και του 90' και ήταν περίπου ίσες σε αριθμό και αξία με τις εγχώριες εξαγορές την περίοδο αυτή. Η αξία των διασυνοριακών εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από βρετανικές εταιρίες αντιστοιχεί σε ένα αυξανόμενο μερίδιο των παγκόσμιων διασυνοριακών εξαγορών.

Μία σημαντική πλευρά της βρετανικής δραστηριότητας εξαγορών στο εξωτερικό είναι η εξαγορά ιδιωτικών εταιριών. Οι εξαγορές ιδιωτικών εταιριών-

στόχων αποτελούσαν την μεγάλη πλειοψηφία των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από βρετανικές εταιρίες σε όρους ποσότητας και περίπου τις μισές σε όρους αξίας. Σύμφωνα με την εν λόγω μελέτη, υπάρχουν σημαντικοί θεωρητικοί λόγοι γιατί οι εξαγορές διασυννοριακών εταιριών-στόχων, ίσως διαφέρουν από τις εξαγορές εγχώριων εταιριών και γιατί οι εξαγορές ιδιωτικών εταιριών διαφέρουν από τις εξαγορές δημόσιων εταιριών.

Το άρθρο αυτό διαφέρει από προηγούμενες μελέτες σε δύο σημεία:

Πρώτον, η μελέτη περιλαμβάνει εξαγορές τόσο εγχώριων όσο και διασυννοριακών εταιριών καθώς και εξαγορές δημόσιων (εισηγμένων) εταιριών και ιδιωτικών εταιριών. Αυτό το συγκεντρωτικό δείγμα επιτρέπει σε κάθε τύπο εξαγοράς να συγκριθεί απευθείας με έναν άλλο και μας επιτρέπει να καταλήξουμε σε συμπεράσματα ως προς τις μακροπρόθεσμες συνέπειες των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από δημόσιες εξαγοράστριες εταιρίες στον πλούτο τους.

Δεύτερον, η μελέτη χρησιμοποιεί μία δυναμική μακροπρόθεσμης μεθοδολογίας για να ανταπεξέλθει στις πιο πρόσφατες κριτικές σε κοινά χρησιμοποιούμενες μακροπρόθεσμες μεθόδους (Mitchell and Stafford, 2000) οι οποίες αν και είχαν χρησιμοποιηθεί για εγχώριες εξαγορές δεν είχαν εφαρμοστεί για διασυννοριακές. Η μεθοδολογία του ημερολογιακού χρόνου (Jaffe 1974; and Mandelker 1974) χρησιμοποιείται ρητά για λογαριασμό των στατιστικών προβλημάτων που προκαλούνται από έλλειψη ανεξαρτησίας μεταξύ των παρατηρήσεων.

Η μελέτη κάνει ορισμένες υποθέσεις για τις εξαγορές των διασυννοριακών και ιδιωτικών εταιριών.

1. Μία υπόθεση στηρίζεται στο ότι περιμένει κανείς υψηλότερες αποδόσεις από διασυννοριακές εξαγορές παρά από εγχώριες λόγω των κερδών από την διαφοροποίηση, όταν οι επιχειρήσεις κινηθούν συνεργίες, που προέρχονται από ασώματα και ιδιαίτερος στηριζόμενα σε πληροφορίες περιουσιακά στοιχεία. Παραδείγματα ασώματων βασιζόμενων στην πληροφορία περιουσιακών στοιχείων είναι οι επωνυμίες (brand name), ειδικευμένα περιουσιακά στοιχεία υπό μορφή τεχνογνωσίας και έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη.
2. Μια άλλη υπόθεση έρχεται σε αντίθεση με την προηγούμενη, εφόσον υποστηρίζει ότι οι διασυννοριακές εξαγορές οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις από ότι οι εγχώριες διότι δεν είναι εύκολο να εκτιμηθεί με ακρίβεια η αξία των διεθνών εταιριών-στόχων λόγω της μη τέλει πληροφόρησης. Επίσης, στην συγκεκριμένη υπόθεση περιλαμβάνεται η πρόβλεψη για μεγάλη διακύμανση στις αποδόσεις διασυννοριακών

συμφωνιών καθώς και για δυσκολίες στην διαχείριση, στην μετά την συγχώνευση διαδικασία, λόγω πολιτισμικών διαφορών.

3. Η επόμενη υπόθεση της μελέτης αφορά την μέθοδο πληρωμής κατά την εξαγορά και το εάν η εταιρία-στόχος είναι ιδιωτική ή δημόσια.

Επιχειρήματα για το 2^ο σκέλος της υπόθεσης (εταιρία-στόχος ιδιωτική ή δημόσια):

Το πρώτο επιχείρημα, είναι ότι η διαδικασία πραγματοποίησης ιδιωτικών εξαγορών είναι λιγότερο εκτεθειμένη στα δημόσια βλέμματα. Οι εξαγοραστές μπορούν να τελειώσουν τις διαπραγματεύσεις χωρίς απώλειες, όπως συμβαίνει στις περιπτώσεις δημόσιων εχθρικών εξαγορών.

Το δεύτερο επιχείρημα είναι ότι σε μια ιδιωτική εξαγορά εάν η πληρωμή είναι σε μετοχές και ο στόχος είναι σχετικά μεγάλη εταιρία σε σχέση με τον εξαγοραστή, τότε εφόσον η διοίκηση της εταιρίας στόχου είναι η πλειοψηφία των ήδη ιδιωτών μετόχων, στην ιδιωτική εταιρία μετά την εξαγορά καταλήγουν να είναι ιδιοκτήτες οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι.

Το τρίτο επιχείρημα είναι ότι η ιδιωτική φύση των συναλλαγών ίσως οδηγήσει στην αποκάλυψη πληροφορίας σε συγκεκριμένες ομάδες, κάτι το οποίο θα ήταν αδύνατο σε δημόσιες εξαγορές (όπου οι κώδικες εξαγοράς και οι κανόνες απαιτούν ίση και δημόσια αποκάλυψη πληροφορίας σε όλους τους μετόχους).

Το τέταρτο επιχείρημα είναι ότι η μη ρευστοποιήσιμη φύση της αγοράς στις στενά διακρατούμενες μετοχές των ιδιωτικών εταιριών ίσως κάνουν λιγότερο πιθανή την ανάγκη για ανταγωνιστικές εξαγορές.

Επιχειρήματα για το 1^ο σκέλος της υπόθεσης:

Το σύνθημα επιχείρημα για τις επιδράσεις της μεθόδου πληρωμής είναι ότι οι εξαγορές με μετρητά είναι καλύτερες για τους μετόχους των εξαγοράστριων εταιριών, επειδή η αγορά το εκλαμβάνει ως θετικό σημάδι των προσδοκιών των εξαγοραστών για τις μελλοντικές αποδόσεις. Αυτό το επιχείρημα ίσως δεν έχει την ίδια δύναμη στην περίπτωση των διασυνοριακών αγορών, επειδή άλλοι παράγοντες θα επηρεάσουν επίσης τα μέσα πληρωμών. Η μελέτη αναφέρεται και σε προηγούμενη εμπειρική έρευνα που είχε πραγματοποιηθεί για τις αποδόσεις των εξαγοραστών σε διασυνοριακές εξαγορές και σε εξαγορές ιδιωτικών εταιριών.

Δεδομένο της έρευνας αποτέλεσε ένα δείγμα εξαγορών εγχώριων δημόσιων, εγχώριων ιδιωτικών, διασυνοριακών δημόσιων και διασυνοριακών ιδιωτικών εταιριών-στόχων από Βρετανικές δημόσιες εταιρίες (εξαγοραστές) που

πραγματοποιήθηκαν μεταξύ της 1^{ης} Ιανουαρίου 1984 και της 31^{ης} Δεκεμβρίου 1998. Οι δειγματικές εξαγορές εξήχθησαν από την Thomson Financial SDC βάση δεδομένων για συγχωνεύσεις και το Thomson Financial μηνιαίο περιοδικό εξαγορών. Για τον ορισμό της εξαγοράς αναφέρεται ότι ανήκει στον εξαγοραστή λιγότερο από το 50% των μετοχών της εταιρίας στόχου πριν την εξαγορά και αυξάνεται η ιδιοκτησία του τουλάχιστον στο 50% ως αποτέλεσμα της εξαγοράς. Επίσης, το δείγμα περιορίστηκε στις εξαγορές για τις οποίες η αξία τους αντιστοιχούσε τουλάχιστον στο 5% της εμπορικής αξίας του εξαγοραστή κατά τον μήνα της εξαγοράς.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε αφορούσε τις αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης και τις αποδόσεις κατά την περίοδο μετά την εξαγορά. Για τις αποδόσεις κατά την ανακοίνωση ακολουθήθηκε η μεθοδολογία μελέτης περιπτώσεων των Brown και Warner (1985) για τον υπολογισμό των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων (CARs) για την περίοδο 3 ημερών (-1,1) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Οι μη κανονικές αποδόσεις εκτιμήθηκαν με την χρήση του προσαρμοσμένου στην αγορά μοντέλου.

Ως προς τις αποδόσεις κατά την περίοδο μετά την εξαγορά υιοθετήθηκαν δύο προσεγγίσεις για την μέτρηση των μη κανονικών μακροπρόθεσμων αποδόσεων.

Πρώτον, ακολουθήθηκε η προσέγγιση των Barber and Lyon (1997) και εκτιμήθηκαν οι αγορασθείσες και διακρατούμενες μη κανονικές αποδόσεις (buy-and-hold abnormal returns), ξεκινώντας τον μήνα που ακολουθούσε την ολοκλήρωση μέχρι το τέλος της περιόδου 36 μηνών που ακολουθούσε τον μήνα ολοκλήρωσης ή μέχρι η εταιρία να βγει από την λίστα του δείγματος. Η εναλλακτική προσέγγιση ακολουθούσε τους Fama (1998) και Lyon et al. (1999), οι οποίοι προτείνουν την χρήση της τεχνικής του χαρτοφυλακίου του ημερολογιακού χρόνου των Jaffe (1974) – Mandelker(1974) για να ξεπεραστεί διατμηματική εξάρτηση.

Για την εύρεση των παραγόντων των αποδόσεων των εξαγορών πραγματοποιήθηκαν:

i) μονοπαραγοντική ανάλυση για

- α) τις αποδόσεις ανάλογα με την μέθοδο πληρωμής και το σχετικό μέγεθος (αξία της συναλλαγής ως προς το μέγεθος του εξαγοραστή)
- β) τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις ανάλογα με την αξία των εξαγοραστών και το γκλάμουρ τους
- γ) τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις ανάλογα με τον χαρακτηρισμό ως υψηλής τεχνολογίας της εξαγοράστριας εταιρίας και της εταιρίας-στόχου

- δ) τις επιδράσεις της χώρας της εταιρίας-στόχου στις διασυνοριακές εξαγορές και
- ε) τους άλλους παράγοντες των αποδόσεων στις διασυνοριακές εξαγορές και
- ii) ανάλυση παλινδρόμησης.**

Η έρευνα βρήκε ότι τα μετρητά κυριαρχούν στις διασυνοριακές και ιδιωτικές εγχώριες εξαγορές. Οι αποδόσεις κατά την ανακοίνωση δείχνουν ότι συμφωνίες με μετρητά είναι χειρότερες από χωρίς μετρητά και οι δημόσιες εταιρίες-στόχοι δίνουν χαμηλότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση από ότι οι ιδιωτικές.

Εξαίρεση αποτελούν οι εγχώριες δημόσιες εταιρίες στόχοι, για τις οποίες οι εξαγοραστές στην περίπτωση εξαγοράς χωρίς μετρητά, έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση, οι οποίες αποδόσεις είναι χαμηλότερες από τις μηδενικές, κατά την ανακοίνωση, αποδόσεις των εξαγοραστών στην περίπτωση εξαγοράς με μετρητά.

Η κύρια διαφορά μεταξύ εγχώριων ιδιωτικών και δημόσιων εξαγορών είναι οι χειρότερες αποδόσεις των δημόσιων εταιριών-στόχων στις εξαγορές χωρίς μετρητά. Το αποτέλεσμα αυτό της έρευνας είναι σύμφωνο με την θεωρία ότι οι εξαγοραστές προσφέρουν χρεόγραφα (π.χ. μετοχές) για να αποκτήσουν/εξαγοράσουν τις εγχώριες δημόσιες εταιρίες όταν οι εξαγοραστές είναι υπερτιμημένοι, αλλά σε εξαγορές ιδιωτικών εταιριών το πρόβλημα μετριάζεται επειδή οι εξαγοραστές μπορούν να αποκαλύψουν ιδιωτικές πληροφορίες σε περισσότερο συγκεντρωμένους μετόχους των εταιριών-στόχων.

Η κακή επίδοση των δημόσιων εξαγορών περιορίζεται σε εκείνες που γίνονται από μεγάλους (γκλάμουρ) εξαγοραστές, ενώ στις ιδιωτικές εξαγορές οι μεγάλοι (γκλάμουρ) εξαγοραστές παρουσιάζουν καλή επίδοση. Οι διασυνοριακές ιδιωτικές υψηλής τεχνολογίας εξαγορές καταλήγουν σε σημαντικά θετικές αποδόσεις τόσο κατά την ανακοίνωση όσο και μακροχρόνια, ενώ οι μη υψηλής τεχνολογίας εξαγορές καταλήγουν σε σημαντικά αρνητικές αποδόσεις.

Η μελέτη έχει έτσι λοιπόν ως συμπέρασμα το γεγονός ότι η τεχνογνωσία (technological know-how) είναι μεγάλης σημασίας για την μακροπρόθεσμη επιτυχία των άμεσων ξένων επενδύσεων μέσω εξαγορών.

Παρομοίως, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι χαμηλές όταν οι πολιτισμικές διαφορές είναι μεγαλύτερες μεταξύ του Ηνωμένου Βασιλείου και των χωρών των εταιριών-στόχων.

Οι αποδόσεις στις εγχώριες εξαγορές δημόσιων εταιριών-στόχων είναι σημαντικά χαμηλότερες όταν χρησιμοποιείται η χωρίς μετρητά μέθοδος

πληρωμής, από ότι όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος πληρωμής με μετρητά. Δεν υπάρχουν αποδείξεις για αυτό στις διασυνοριακές (διεθνείς) εξαγορές.

Σε όλες τις διασυνοριακές εξαγορές, οι εθνικές και πολιτισμικές διαφορές έχουν σημαντικά αρνητική επιρροή ενώ οι υψηλής τεχνολογίας εξαγορές έχουν σημαντικά θετική επιρροή. Δεν υπάρχουν ισχυρές αποδείξεις για το ότι οι διασυνοριακές εξαγορές έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από τις εγχώριες εξαγορές.

Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο τον παράγοντα της μεθόδου πληρωμής σε συνδυασμό με το εάν η εταιρία ήταν ενεργή ή όχι κατά τις συγχωνεύσεις πραγματοποίησαν οι **Dodds and Quek (1985)**.

Οι **Dodds and Quek (1985)**, στο άρθρο τους “**Effect of mergers on the share price movement of the acquiring firms: A UK Study**” έχουν ως στόχο της προσφορά πρόσθετης απόδειξης για τον βρετανικό βιομηχανικό τομέα στην συνεχή αντιπαράθεση ως προς την μετά την συγχώνευση κερδοφορία. Η μελέτη τους διαφέρει από προηγούμενες, όπως οι μελέτες των Franks et al. (1997) και Firth (1980) διότι καλύπτει μία σχετικά «νεκρή» από δραστηριότητα συγχωνεύσεων περίοδο.

Τα δεδομένα της έρευνας τους αποτελούνται από ένα δείγμα 70 εισηγμένων και ενεργά εμπορευόμενων εταιριών στον βιομηχανικό τομέα στο χρηματιστήριο του Λονδίνου για την περίοδο 1974-1976. Οι τιμές των μετοχών των εξαγοραστών ελέγχονταν για μία περίοδο 10 μηνών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, ώστε να αποφευχθούν το μέγιστο δυνατό τυχόν εξωτερικές αιτίες προγενέστερα της ημερομηνίας ανακοίνωσης. Η περίοδος ελέγχου των τιμών των μετοχών μετά την ανακοίνωση έχει επεκταθεί στους 60 ημερολογιακούς μήνες στην βάση ότι μία μεγαλύτερη περίοδος είναι αναγκαία για να επιτρέπει μία πληρέστερη αντίληψη των ωφελειών μιας συγχώνευσης σε σχέση με μία αναδιοργάνωση για παράδειγμα.

Σύμφωνα και με τον Firth (1979), οι συγγραφείς του άρθρου έλαβαν υπόψη τους τη χρηματοδότηση της συγχώνευσης διαχωρίζοντας το δείγμα σε δύο υποομάδες, ώστε να παρατηρηθεί κάθε επίδραση που τυχόν είχε στα κατάλοιπα του δείγματος, η χρήση μετρητών ή μετοχών.

Επίσης, οι επιδράσεις του μεγέθους της εταιρίας στα κατάλοιπα όπως είχαν εξεταστεί από τον Meeks (1997) ελέγχθηκαν κι εδώ χρησιμοποιώντας ως στάθμιση ένα δείκτη κανονικοποίησης. Τέλος, η επίδραση εξετάστηκε στα μέσα κατάλοιπα συγχωνευθέντων ενεργών και μη ενεργών συγχωνευθέντων εταιριών, όπου οριζόταν συγχωνευθείσα ενεργή εταιρία αυτή που συμμετείχε

σε περισσότερες συγχωνεύσεις μετά την συγκεκριμένη που χρησιμοποιήθηκε στην μελέτη.

Οι αποδόσεις της τιμής της μετοχής και οι αποδόσεις της αγοράς για κάθε μια από τις 70 εξαγοράζουσες εταιρίες υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας τον Δείκτη του βιομηχανικού τομέα (Industrial Group Index) του αναλογιστικού δείκτη μετοχών των Financial Times (496 μετοχές).

Τα γενικά αποτελέσματα αυτής της έρευνας ήρθαν σε αντίθεση με αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών. Πρώτον, η διαδικασία προσαρμογής της αγοράς στις νέες διαθέσιμες πληροφορίες ήταν αργή και επιφυλακτική. Τα κατάλοιπα δεν φαίνεται να «καταλάγιασαν» τις σχέσεις τους με το μοντέλο της αγοράς αμέσως μετά την ανακοίνωση. Η απόδειξη αυτή ήταν ασυνεπής με την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς.

Η επίδραση του να λαμβάνει κανείς υπόψη το μέγεθος της εταιρίας ήταν να μειώνει τις τυπικές αποκλίσεις του δείγματος. Αυτό θα υπονοούσε περαιτέρω ότι κανονικοποιώντας τα κατάλοιπα, η επίδραση του μεγέθους της εταιρίας ήταν να μειώνει τις διασπορές των καταλοίπων γύρω από την μέση τιμή τους.

Τα μέσα κατάλοιπα για τον μήνα 0 (μήνας ανακοίνωσης της προσφοράς συγχώνευσης/εξαγοράς) βρέθηκαν να είναι περισσότερο αρνητικά στην περίπτωση ενεργών συγχωνευθέντων εταιριών από ότι για μη ενεργές συγχωνευθείσες εταιρίες. Υπήρχε μικρότερη διασπορά καταλοίπων στην περίπτωση των μη ενεργών συγχωνευθέντων εταιριών. Οι αξίες των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων των μη ενεργών συγχωνευθέντων εταιριών βρέθηκαν να είναι μικρότερες από τις συγχωνευθείσες ενεργές εταιρίες. Τέλος, βρέθηκε ότι η αγορά έβρισκε αυτές τις συγχωνεύσεις που χρηματοδοτούνταν με μετρητά και προέκυψαν την περίοδο 1974-76, ως λιγότερο επιθυμητές συγκρινόμενες με εκείνες που προσέφεραν μετοχές.

Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο τον παράγοντα της μεθόδου πληρωμής και το εάν πρόκειται για εισηγμένη (δημόσια) ή ιδιωτική εταιρία πραγματοποίησαν οι **Fuller, Netter και Stegemoller (2002)**.

Οι **Fuller, Netter και Stegemoller (2002)** στο άρθρο τους “**What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions**” μελετούν αποδόσεις για εταιρίες οι οποίες εξαγόρασαν επιτυχώς 5 ή περισσότερες δημόσιες, ιδιωτικές ή/και θυγατρικές εταιρίες – στόχους εντός τριών ετών μεταξύ 1990 και 2000. Επιλέχθηκαν τα έτη 1990 έως 2000 επειδή το επίπεδο της δραστηριότητας εξαγορών στις ΗΠΑ την δεκαετία του 90’ ήταν πολύ υψηλό βάσει ιστορικών δεδομένων.

Το δείγμα συλλέχθηκε από την Securities Data Corporation's (SDC) U.S. Mergers and Acquisitions (M&A) Database και ήταν μία λίστα επιτυχών συγχωνεύσεων και προσφορών για ξένες και εγχώριες εταιρίες-στόχους, με τις αρχικές προσφορές ανακοινωθείσες μεταξύ 1^{ης} Ιανουαρίου 1990 και 31^{ης} Δεκεμβρίου 2000. Για την συμπερίληψη στο δείγμα έπρεπε να τηρούνται ορισμένες συνθήκες:

- 1) Ο στόχος έπρεπε να είναι μία δημόσια εταιρία, μία ιδιωτική ή μία θυγατρική της δημόσιας εταιρίας.
- 2) Η εταιρία-στόχος έπρεπε να έχει μία γνωστή δολαριακή αξία και ο πλειοδότης (εταιρία που κάνει την προσφορά εξαγοράς) να εξαγοράζε πάνω από το 50% της εταιρίας στόχου.
- 3) Η αξία της συμφωνίας να ήταν ένα εκατομμύριο δολάρια ή περισσότερο.
- 4) Οι εξαγοράζουσες εταιρίες έπρεπε να είναι αμερικάνικες εταιρίες εισηγμένες στο AMEX, στο Nasdaq ή στο NYSE και να έχουν δεδομένα αποδόσεων πέντε ημερών γύρω από την ανακοίνωση εξαγοράς καταχωρημένα στο αρχείο του Center for Research in Security Prices (CRSP).
- 5) Ούτε ο εξαγοραστής αλλά ούτε και η εταιρία στόχος δεν θα έπρεπε να είναι ίδρυμα κοινής ωφελείας ή χρηματοοικονομικό ίδρυμα.
- 6) Η εξαγοράζουσα εταιρία θα έπρεπε να συμπληρώνει προσφορές για πέντε ή περισσότερες εταιρίες-στόχους σε οποιοδήποτε ζετές «παράθυρο» κατά τη διάρκεια της δειγματικής περιόδου.

Το τελικό δείγμα περιλάμβανε 539 μοναδικούς εξαγοραστές που έκαναν 3.135 προσφορές. Η μέθοδος πληρωμής χωρίστηκε σε τρεις κυρίως κατηγορίες:

- α) χρηματοδότηση με μετρητά η οποία περιλάμβανε συνδυασμούς χρέους, μετρητών και υποχρεώσεων
- β) χρηματοδότηση με κοινές μετοχές η οποία περιλάμβανε πληρωμές με κοινές μετοχές ή έναν συνδυασμό κοινών μετοχών και options ή warrants
- γ) συνδυασμός χρηματοδότησης που περιλάμβανε συνδυασμούς κοινών μετοχών, μετρητών, χρέους, προνομιούχων μετοχών, μετατρέψιμων χρεογράφων και μεθόδους κατηγοριοποιημένες ως «άλλες» από το SDC.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε στην εν λόγω μελέτη ήταν αυτή της μελέτης περιπτώσεως που ακολουθήθηκε από τους Brown and Warner's (1985) για τον υπολογισμό των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων (CARs) για μία περίοδο 5 ημερών (-2,2) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Εκτιμήθηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις με την χρήση ενός τροποποιημένου μοντέλου της αγοράς.

Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι οι μέτοχοι των εξαγοραστριών εταιριών κερδίζουν όταν μία εξαγοράστρια εταιρία αγοράζει μία ιδιωτική εταιρία ή μία θυγατρική μιας δημόσιας εταιρίας και χάνουν όταν η εξαγοράστρια αγοράζει μία δημόσια εταιρία. Επιπλέον, το κέρδος ή η απώλεια είναι μεγαλύτερα σε απόλυτη αξία όταν ο στόχος είναι μεγαλύτερη εταιρία και όταν η εξαγοράστρια χρησιμοποιεί μετοχές. Τα αποτελέσματα είναι συνεπή με μία μείωση ρευστότητας και φορολογικές και ελεγκτικές επιδράσεις στην αγορά αυτή.

Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο τον παράγοντα της μεθόδου πληρωμής σε συνδυασμό με το εάν πρόκειται για εισηγμένη (δημόσια) ή ιδιωτική εταιρία και σε συνδυασμό με το μέγεθος των μερών της εξαγοράς πραγματοποίησαν οι **Draper and Paudyal (2006)**.

Οι **Draper and Paudyal (2006)** στο άρθρο τους “**Acquisitions: Private versus Public**” χρησιμοποιούν ένα πολύ μεγάλο δείγμα βρετανικών εισηγμένων και ιδιωτικών εταιριών-στόχων και εξετάζουν την επιρροή εξαγορών ιδιωτικών εταιριών στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις των βρετανών εξαγοραστών κατά την περίοδο 1981 έως 2001. Η μελέτη αυτή επίσης, ρίχνει φως στους λόγους που οδηγούν στις εξαγορές και εξετάζει εάν οι πλεονάζουσες αποδόσεις είναι ευαίσθητες στο συγκεκριμένο μοντέλο μέτρησης των πλεοναζόντων αποδόσεων που εφαρμόζει.

Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι οι λόγοι οι οποίοι ίσως εξηγούν τις διαφορές στις αποδόσεις των εταιριών που εξαγοράζουν ιδιωτικές εταιρίες από αυτές που εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρίες μπορούν να συνοψιστούν κάτω από τρεις υποθέσεις:

- 1) διαχειριστικό κίνητρο
- 2) ρευστότητα
- 3) διαπραγματευτική δύναμη

Σύμφωνα με προηγούμενη βιβλιογραφία η επίδοση της τιμής της εξαγοράστριας εταιρίας εξαρτάται από την μέθοδο πληρωμής (Draper and Paudyal, 1999). Ένα τέτοιο στοιχείο βασίζεται στην εμπειρία των εξαγοραστών εισηγμένων εταιριών και για λόγους ασυμμετρίας πληροφόρησης και εταιρικής παρακολούθησης, αναμένεται μια διαφορά στην αγορά αναφορικά με την μέθοδο πληρωμής που χρησιμοποιείται στην εξαγορά εισηγμένων έναντι ιδιωτικών εταιριών.

Έτσι λοιπόν διαμορφώνονται δύο υποθέσεις της μελέτης, αυτή της ασυμμετρίας πληροφόρησης και αυτή του εταιρικού ελέγχου.

Αναφορικά με το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην συγκεκριμένη μελέτη, συλλέχθηκαν πληροφορίες για εξαγορές (ημερομηνίες ανακοίνωσης,

ταυτότητα εξαγοραστών και εξαγοραζομένων, μέθοδοι πληρωμής, εταιρίες και συγκεκριμένες πληροφορίες συναλλαγών κ.α.) από το SDC Platinum.

Το δείγμα περιλάμβανε όλες τις εταιρίες που ανακοίνωσαν μία εξαγορά μεταξύ 01-1-1981 και 31-12-2001, όπου τόσο ο εξαγοραστής όσο και η εταιρία στόχος είχαν ως έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, η αξία των συναλλαγών ήταν διαθέσιμη, η προσφορά εξαγοράς ήταν επιτυχής και οι εξαγοράστριες εταιρίες ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Επίσης, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα για τις τιμές των μετοχών τα οποία ήταν διαθέσιμα στην Datastream.

Έτσι, το δείγμα αποτελείτο από 8.597 περιπτώσεις εκ των οποίων 1.098 εταιρίες εξαγόρασαν εισηγμένες ενώ, οι υπόλοιπες (7.499 εξαγοραστές) εξαγόρασαν ιδιωτικές εταιρίες. Το δείγμα περιλάμβανε θυγατρικές άλλων εταιριών και ανεξάρτητες εταιρίες-στόχους. Οι εξαγοραστές μερικές φορές εμφανίζονταν περισσότερες από μία φορές στο δείγμα, ένας αντικατοπτρισμός της διαδοχικής εξαγοραστικής συμπεριφοράς. Στο δείγμα της έρευνας, υπήρχαν 2.152 πολλαπλές προσφορές εξαγορών εντός μίας περιόδου 41 ημερών γύρω από την ημερομηνά ανακοίνωσης της προσφοράς.

Ως μεθοδολογία πραγματοποιείται εκτίμηση των μη κανονικών αποδόσεων και ακολουθεί η παρακάτω διαδικασία. Για την εξέταση της σημαντικότητας των πλεοναζουσών αποδόσεων χρησιμοποιήθηκε το άλφα του Jensen σε μονοπαραγοντικό και πολυπαραγοντικό πλαίσιο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων. (Αυτή η προσέγγιση δεν απαιτούσε εκτίμηση των δεδομένων της που σημαίνει ότι ήταν απαλλαγμένη από επιδράσεις του υπό ανάλυση γεγονότος. Επιπλέον, υπήρξε η δυνατότητα να προστεθούν κι άλλες μεταβλητές στο μοντέλο.)

Εάν οι ανακοινώσεις των εξαγορών δημιουργούν πλεονάζουσες αποδόσεις, η αξία του α είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετική από μηδέν. Ένα αρνητικό α υποδεικνύει απώλεια ενώ ένα θετικό α υποδεικνύει θετική πλεονάζουσα απόδοση. Στην συνέχεια, στην μελέτη αυτή χρησιμοποιείται το παραδοσιακό CAPM, όπου προστίθενται δύο επιπλέον παράγοντες. Ο ένας παράγοντας δείχνει τη διαφοροποίηση των αποδόσεων μεταξύ αγορών μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης και ο άλλος τη διαφοροποίηση των αποδόσεων ανάλογα με το ύψος του λόγου λογιστικής προς χρηματιστηριακή αξία.

Η μελέτη, όπως προανέφερα, ορίζει την υπόθεση της διαπραγματευτικής δύναμης, η οποία υποδεικνύει ότι οι εξαγοραστές των ιδιωτικών εταιριών ίσως χάσουν, αλλά και άλλες εναλλακτικές υποθέσεις (το διαχειριστικό κίνητρο και την υπόθεση ρευστότητας) οι οποίες προτείνουν ότι οι αποδόσεις των εξαγοραστών των ιδιωτικών εταιριών μπορεί να είναι υψηλότερες από αυτές των εξαγοραστών των εισηγμένων εταιριών.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι αρκετά.

Πρώτον, οι εξαγοραστές των εισηγμένων εταιριών δεν παρατηρούν κάποια σημαντική αλλαγή στην τιμή της μετοχής τους την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση των προσφορών. Οι εξαγοραστές των εισηγμένων είτε βρίσκονται σε νεκρό σημείο είτε έχουν μία μικρή απώλεια. Ωστόσο, οι εξαγοραστές των ιδιωτικών εταιριών κερδίζουν σημαντικά θετικές αποδόσεις κατά την διάρκεια της περιόδου γύρω από την ανακοίνωση της προσφοράς. Οι σημαντικά μεγαλύτερες αποδόσεις που είναι διαθέσιμες στους μετόχους αυτών των εταιριών ακυρώνουν την πρόβλεψη της υπόθεσης της διαπραγματευτικής δύναμης αλλά στηρίζουν τα επιχειρήματα για το διαχειριστικό κίνητρο και την υπόθεση ρευστότητας.

Δεύτερον, η διαθέσιμη απόδοση στους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρίας εξαρτάται από την μέθοδο πληρωμής. Στις εξαγορές εισηγμένων εταιριών, οι εξαγοραστές οι οποίοι χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής μετρητά ούτε κερδίζουν, ούτε χάνουν, ενώ οι εξαγοραστές οι οποίοι χρησιμοποιούν μετοχές χάνουν. Οι εξαγοραστές ιδιωτικών εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά κερδίζουν σημαντικά υψηλές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Αντιθέτως, επικυρώνοντας τις προβλέψεις της υπόθεσης ασυμμετρίας πληροφόρησης, οι εξαγοραστές σε εισηγμένες εταιρίες με πληρωμή σε μετοχές αντιμετωπίζουν σημαντικές απώλειες. Οι εξαγοραστές των ιδιωτικών εταιριών που πληρώνουν με μετοχές κερδίζουν τις μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις υποστηρίζοντας τις προβλέψεις των υποθέσεων εταιρικού ελέγχου και διαχειριστικού κινήτρου.

Τρίτον, οι αποδόσεις οι οποίες είναι διαθέσιμες στους μετόχους των εξαγοραστριών εταιριών εξαρτώνται από το σχετικό μέγεθος των μερών της εξαγοράς. Οι εξαγοραστές οι οποίοι εξαγοράζουν πολύ μικρές εταιρίες ως προς το μέγεθός τους δεν επιτυγχάνουν ιδιαίτερα κέρδη. Ωστόσο, οι εξαγοραστές με σχετικά χαμηλή αναλογία μεγέθους κερδίζουν σημαντικά υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις αν και η διαφορά αυτή περιορίζεται στην βραχυπρόθεσμη περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της προσφοράς.

Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας είναι ισχυρά και σταθερά στον χρόνο. Οι εξαγοραστές των ιδιωτικών εταιριών δεν χάνουν σε κανένα από τα αναλυόμενα έτη και κερδίζουν σημαντικά θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις κάθε χρονιά από το 1991.

Γενικά, τα αποτελέσματα της μελέτης στηρίζουν τις προβλέψεις των υποθέσεων του διαχειριστικού κινήτρου, της ρευστότητας και της ασύμμετρης πληροφόρησης αλλά προσφέρουν περιορισμένη στήριξη στην υπόθεση εταιρικού ελέγχου και ακυρώνουν τις προβλέψεις της υπόθεσης διαπραγματευτικής δύναμης. Τα κέρδη από την ανακοίνωση προσφοράς

εξαγοράς εξαρτώνται από το status της εταιρίας στόχου, την μέθοδο πληρωμής και το σχετικό μέγεθος των μερών της εξαγοράς.

Έρευνα για την επιλογή της μεθόδου πληρωμής ως προς τα χαρακτηριστικά των ενεχόμενων εταιριών πραγματοποίησε ο **Martin**.

Ο **Martin** στο άρθρο του “**The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership**” εξετάζει τα κίνητρα για την επιλογή της μεθόδου πληρωμής στις εταιρικές εξαγορές. Για να εξερευνηθεί η σχέση μεταξύ μεθόδου πληρωμής και αβεβαιότητας για την αξία της εταιρίας στόχου, το άρθρο αυτό εξετάζει τα χαρακτηριστικά των εξαγοραζουσών και των εξαγοραζομένων εταιριών όπως το μέγεθος και οι επενδυτικές ευκαιρίες.

Αυτά τα δύο χαρακτηριστικά θεωρείται ότι ίσως σχετίζονται με την αβεβαιότητα για την αξία της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Επίσης, στα πλαίσια της έρευνας αυτής εξετάζονται και άλλα χαρακτηριστικά της εξαγοράς, όπως η δομή της ιδιοκτησίας του πλειοδότη / εξαγοραστή, η ικανότητά του να πληρώνει με μετρητά και η μορφή της αγοράς.

Σύμφωνα με προγενέστερες μελέτες των Stulz (1988) και Amihud, Lev and Travlos (1990), λιγότερη διαχειριστική ιδιοκτησία σχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα χρηματοδότησης με μετοχές, αν και προκύπτει μία μη γραμμική σχέση.

Οι υποθέσεις της έρευνας για την επιλογή της μεθόδου πληρωμής ήταν οι ακόλουθες:

- Υπόθεση Ευκαιριών Επένδυσης
- Υπόθεση Διαμοιρασμού Κινδύνου
- Υπόθεση Ελέγχου
- Υπόθεση Διαθεσιμότητας Μετρητών
- Υπόθεση Εξωτερικού Ελέγχου
- Υπόθεση Μορφής της Αγοράς
- Υπόθεση Μεταβλητών Επιχειρηματικού Κύκλου

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα περιείχε εγχώριες εξαγορές από εταιρίες οι οποίες ήταν εισηγμένες είτε στο New York Stock Exchange (NYSE) είτε στο American Stock Exchanges (AMEX). Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 846 εξαγορές κατηγοριοποιημένες σε τρεις χρηματοδοτικές κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία περιλάμβανε 250 εξαγορές οι οποίες χρηματοδοτούνταν αποκλειστικά με κοινές μετοχές.

Η δεύτερη κατηγορία περιλάμβανε 483 εξαγορές οι οποίες χρηματοδοτούνταν αποκλειστικά με μετρητά ή με μετρητά συν χρέος ή με την υπόθεση των υποχρεώσεων.

Το χρέος και η υπόθεση των υποχρεώσεων περιλαμβάνονταν στην κατηγορία χρηματοδότησης με μετρητά, εφόσον οι δανεισμοί είναι συχνά πηγή μετρητών που χρησιμοποιούνται σε μια εξαγορά. Η τρίτη κατηγορία περιλάμβανε 113 εξαγορές οι οποίες είχαν χρηματοδοτηθεί με μετρητά και κοινές μετοχές, ή με αξιόγραφα τα οποία μπορούσαν να μετατραπούν σε κοινές μετοχές.

Η μέθοδος υλοποίησης της έρευνας στηρίχτηκε κυρίως στην ανάλυση λογιστικής παλινδρόμησης των παραγόντων που επηρεάζουν την μέθοδο πληρωμής στις εταιρικές συγχωνεύσεις.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του άρθρου, δύο από τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την μέθοδο πληρωμής είναι το είδος της αγοράς και η επενδυτική ευκαιρία που αντιμετωπίζει η εξαγοράζουσα εταιρία.

Οι προσφορές με την μορφή tender offers τείνουν να χρηματοδοτούνται με μετρητά. Ένας σημαντικός λόγος για αυτό είναι ότι, εξαιτίας των κανονιστικών συνθηκών τα tender offers ολοκληρώνονται πιο γρήγορα από τις συγχωνεύσεις. Έτσι, όταν υπάρχει πραγματικός ή πιθανός ανταγωνισμός για τις εταιρίες-στόχους, οι εξαγοραστές είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν tender offer χρηματοδοτούμενο με μετρητά για να προλάβουν τον ανταγωνισμό.

Τα αποτελέσματα του άρθρου αυτού υποστηρίζουν ότι οι περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες της εξαγοράζουσας εταιρίας, δηλαδή οι περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης της, οδηγούν σε αυξημένη χρήση της χρηματοδότησης με μετοχές στις εταιρικές εξαγορές.

Σύμφωνα με τα ευρήματα, η διαχειριστική ιδιοκτησία δεν σχετίζεται με την πιθανότητα της χρηματοδότησης με μετοχές για μικρά και μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας, όμως σχετίζεται αρνητικά για μεσαία ποσοστά ιδιοκτησίας. Επίσης, η πιθανότητα χρηματοδότησης με μετοχές αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η πριν την εξαγορά αγορά και οι αποδόσεις των μετοχών της εξαγοράστριας εταιρίας. Η πιθανότητα χρηματοδότησης με μετοχές μειώνεται με την μεγαλύτερη διαθεσιμότητα μετρητών του εξαγοραστή, υψηλότερες θεσμικές συμμετοχές και όπως προανέφερα σε tender offers.

Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο τον παράγοντα της μεθόδου πληρωμής πραγματοποίησε ο **Travlos (1987)**.

Ο **Travlos (1987)** στο άρθρο του “**Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms’ Stock Returns**” εξερευνά τον ρόλο της μεθόδου πληρωμής στην εξήγηση των αποδόσεων των κοινών μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών κατά την ανακοίνωση των προσφορών εξαγοράς. Η ανάλυση ασχολείται κυρίως με την αποτίμηση των επιδράσεων που σχετίζονται με τις δύο διαφορετικές μεθόδους πληρωμής, δηλαδή με ανταλλαγές κοινών μετοχών ή προσφορές μετρητών.

Οι υποθέσεις του άρθρου είναι οι ακόλουθες. Πρώτον, σε ένα κόσμο όπου υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης η μέθοδος πληρωμής ίσως σηματοδοτήσει αξιολογη πληροφόρηση στην αγορά. Δεύτερον, οι προσφορές μετρητών ή ανταλλαγής μετοχών έχουν διαφορετικές φορολογικές επιπτώσεις. Τρίτον, ο συνδυασμός δύο εταιριών που δεν έχουν τέλεια θετική συσχέτιση ταμειακών ροών μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών της συνδυαζόμενης εταιρίας και να αυξήσει περαιτέρω την δυναμικότητα χρέους λόγω της επίδρασης της συνασφάλισης.

Τα δεδομένα τα οποία αναλύθηκαν σε αυτή την μελέτη εξήχθησαν από δημόσιες ανακοινώσεις προσφορών για απόκτηση εταιριών στόχων έχοντας ως μέσα tender offers ή συγχωνεύσεις. Το δείγμα περιείχε πλειοδοτούσες εταιρίες που συμμετείχαν σε επιτυχείς αποκτήσεις την περίοδο 1972 μέχρι 1981, περίοδο για την οποία υπήρχαν ημερήσιες αποδόσεις μετοχών διαθέσιμες σε αρχεία του Center for Research in Security Prices (CRSP).

Το τελικό δείγμα περιείχε 167 πλειοδοτούσες εταιρίες οι οποίες αποτελούνταν από 60 προσφορές ανταλλαγών κοινών μετοχών, εκατό προσφορές μετρητών και 70 προσφορές - συνδυασμούς κοινών μετοχών και μετρητών, όπου οι μετοχές αντιπροσώπευαν το 49% - 60% των συναλλαγών. Επιπλέον, το δείγμα χωριζόταν σε 126 προτάσεις συγχωνεύσεων και 41 tender offers. Όλες οι πλειοδοτούσες εταιρίες ήταν εισηγμένες στο NYSE, εκτός από μία που ήταν εισηγμένη στο AMEX.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για την εξέταση των υποθέσεων του άρθρου είναι η μελέτη περίπτωσης. Οι συντελεστές ελαχίστων τετραγώνων της παλινδρόμησης του μοντέλου αγοράς εκτιμήθηκαν κατά την περίοδο $t=-136$ έως $t=-16$ σε σχέση με την ημερομηνία αρχικής ανακοίνωσης της προσφοράς στην Wall Street Journal, $t=0$. Οι ημερήσιες μη κανονικές αποδόσεις των κοινών μετοχών υπολογίστηκαν για κάθε εταιρία i εντός ενός διαστήματος $t=-15$ έως $t=+15$.

Τα αποτελέσματα της μελέτης αποκαλύπτουν σημαντικές διαφορές στις μη κανονικές αποδόσεις μεταξύ ανταλλαγών κοινών μετοχών και προσφορών μετρητών. Τα αποτελέσματα είναι ανεξάρτητα του είδους της προσφοράς εξαγοράς, δηλαδή συγχώνευσης ή tender offer και από τα αποτελέσματα των προσφορών. Τα ευρήματα αυτά, τα οποία υποστηρίζονται από την ανάλυση των μη μετατρέψιμων ομολόγων, αποδίδονται κυρίως στις επιδράσεις σηματοδότησης και υπονοούν ότι ασαφής απόδειξη προηγούμενων ερευνών στις αποκτήσεις ίσως οφειλόταν στην αποτυχία για έλεγχο της μεθόδου πληρωμής.

Πιο συγκεκριμένα ως προς τα αποτελέσματα της μελέτης βλέπουμε τα ακόλουθα. Τα αποτελέσματα των γνήσιων ανταλλαγών κοινών μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών δείχνουν ότι οι μέτοχοί τους βιώνουν σημαντικές απώλειες κατά την ανακοίνωση της προσφοράς απόκτησης. Από την άλλη πλευρά τα αποτελέσματα της χρηματοδότησης με μετρητά των εξαγοραστριών εταιριών, δείχνουν ότι οι μέτοχοί τους κερδίζουν κανονικά ποσοστά απόδοσης την περίοδο ανακοίνωσής τους.

Επιπλέον, οι διαφορές στις μη κανονικές αποδόσεις των δύο αυτών ομάδων είναι στατιστικά σημαντικές και ανεξάρτητες του είδους της απόκτησης που μελετήθηκε (δηλαδή συγχώνευση έναντι tender offer).

Επίσης, αποτελέσματα που βασίστηκαν σε μη επιτυχείς αγορές υποδεικνύουν ότι η προσφορά ανταλλαγής μετοχών σχετίζεται με αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις ανεξαρτήτως του αποτελέσματος της προσφοράς απόκτησης. Τα ευρήματα είναι συνεπή με την υπόθεση σηματοδότησης η οποία υποστηρίζει ότι η χρηματοδότηση μίας απόκτησης μέσω ανταλλαγής κοινών μετοχών αποκαλύπτει την αρνητική πληροφορία ότι η εταιρία που κάνει την προσφορά είναι υπερτιμημένη.

Τα ευρήματα από μη μετατρέψιμα ομόλογα παρέχουν απόδειξη ότι οι ομολογιούχοι δεν κερδίζουν κατά την ανακοίνωση προσφορών αποκτήσεων. Αντιθέτως υπάρχει μία ασθενής στατιστική απόδειξη ότι χάνουν όταν η εξαγορά χρηματοδοτείται με κοινές μετοχές, υπονοώντας ότι η προσφορά πλούτου στους ομολογιούχους δεν είναι η πηγή αρνητικών μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών στις εξαγοράζουσες εταιρίες με προσφορές ανταλλαγής κοινών μετοχών.

Επιπλέον, η απουσία στατιστικά σημαντικών θετικών μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών είναι επίσης συνεπής με την άποψη ότι μία ανταγωνιστική αγορά για εταιρικό έλεγχο ενισχύει τις εξαγοράζουσες εταιρίες στο να πληρώσουν τους μετόχους των εταιριών-στόχων μία δίκαιη τιμή για κάθε όφελος που αποκτούν από την εξαγορά.

Τέλος, η μελέτη αυτή παρέχει μία εξήγηση για την διαφορά στα ευρήματα μεταξύ προγενέστερων μελετών στις συγχωνεύσεις και tender offers.

Δεδομένου ότι τα tender offers είναι συνήθως προσφορές με μετρητά και οι συγχωνεύσεις είναι συνήθως προσφορές με ανταλλαγή μετοχών, η διαφορά προηγούμενων ευρημάτων ίσως οφειλόταν στην αποτυχία του ελέγχου ως προς την μέθοδο πληρωμής.

Έρευνα για τις αποδόσεις των εξαγοραστριών εταιριών, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα έχοντας ως κριτήριο τη μέθοδο πληρωμής σε συνδυασμό με τη χρηματοοικονομική κατάσταση και το status των εταιριών πραγματοποίησαν οι **Sudarsanam and Mahate (2003)**.

Οι **Sudarsanam and Mahate (2003)** στο άρθρο τους “**Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence**” εξετάζουν τέσσερα πράγματα:

- Την επίδοση των εξαγοραστρών, τόσο σε βραχυπρόθεσμη όσο και σε μακροπρόθεσμη περίοδο, χρησιμοποιώντας μία ποικιλία μοντέλων
- Το εάν η βραχυπρόθεσμη και η μακροπρόθεσμη επίδοσή των εξαγοραστρών εξαρτάται από την θέση-κατάστασή τους στην αγορά πριν την προσφορά ως «glamour» ή «value» εξαγοραστές, υπολογιζόμενη με την αναλογία τιμής προς κέρδος και με τον δείκτη αγοραίας προς λογιστικής αξίας
- Την αλληλεπίδραση μεταξύ της θέσης (status) των εξαγοραστρών και της μεθόδου πληρωμής που χρησιμοποίησαν (ιδιαίτερως υποστηρίζεται ότι οι «glamour» εξαγοραστές είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν μετοχές ως μέθοδο πληρωμής και οι «value» εξαγοραστές να χρησιμοποιήσουν μετρητά)
- Το εάν είναι η χρηματοοικονομική κατάσταση πριν την προσφορά ή η μέθοδος πληρωμής, που κυριαρχεί στις μακροπρόθεσμες επιδόσεις των εξαγοραστρών

Δεδομένα της έρευνας αποτέλεσαν όλες οι επιτυχείς βρετανικές εξαγορές που ολοκληρώθηκαν μεταξύ 1983 και 1995. Από αυτή την αρχική λίστα, όπου υπήρχαν πάνω από χίλιες εξαγορές, αφαιρέθηκαν αυτές στις οποίες συμμετείχε μία ιδιωτική (δηλαδή μη εισηγμένη εταιρία), ξένοι (αλλοδαποί) εξαγοραστές ή εξαγοραζόμενοι, ή αυτές οι εξαγορές για τις οποίες η Datastream δεν είχε τις τιμές των μετοχών, τα μερίσματα και τους δείκτες αγοραίας προς λογιστικής αξίας. Από τις παραμένουσες εξαγορές αφαιρέθηκαν αυτές με αγοραστική αξία κάτω από 10 εκατομμύρια σε

πραγματικούς όρους με βάση τις τιμές του 1996. Έτσι προέκυψε ένα τελικό δείγμα αποτελούμενο από 519 εξαγοραστές.

Τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη ήταν τέσσερα.

- 1) Το προσαρμοσμένο ως προς τον μέσο μοντέλο
- 2) Το προσαρμοσμένο στην αγορά μοντέλο
- 3) Το προσαρμοσμένο στο μέγεθος μοντέλο
- 4) Το προσαρμοσμένο στο δείκτη αγοραίας προς λογιστική αξία μοντέλο

Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν ήταν τα ακόλουθα:

Οι μη κανονικές αποδόσεις αγοράς και διακράτησης (buy and hold abnormal returns) είναι γύρω το -1,4% την ώρα της ανακοίνωσης της προσφοράς και γύρω στο -15% για τα τρία χρόνια μετά την περίοδο εξαγοράς, σύμφωνα με τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν.

Την περίοδο ανακοίνωσης της προσφοράς οι επενδυτές της χρηματιστηριακής αγοράς δεν φαίνεται να προεκτείνουν την πριν την εξαγορά επίδοση των εξαγοραστών, αλλά φαίνεται να αναθεωρούν την κρίση τους καθώς λαμβάνουν μεγαλύτερη πληροφόρηση. Για μία περίοδο τριών χρόνων μετά την εξαγορά οι «value» εξαγοραστές έχουν καλύτερες επιδόσεις από τους «glamour» εξαγοραστές.

Υποστηρίζεται το επιχειρήμα (όπως έχουμε δει και σε άλλες μελέτες) ότι οι «glamour» εταιρίες είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν χρηματοδότηση με μετοχές αντί με μετρητά. Οι «value» εξαγοραστές είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν μετρητά. Οι «glamour» εξαγοραστές οι οποίοι προσφέρουν μετοχές έχουν σοβαρά χαμηλότερες επιδόσεις από αυτούς που προσφέρουν μετρητά.

Σύμφωνα με την μελέτη, είναι πιο σημαντική η μέθοδος πληρωμής για την εξαγωγή συμπερασμάτων παρά η κατάσταση/θέση (status) της εταιρίας στην αγορά. Με βάση και τα μοντέλα για τις μη κανονικές αποδόσεις, οι χρηματιστηριακές αγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο αποφεύγουν τη υπερεπέκταση προηγούμενης επίδοσης, ακόμα και την περίοδο ανακοίνωσης της προσφοράς. Ωστόσο και στις δύο αγορές οι επενδυτές επαναξιολογούν την επίδοση του εξαγοραστή στην μετά την εξαγορά περίοδο.

Έρευνα για τις αποδόσεις στην περίπτωση των Tender Offers έχουν πραγματοποιήσει οι **Dodd and Ruback (1977)**.

Οι **Dodd and Ruback (1977)** στο άρθρο τους “**Tender offers and stockholders returns, An empirical analysis**” παρέχουν εμπειρικές

εκτιμήσεις της αντίδρασης της χρηματιστηριακής αγοράς σε επιτυχείς αλλά και ανεπιτυχείς προσφορές (tender offers). Στο άρθρο τους εξετάζεται η επίδραση των προσφορών στις αποδόσεις των μετόχων τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων εταιριών.

Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ως εταιρικές επενδύσεις αξίζουν ιδιαίτερης ανάλυσης. Μία εναλλακτική μορφή εταιρικής επένδυσης είναι η προσφορά (tender offer). Μια προσφορά είναι η ένδειξη ενδιαφέροντος για ένα πακέτο εκκρεμών κοινών μετοχών μιας άλλης εταιρίας (εταιρία-στόχος). Μία επιτυχής προσφορά είναι συχνά ακολουθούμενη από μία πρόταση συγχώνευσης.

Στο βαθμό που προσφορές είχαν προηγηθεί των συγχωνεύσεων, κυκλοφορούν πολλές από τις πληροφορίες για τις εξαγορές και τις αλλαγές στον εταιρικό έλεγχο πριν την ημερομηνία συμφωνίας της συγχώνευσης. Στο συγκεκριμένο άρθρο επιδιώκεται η εκτίμηση της επίδρασης των εταιρικών εξαγορών στις αποδόσεις των μετόχων.

Εξετάζεται ένας αριθμός εναλλακτικών υποθέσεων εξαγορών για την εξαγωγή ελεγχόμενων υποθέσεων για τις επιδράσεις των προσφορών στις αποδόσεις των μετόχων. Μόνον οι υποθέσεις εκείνες οι οποίες έχουν γερά οικονομικά θεμέλια και μερική εμπειρική υποστήριξη λαμβάνονται υπόψη.

Αυτές κατηγοριοποιούνται σε **δύο γενικές τάξεις**, αυτές που έχουν **θετική επιρροή** και αυτές που έχουν **μηδενική επιρροή**.

Υπάρχουν τουλάχιστον **τρεις υποθέσεις** οι οποίες προβλέπουν ότι εταιρικές εξαγορές θα έχουν **θετική επιρροή** στην αξία της περιουσίας των εταιριών-στόχων ή/και των εξαγοραστών.

Η πρώτη υπόθεση είναι ότι εξαγορές καταλήγουν σε μονοπωλιακή ισχύ στην αγορά και ότι δημιουργούνται μονοπωλιακά ενοίκια.

Μία εναλλακτική υπόθεση είναι ότι υπάρχουν κέρδη από τις εξαγορές τα οποία προκύπτουν από αυξημένη παραγωγική αποδοτικότητα όταν πραγματικά περιουσιακά στοιχεία δύο χωρών συνδυάζονται. Αυτή η υπόθεση συνέργειας προτείνει ότι συνδυάζοντας αυτά τα στοιχεία θα καταλήξουμε σε μία αυξημένη συνολική αγοραστική αξία των δύο εταιριών.

Η εσωτερική υπόθεση αποδοτικότητας, είναι **η τρίτη υπόθεση**, η οποία υποστηρίζει ότι τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας στόχου δεν χρησιμοποιούνταν αποδοτικά πριν την απόπειρα εξαγοράς. Η εξαγοράζουσα εταιρία θεωρείται ότι παρακινείται από πληροφορίες ως προς την μη αποδοτικότητα.

Όσον αφορά την υπόθεση **μηδενικής επιρροής**, σύμφωνα με αυτή οι εταιρικές εξαγορές δεν έχουν καμία επιρροή στις αξίες των εμπλεκόμενων

εταιριών. Η υπόθεση υπονοεί ότι δεν υπάρχουν κέρδη από την αλλαγή των λειτουργιών των εξαγοραζόμενων ή των εξαγοραζουσών εταιριών.

Οι εμπειρικές υποθέσεις είναι ότι για επιτυχείς προσφορές, οι μέτοχοι τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων εταιριών λαμβάνουν κανονικές αποδόσεις. Οι ανεπιτυχείς προσφορές δεν είναι ανέξοδες και οι μέτοχοι των εταιριών μπορεί να λάβουν αρνητικές αποδόσεις.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτή την μελέτη αποτελούνταν από ένα δείγμα προσφορών οι οποίες εξήχθησαν από έναν αριθμό πρωτογενών πηγών. Οι Austin and Fishman (1969) και (1970), και ο Austin (1973) και (1975) είχαν δημοσιεύσει δείγματα προσφορών για τα έτη 1958 μέχρι 1975. Το SEC παρείχε ένα φάκελο εταιριών οι οποίες καταχώρησαν προσφορές κατά την περίοδο 1973-1976. Επιπλέον προσφορές δημοσιεύτηκαν το 1970 στις ακροάσεις του Κογκρέσου.

Εκείνες οι προσφορές στις οποίες συμμετείχαν μία εταιρία ή εταιρίες των οποίων τα χρεόγραφα βρίσκονταν στις CRSP λίστες συνέθεσαν το βασικό δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην μελέτη. Η ημερομηνία ανακοίνωσης των προσφορών θεωρήθηκε η ημερομηνία που δημοσιεύτηκαν πρώτη φορά στην Wall Street Journal. Τα αποτελέσματα των προσφορών κατηγοριοποιήθηκαν ως επιτυχή ή ανεπιτυχή με την χρήση συγκεκριμένων αλγορίθμων.

Τελικώς, η κατηγοριοποίηση οδήγησε στην δημιουργία υποσυνόλων του δείγματος τα οποία ήταν: α) 172 εξαγοράζουσες εταιρίες εκ των οποίων 124 έκαναν επιτυχείς προσφορές και 48 έκαναν ανεπιτυχείς προσφορές και β) 172 εταιρίες στόχοι εκ των οποίων 136 δέχτηκαν επιτυχείς προσφορές και 36 δέχτηκαν ανεπιτυχείς προσφορές.

Μεθοδολογία της έρευνας αποτέλεσε η μέτρηση μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιώντας το Μοντέλο της Αγοράς. Σε αυτό το άρθρο απομονώθηκε η αντίδραση της αγοράς κατά την ανακοίνωση εξαγοράς.

Τα στοιχεία τα οποία παρουσιάζονται εδώ υποδεικνύουν ότι κατά τον μήνα της ανακοίνωσης, οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων κερδίζουν μεγάλες και σημαντικά μη κανονικές αποδόσεις σε ποσοστό 20-58% για επιτυχείς προσφορές και 18-96% για ανεπιτυχείς προσφορές.

Οι μέτοχοι επιτυχημένων εξαγοραστριών εταιριών επίσης έχουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις τον μήνα της ανακοίνωσης. Ωστόσο, τα κέρδη αυτά είναι μικρά σε σύγκριση με εκείνα των μετόχων των εξαγοραζόμενων εταιριών. Αυτά τα αποτελέσματα της έρευνας είναι παρόμοια με εκείνα του Mandelker (1974), εφόσον τα περισσότερα κέρδη από τις εξαγορές αποκομίζονται από τους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών.

Το άρθρο περιέχει, επίσης, την πρώτη εμπειρική αξιολόγηση της αντίδρασης της αγοράς σε ανεπιτυχείς απόπειρες. Οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών

εταιριών οι οποίοι αρχικά κάνουν ανεπιτυχείς προσφορές, ούτε κερδίζουν, ούτε χάνουν, αλλά έχουν κανονικές αποδόσεις την περίοδο προσφοράς. Ανεπιτυχής εξαγοραζόμενες εταιρίες, ωστόσο, έχουν μεγάλες και σημαντικές θετικές μη κανονικές αποδόσεις τον μήνα κατά τον οποίο ανακοινώθηκε η προσφορά.

Επιπλέον, η αλλαγή της τιμής είναι μόνιμη εφόσον κερδίζουν κανονικές αποδόσεις για πέντε χρόνια μετά την προσφορά.

Τέλος, στο άρθρο αυτό εξετάζονται και τα “clean-up”, δηλαδή προσφορές όπου ο εξαγοραστής διαθέτει ήδη πάνω από το 50% των εκκρεμών μετοχών της εξαγοραζόμενης πριν την προσφορά. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται η αντίδραση της αγοράς σε προσφορές “clean-up”. Τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την υπόθεση ότι οι “clean-up” προσφορές αντιπροσωπεύουν έναν εξώδικο διακανονισμό στα δικαιώματα μειοψηφίας τα οποία κερδίζουν περίπου 17%.

Ως προς το κριτήριο της πληροφορίας παρουσιάζονται οι ακόλουθες έρευνες:

- Έρευνα για την επίδραση του παράγοντα της πληροφορίας στο πλούτο των μετόχων και την εμπορική δραστηριότητα της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας πραγματοποίησαν οι **Drapper and Paudyal** το **1999**. Οι ίδιοι συγγραφείς το **2008** εξέτασαν τον παράγοντα αυτό ως προς τα κέρδη των εξαγοραστών.
- Έρευνα για τις αποδόσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις έχοντας ως κριτήριο τον παράγοντα της ασυμμετρίας πληροφόρησης πραγματοποίησαν οι **Myers and Majluf** (**1984**).
- Έρευνα για τις μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, λόγω αποκάλυψης πληροφοριών, πραγματοποίησαν οι **Holland and Hodgkinson**.

Οι **Drapper and Paudyal (1999)** στο άρθρο τους “**Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity**” εξερευνούν από την άποψη του Ηνωμένου Βασιλείου τις επιδράσεις της πληροφορίας στον πλούτο των μετόχων και την εμπορική δραστηριότητα των εξαγοραζουσών και των εξαγοραζόμενων εταιριών.

Οι πληροφορίες που χρησιμοποιούνται προκύπτουν από την ανακοίνωση αλλά και από τις εναλλακτικές μεθόδους πληρωμής. Μία μεγάλη εστίαση της έρευνας ήταν στην πληροφορία που περιείχε την μέθοδο πληρωμής και την επιρροή της στην συμπεριφορά των αποδόσεων, στην εμπορική

δραστηριότητα και στα bid ask spreads τόσο των εταιριών-στόχων, όσο και των εξαγοραστών.

Η ανάλυση των δεδομένων του Λονδίνου προσέφερε επιπρόσθετη επίγνωση ως προς την εμπορική διαδικασία και την επίδραση στο κόστος συναλλαγών όταν νέες πληροφορίες γίνονται διαθέσιμες στην αγορά. Ως μέρος της μελέτης προσφέρθηκε απόδειξη της επίδρασης των ανακοινώσεων προσφοράς στις εμπορικές μεταβλητές όπως ο όγκος, η συχνότητα παραγγελιών και το spread για τις πραγματοποιούσες την προσφορά εταιρίες και για τις εταιρίες-στόχους.

Επίσης, η μελέτη παρείχε πρόσθετη απόδειξη ως προς την επιρροή των ανακοινώσεων προσφοράς στις τιμές των μετοχών και για τα δύο μέρη της συμφωνίας.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη και τα οποία αφορούσαν στα spreads, τον όγκο συναλλαγών και τις εμπορικές συναλλαγές προέρχονταν από το LSE. Το δείγμα που συλλέχθηκε αφορούσε την περίοδο 1988-1996. Όλες οι εταιρείες που συμμετείχαν σε εξαγορές την περίοδο αυτή αποτέλεσαν το δείγμα.

Τα απαιτούμενα δεδομένα συλλέχθηκαν από αρκετά τεύχη του Acquisitions Monthly, από δημοσιεύσεις του Extel για εξαγορές, προσφορές και νέες εκδόσεις και από την Datastream. Το τελικό δείγμα περιλάμβανε 581 εταιρίες-στόχους και 349 εξαγοράστριες εταιρίες.

Οι μεταβλητές που αναλύθηκαν ήταν οι ημερήσιες τιμές των μετοχών, ο όγκος συναλλαγών, ο αριθμός των συναλλαγών, το μέγεθος των παραγγελιών και τα bid ask spreads. Οι πρώτες διαφορές του φυσικού λογαρίθμου κάθε μεταβλητής χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση του ποσοστού αλλαγής μίας δοσμένης μεταβλητής.

Το bid ask spread αναλύθηκε σε δύο μορφές: α) spread ανά μετοχή και β) spread ως ποσοστό της μετοχής. Εξετάστηκαν, επίσης, η συνολική απόδοση όπως και η πλεονάζουσα απόδοση κατά την διάρκεια της περιόδου του γεγονότος.

Οι πλεονάζουσες αποδόσεις εκτιμήθηκαν χρησιμοποιώντας τρεις διαφορετικές μεθόδους:

- 1) Πλεονάζουσα απόδοση προσαρμοσμένη στον μέσο
- 2) Πλεονάζουσα απόδοση προσαρμοσμένη στην αγορά και
- 3) Πλεονάζουσα απόδοση προσαρμοσμένη στο μοντέλο της αγοράς

Για τις μελέτες περιπτώσεων, η παράμετρος της περιόδου εκτίμησης λαμβάνεται να ξεκινάει 500 εργάσιμες ημέρες (περίπου 2 χρόνια πριν) και να τελειώνει περίπου 21 ημέρες πριν την ανακοίνωση. Το event window

περιλαμβάνει τις 41 εργάσιμες ημέρες γύρω από την ανακοίνωση (-20 έως 20 ημέρες).

Στην παρούσα μελέτη πραγματοποιούνται αθροιστικοί και στατιστικοί έλεγχοι μη κανονικών αποδόσεων. Εν συνεχεία, συζητούνται οι διαθέσιμες αποδόσεις των μετόχων των συμμετεχόντων εταιριών ξεχωριστά, εξετάζονται οι αλλαγές στην αξία των εταιριών που συμμετείχαν σε εξαγορά και συγκρίνονται οι αποδόσεις κάτω από διαφορετικές μεθόδους πληρωμής με μέτρα σταθμισμένα ως προς την αξία καθώς, υπό φυσιολογικές συνθήκες οι εταιρίες-στόχοι είναι μικρότερες από τις εταιρίες που κάνουν την προσφορά και οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων έχουν σχετικά υψηλότερες αποδόσεις.

Για την ταυτοποίηση των σημαντικών αλλαγών στην εμπορική δραστηριότητα των εταιριών χρησιμοποιήθηκαν τρεις δείκτες εμπορικής δραστηριότητας:

- 1) ο όγκος των συναλλαγών μετρήθηκε από τον αριθμό των εμπορευόμενων μετοχών
- 2) ο αριθμός των εμπορικών συναλλαγών και
- 3) το μέσο μέγεθος των παραγγελιών, το οποίο μετρήθηκε από τον αριθμό των μετοχών ανά συναλλαγή.

Ακολούθως, οι συγγραφείς αναλύουν το spread της εταιρίας-στόχου και της εξαγοράζουσας εταιρίας και συζητούν τα αποτελέσματα με αναφορά στην εμπορική δραστηριότητα.

Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει η μελέτη με βάση τα εξαχθέντα αποτελέσματα είναι τα ακόλουθα:

α) Οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων ωφελούνται από τις ανακοινώσεις των εξαγορών. Εντός μιας περιόδου 10 ημερών από την ανακοίνωση (-5 μέρες έως +5 μέρες) οι διαθέσιμες αθροιστικές πλεονάζουσες αποδόσεις των μετόχων των εταιριών-στόχων είναι στο 11% (πλεόνασμα). Αντιθέτως, οι μέτοχοι των εξαγοράστριων-εταιριών έχουν απώλειες στο 1% την ίδια περίοδο. Η ανάλυση της αλλαγής στην συνδυαζόμενη αξία της εταιρίας-στόχου και της εξαγοράστριας εταιρίας μας οδηγεί στο ότι μια μικρή αξία προστίθεται μέσω της εξαγοράς.

β) Το όφελος από την ανακοίνωση της εξαγοράς στους μετόχους της εταιρίας στόχου ποικίλει από χρονιά σε χρονιά και έχει μειωθεί στο πρόσφατο παρελθόν. Ωστόσο, μία σημαντική αύξηση στην τιμή της εταιρίας-στόχου ξεκινά να προκύπτει τις ημέρες πριν την ανακοίνωση των προσφορών και οι αθροιστικές πλεονάζουσες αποδόσεις κατά την διάρκεια του «παραθύρου» του γεγονότος παραμένουν συγκρίσιμες με αυτές των προηγούμενων ετών.

γ) Η ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς καταλήγει σε μία σημαντική αύξηση στην εμπορική δραστηριότητα των μετοχών της εταιρίας-στόχου όπως και της εξαγοράστριας εταιρίας.

δ) Παρατηρείται σημαντική μείωση στα bid-ask spreads (διαφορά τιμής προσφοράς και ζήτησης) των εταιριών-στόχων αμέσως μετά την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς.

Οι **Draper and Paudyal (2008)** στο άρθρο τους “**Information Asymmetry and Bidders’ Gains**” εξετάζουν την υπόθεση διάδοσης πληροφοριών η οποία προβλέπει ότι τα κέρδη των εξαγοραστών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης περιλαμβάνουν κέρδη ανατίμησης.

Επιπλέον, η μελέτη παρέχει περισσότερα στοιχεία για τα χαρακτηριστικά των εξαγοραστών, την μέθοδο πληρωμής και άλλα γνωρίσματα των συμφωνιών εξαγοράς.

Η εν λόγω έρευνα βοηθάει να απαντήσουμε στο ερώτημα γιατί οι διευθυντές των εξαγοράστριων εταιριών εμπλέκονται σε εξαγορές παρά το γεγονός ότι γνωρίζουν πως στην καλύτερη περίπτωση θα βρεθούν σε νεκρό σημείο (δηλαδή ούτε θα κερδίσουν, ούτε θα χάσουν).

Το δείγμα που χρησιμοποίησαν περιελάμβανε τις προσφορές εξαγορών που ανακοινώθηκαν από βρετανικές εξαγοράστριες εταιρίες κατά την περίοδο 1985-2003. Οι πληροφορίες για τις ανακοινώσεις προσφορών συλλέχθηκαν από την Thomson Financial (SDC Platinum). Την περίοδο 01-01-1985 έως 31-12-2003 ανακοινώθηκαν 45.951 προσφορές από εγχώριους εξαγοραστές του Ηνωμένου Βασιλείου, εκ των οποίων 21.427 προσφορές έγιναν από βρετανικές εισηγμένες εταιρίες σε μία από τις χρηματιστηριακές αγορές του Ηνωμένου Βασιλείου (LSE, AIM, USM ή London Tech). Για την συμπερίληψή τους στο τελικό δείγμα της μελέτης τέθηκε ένα κριτήριο ελαχίστου μεγέθους.

Η μεθοδολογία της μελέτης περιελάμβανε i) εκτίμηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων με την χρήση ενός τροποποιημένου μοντέλου αγοράς και εν συνεχεία, ii) χρήση τεσσάρων εναλλακτικών μέσων ασυμμετρίας πληροφόρησης:

α) Κάλυψη του αναλυτή: για εταιρίες με σημαντική κάλυψη αναλυτή, η συλλογή των πληροφοριών, η ανάλυση και οι δραστηριότητες διάδοσης πληροφοριών από τους αναλυτές θα πρέπει να μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης και να ενδυναμώνουν το ότι η αγοραστική αξία των εταιριών παραμένει σε επίπεδα ισορροπίας.

β) Το μέγεθος της εταιρίας: η υπόθεση της απόκλισης της πληροφορίας, πρώτα διατυπωμένη από τον Freeman (1987), αναφέρει ότι η πληροφορία είναι πιο εύκολα διαθέσιμη στις μεγάλες εταιρίες παρά στις μικρές.

γ) Κάλυψη αναλυτή έναντι μεγέθους εταιρίας

δ) Εμπορικές δραστηριότητες: εταιρίες που χαρακτηρίζονται ως να έχουν υψηλές εμπορικές δραστηριότητες πρέπει να έχουν χαμηλότερη ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των εσωτερικών της εταιρίας και των εξωτερικών επενδυτών.

και iii) χρήση της αξίας του εξαγοραστή πριν την προσφορά εξαγοράς: η διάδοση της πληροφορίας μπορεί να αυξήσει την αξία μιας εταιρίας εάν οι διευθυντές των εταιριών που έχουν αντιληφθεί ότι θα υποτιμηθούν ανακοινώσουν προσφορές για να διαδώσουν τα καλά νέα τον χρόνο της ανακοίνωσης της προσφοράς. Εάν η υπόθεση της υποτίμησης ισχύει, τότε τα κέρδη της περιόδου ανακοίνωσης των υποτιμημένων εξαγοραστών θα πρέπει να είναι υψηλότερα από τα κέρδη των υπερτιμημένων εταιριών.

Συνοψίζοντας, αυτό το άρθρο εξετάζει την πρόταση ότι αλλαγές στην αγοραία αξία των εξαγοραστών γύρω από τις ανακοινώσεις των προσφορών εξαρτώνται από το επίπεδο της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών της εταιρίας και των επενδυτών. Τα συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν είναι τα ακόλουθα:

- 1) Η απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης των εξαγοραστών με μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών της εταιρίας και των εξωτερικών επενδυτών είναι σημαντικά υψηλότερη από ότι η απόδοση των εξαγοραστών με χαμηλή ασυμμετρία πληροφόρησης. Επιπλέον, τα κέρδη είναι μεγαλύτερα για τις υποτιμημένες εξαγοράστριες εταιρίες. Τα ευρήματα αυτά στηρίζουν την άποψη ότι οι διευθυντές των εταιριών που είναι υποτιμημένες και έχουν υψηλή ασυμμετρία πληροφόρησης ίσως παρακινούνται να ανακοινώσουν προσφορές εξαγορών για να τραβήξουν την προσοχή των συμμετεχόντων στην αγορά.
- 2) Τα κέρδη των εξαγοραστών μειώνονται μονοτονικά με τον αριθμό των προσφορών που ανακοινώνονται εντός μιας λογικής περιόδου. Αυτό το πλαίσιο ισχύει για όλα τα είδη συμφωνιών και καθιερώνει ότι περιστασιακοί εξαγοραστές κερδίζουν περισσότερο από πιο συχνούς εξαγοραστές. Αυτό επιβεβαιώνει ότι τα κέρδη από προσφορές προκύπτουν και από επιδράσεις της υποτίμησης αλλά και της συνέργειας.
- 3) Τα κέρδη των εξαγοραστών κατά την περίοδο ανακοίνωσης βασίζονται στις συνθήκες της αγοράς. Οι εξαγοραστές κερδίζουν σημαντικά λιγότερα κατά την διάρκεια περιόδων υψηλής δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών.

- 4) Κατά μέσο όρο οι εξαγοράστριες εταιρίες είναι 18 φορές μεγαλύτερες από τις εξαγοραζόμενες γεγονός που θέτει την ανάγκη προσαρμογής η οποία θα λαμβάνει υπόψη το σχετικό μέγεθος των συμφωνιών. Τα κέρδη της περιόδου ανακοίνωσης μειώνονται με το σχετικό μέγεθος των συμφωνιών.

Οι **Myers and Majluf (1984)** στο άρθρο τους **“Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”** θεωρούν μία εταιρία η οποία εκδίδει κοινές μετοχές για να αυξήσει τα μετρητά της ώστε να αναλάβει μία αξιόλογη επενδυτική ευκαιρία. Η διοίκηση θεωρείται ότι γνωρίζει περισσότερα για την αξία της εταιρίας από ότι πιθανοί επενδυτές. Επίσης, οι επενδυτές ερμηνεύουν τις δράσεις της εταιρίας ορθολογικά.

Κάτω από αυτές τις υποθέσεις αναπτύσσεται ένα μοντέλο ισορροπίας του θέματος της επενδυτικής απόφασης. Το μοντέλο δείχνει ότι εταιρίες ίσως αρνούνται να εκδώσουν μετοχές με συνέπεια να απορρίπτουν αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες.

Το μοντέλο αναφέρει διάφορες πλευρές της εταιρικής χρηματοδοτικής συμπεριφοράς, περιλαμβάνοντας την τάση των εταιριών να απευθύνονται σε εσωτερικές πηγές κεφαλαίων και να προτιμούν το χρέος και όχι τα ίδια κεφάλαια εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση.

Σύμφωνα με το μοντέλο, είναι γενικά καλύτερη η έκδοση ασφαλών αξιογράφων έναντι επικίνδυνων. Επίσης, οι εταιρίες των οποίων οι επενδυτικές ευκαιρίες ξεπερνούν τις λειτουργικές χρηματοροές, και οι οποίες έχουν χρησιμοποιήσει την δυνατότητα να εκδώσουν χαμηλού ρίσκου χρέος, παραιτούνται από καλές επενδύσεις, από το να εκδώσουν επικίνδυνα αξιόγραφα για να χρηματοδοτηθούν.

Οι εταιρίες μπορούν ακόμα να δημιουργήσουν χρηματοοικονομική χαλάρωση περιορίζοντας τα μερίσματα όταν οι επενδυτικές απαιτήσεις είναι μέτριες. Τα μετρητά τα οποία αποταμιεύονται διακρατούνται ως εμπορεύσιμα αξιόγραφα ή ως απόθεμα δανειοδοτικής δύναμης.

Ένας άλλος τρόπος για την δημιουργία χαλάρωσης είναι με την έκδοση μετοχών σε περιόδους που το πλεονέκτημα της πληροφόρησης των διευθυντών είναι σχετικά μικρό. Με βάση το μοντέλο, η εταιρία δεν θα πρέπει να πληρώσει μερίσμα αν πρέπει να αποσβέσει τα μετρητά πουλώντας μετοχές ή άλλα επικίνδυνα αξιόγραφα. Φυσικά τα μερίσματα θα μπορούσαν να βοηθήσουν στο να μεταφερθεί η πολύτιμη πληροφόρηση των διευθυντών στην αγορά.

Το μοντέλο προτείνει μία πολιτική κάτω από την οποία οι αλλαγές στα μερίσματα είναι υψηλά συσχετιζόμενες με την εκτίμηση των διευθυντών για την αξία των περιουσιακών στοιχείων σε ισχύ. Όταν οι διευθυντές έχουν εξαιρετική πληροφόρηση και οι μετοχές εκδίδονται για την χρηματοδότηση της επένδυσης, η τιμή της μετοχής θα πέσει.

Τέλος, το μοντέλο υποστηρίζει ότι η συγχώνευση μιας εταιρίας υψηλής χαλάρωσης με μία εταιρία χαμηλής χαλάρωσης θα οδηγήσει στην αύξηση της αξίας της συνδυαζόμενης εταιρίας.

Οι **Holland and Hodgkinson** στο άρθρο τους “**The pre-announcement share price behavior of UK takeover targets**” εξετάζουν τις πιθανές πηγές μη κανονικών αποδόσεων (ARs) που προκύπτουν για τους μετόχους των εταιριών στόχων πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην μελέτη περιλάμβανε εξαγορές εταιριών για την περίοδο 1^η Ιουλίου 1988 έως 31 Δεκεμβρίου 1989 και τις αντίστοιχες ημερομηνίες ανακοινώσεων τους οι οποίες λήφθηκαν από το Acquisition Monthly. Τα ημερήσια δεδομένα για τις τιμές των μετοχών, οι δείκτες της αγοράς και οι μετοχές οι οποίες απαιτούνταν για το μοντέλο κατάταξης των εξαγορών λήφθηκαν από την Datastream.

Η μεθοδολογία της έρευνας ήταν αυτή της μελέτης περιπτώσεως, όπου χρησιμοποιήθηκαν ημερήσια δεδομένα τιμών μετοχών για να εξεταστεί η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών-στόχων πριν την ανακοίνωση της προσφοράς, καθώς και η δημοσίευση των πρώτων ειδήσεων σχετικά με την προσφορά.

Η προσέγγιση η οποία υιοθετήθηκε σύγκρινε τα επίπεδα των μη κανονικών αποδόσεων μεταξύ «ταυτοποιημένων» και «μη ταυτοποιημένων» εταιριών στόχων και ως εκ τούτου έλεγχε για σχετικές με την προσφορά πληροφορίες διαθέσιμες δημόσια πριν την προσφορά. Σε αυτή την μελέτη μια εταιρία στόχος κατατάσσεται ως ταυτοποιημένη με μία από τις ακόλουθες δύο μεθόδους: α) μέθοδος του μοντέλου και β) μέθοδος των ειδήσεων.

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο μοντέλου μια εταιρία-στόχος κατηγοριοποιείται ως ταυτοποιημένη χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο κατάταξης της εξαγοράς.

Με την μέθοδο των ειδήσεων μια εταιρία-στόχος είναι ταυτοποιημένη, αν είχε δημοσιευθεί ένα αντικείμενο νέων σχετικά με την προσφορά, πριν την ανακοίνωση της προσφοράς.

Μία μη ταυτοποιημένη εταιρία-στόχος είναι μία εταιρία που δεν έχει καταταχθεί με καμία από τις παραπάνω δύο μεθόδους.

Τα συμπεράσματα του άρθρου είναι ότι προηγούμενες αποκαλύψεις σχετικών με την προσφορά πληροφοριών εξηγούν την εικόνα των μη κανονικών αποδόσεων την περίοδο αμέσως πριν την ανακοίνωση της προσφοράς. Για ταυτοποιημένες εταιρίες δεν υπάρχουν πειστικές αποδείξεις ότι αυτές οι αποδόσεις πηγάζουν από εσωτερικό εμπόριο. Οι μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο ελέγχου πριν την ανακοίνωση της προσφοράς θα μπορούσαν να πηγάζουν είτε από στοιχήματα ή από πρόσθετη σχετική με την προσφορά πληροφορία η οποία φτάνει στη αγορά μετά τις πρώτες ειδήσεις. Την περίοδο ελέγχου αμέσως πριν την προσφορά, μη ταυτοποιημένες εταιρίες-στόχοι έχουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις την ακριβώς προηγούμενη μέρα από την μέρα της προσφοράς.

Έρευνα για την επίδραση εξαγορών στον πλούτο των μετόχων πραγματοποίησαν οι **Franks and Harris (1989)**.

Οι **Franks and Harris (1989)** στο άρθρο τους «**Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers, The U.K. Experience 1955-1985**» εξετάζουν τις επιδράσεις για πάνω από 1.800 βρετανικές εξαγορές στον πλούτο των μετόχων την περίοδο 1955-1985. Επίσης, αναπαράγουν ελέγχους οι οποίοι είχαν γίνει για αμερικανικά δεδομένα. Έτσι, μέσω του άρθρου τους παρέχουν την δυνατότητα να συγκριθεί η επίδοση των τιμών των μετοχών μετά την συγχώνευση για τους πραγματοποιούντες την προσφορά συγχώνευσης στο Ηνωμένο Βασίλειο με την αντίστοιχη στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Το αρχικό δείγμα περιείχε 1.898 εταιρίες-στόχους και 1.058 εξαγοραστές στις βρετανικές εξαγορές. Αυτό αντιπροσώπευε ένα μεγάλο αριθμό εξαγορών όπως καταγράφηκαν στο London Share Database (LSPD) την περίοδο Ιανουάριος 1955 έως Ιούνιος 1985. Οι μηνιαίες αποδόσεις λήφθηκαν κι αυτές από το LSPD. Αυτές οι αποδόσεις υπολογίστηκαν με δύο τρόπους: α) με βάση τις τιμές που εισήγαγαν χρηματιστές και β) με βάση τις τιμές διαπραγμάτευσης.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε ήταν αυτή της μελέτης περιπτώσεων ώστε να αξιολογηθούν οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων στις τιμές των μετοχών. Υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις και πραγματοποιήθηκαν οι κατάλληλοι ελέγχοι.

Η μελέτη κατέληξε στο ότι οι συγχωνεύσεις δημιουργούν κατά μέσο όρο αξία για τους μετόχους, όπως μετράται από τις αγοραίες τιμές των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Οι μέτοχοι των

εταιριών-στόχων κερδίζουν και οι μέτοχοι των εξαγοραστριών εταιριών κερδίζουν ή δεν χάνουν. Τα κέρδη των εταιριών-στόχων και τα οφέλη των συγχωνεύσεων εμφανίζονται να είναι υψηλότερα στις αναθεωρημένες ή στις ανταγωνιστικές προσφορές. Τα στοιχεία αυτά είναι παρόμοια με αυτά που βρέθηκαν προγενέστερα σε μελέτες στις Η.Π.Α..

Επίσης, σύμφωνα με την μελέτη τα κέρδη της εταιρίας-στόχου είναι υψηλότερα όταν η εταιρία που πραγματοποίησε την προσφορά προσέλκυε πριν την συγχώνευση ενδιαφέρον για τις μετοχές της. Δεν κατέληξε όμως η μελέτη σε δυνατή απόδειξη ότι οι αναθεωρημένες ή οι ανταγωνιστικές προσφορές ή το πριν την συγχώνευση ενδιαφέρον για τις μετοχές επηρεάζουν τα κέρδη της εταιρίας που κάνει την προσφορά γύρω από την ημερομηνία της συγχώνευσης. Η μετά την συγχώνευση επίδοση των εταιριών που έκαναν την προσφορά βασιζόταν στους δείκτες των αποδόσεων έναντι των οποίων αξιολογήθηκαν.

Από την σύγκριση των Βρετανικών αποτελεσμάτων με τα αμερικανικά προέκυψαν δύο αποτελέσματα.

Πρώτον, τα κέρδη της εταιρίας-στόχου και για το Ηνωμένο Βασίλειο και για τις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν μετά το 1968.

Δεύτερον, τα κέρδη για τις εταιρίες-στόχους των Ηνωμένων Πολιτειών είναι σχεδόν ίδια με αυτά στις Η.Π.Α. προτείνοντας ότι οι επιδράσεις στον πλούτο λόγω εξαγοράς/συγχώνευσης είναι αρκετά συγκρίσιμες μεταξύ των δύο χωρών.

Έρευνα ως προς τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων πραγματοποίησαν οι **Martynova and Renneboog (2008)**.

Οι **Martynova and Renneboog (2008)** μέσα από το άρθρο τους “**A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?**” πραγματοποιούν μελέτη προς απάντηση των ακόλουθων ερωτημάτων:

Γιατί παρατηρούμε επαναλαμβανόμενες εξάρσεις και πτώσεις στην δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων; Γιατί οι διευθυντές ακολουθούν τη μάζα και στις αποφάσεις εξαγορών; Η δραστηριότητα εξαγορών ενδυναμώνεται από εξελίξεις στην αγορά κεφαλαίου; Μια μεταφορά του ελέγχου (διεύθυνσης της εταιρίας) δημιουργεί κέρδη για τους μετόχους και τέτοια κέρδη διαφέρουν μεταξύ κυμάτων εξαγορών. Τι προκάλεσε την δημιουργία ομίλων/επιχειρήσεων με ετερογενείς δραστηριότητες την δεκαετία του '60 και την ομοιογένεια των δραστηριοτήτων τις δεκαετίες του '80 και '90;

Γιατί παρατηρούμε χρονική και ανά χώρα ομαδοποίηση της δραστηριότητας της εχθρικής εξαγοράς;

Στο άρθρο δίνεται ο ορισμός των κυμάτων εξαγορών που είναι ο ακόλουθος: «Ο όρος “**κύμα εξαγοράς**” ανακλά το υπόδειγμα-κύμα του αριθμού και της συνολικής αξίας των συμφωνιών εξαγοράς στο πέρασμα του χρόνου». Στην συνέχεια του άρθρου παρουσιάζονται τα μεγάλα ιστορικά κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων και τι οδήγησε στην εμφάνιση και μετέπειτα εξαφάνισή τους.

Σύμφωνα με την μελέτη λοιπόν, η αρχή κάθε κύματος εξαγορών συμπίπτει με έναν αριθμό οικονομικών, πολιτικών και κανονιστικών αλλαγών.

Το πρώτο και αποκαλούμενο «Μεγάλο Κύμα Συγχωνεύσεων» ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1890, όταν και ήταν περίοδος ραγδαίων αλλαγών στην τεχνολογία, την οικονομική επέκταση και την καινοτομία στις βιομηχανικές διαδικασίες, η εισαγωγή μία νέας κρατικής νομοθεσίας σχετικά με τις συσσωματώσεις εταιριών και η ανάπτυξη του εμπορίου στις βιομηχανικές μετοχές στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Το κύμα αυτό έληξε στο τέλος περίπου του 1903-1905, όταν η αγορά μετοχών συνεντρίβη.

Το δεύτερο κύμα εξαγορών προέκυψε στα τέλη της δεκαετίας του 1910 και συνεχίστηκε κατά την δεκαετία του 1920. Σύμφωνα με τον Stigler το δεύτερο κύμα ήταν μία στροφή προς τα ολιγοπώλια επειδή στο τέλος του κύματος οι βιομηχανίες δεν διοικούνταν από μία τεράστια εταιρία αλλά από δύο ή περισσότερες εταιρίες. Η συντριβή της χρηματιστηριακής αγοράς και η επακόλουθη οικονομική ύφεση το 1929 οδήγησαν στην κατάρρευση του δεύτερου κύματος εξαγορών. Το τρίτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων ξεκίνησε την δεκαετία του 1950 και διήρκησε για περίπου δύο δεκαετίες. Η έναρξη του κύματος συνέπεσε με το «σφίξιμο» του καθεστώτος της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας το 1950. Το κύριο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος ήταν ο πολύ υψηλός αριθμός διαφοροποιούμενων εξαγορών που οδήγησαν στην ανάπτυξη μεγάλων ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων.

Το τρίτο κύμα κορυφώθηκε το 1968 και κατέρρευσε το 1973, όταν η πετρελαϊκή κρίση οδήγησε την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

Το τέταρτο κύμα ξεκίνησε το 1981, όταν η χρηματιστηριακή αγορά ανέκαμψε μετά την οικονομική ύφεση. Η αρχή του τέταρτου κύματος συνέπεσε με αλλαγές στην αντιμονοπωλιακή πολιτική, την απορρύθμιση του τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, την δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων και αγορών καθώς και με την τεχνολογική πρόοδο στην βιομηχανία των ηλεκτρονικών. Όπως και όλα τα προηγούμενα το τέταρτο κύμα έφθινε μετά την χρηματιστηριακή συντριβή του 1987.

Το πέμπτο κύμα ξεκίνησε το 1993. Το κύμα αυτό αυξήθηκε μαζί με την αυξανόμενη οικονομική παγκοσμιοποίηση, την τεχνολογική καινοτομία, την απορρύθμιση και την ιδιωτικοποίηση, όπως και με την οικονομική και χρηματιστηριακή άνθιση της αγοράς. Το πέμπτο κύμα σταμάτησε ως αποτέλεσμα της κατάρρευσης της χρηματιστηριακής αγοράς το 2000.

Από τα μέσα του 2003, η δραστηριότητα εξαγορών άρχισε να αυξάνεται στις Ηνωμένες Πολιτείες, στην Ευρώπη και την Ασία, συνεχίζοντας την διεθνή βιομηχανική ενοποίηση της δεκαετίας του '90.

Στην εν λόγω μελέτη παρουσιάζεται εμπειρική απόδειξη ως προς την κερδοφορία των εξαγορών. Συγκεκριμένα αναφέρεται ότι παρόλο που τα εμπειρικά στοιχεία για την κερδοφορία των εξαγορών είναι εκτεταμένα, τα συμπεράσματα δεν συγκλίνουν εξ ολοκλήρου ως προς το εάν οι εξαγορές δημιουργούν ή καταστρέφουν την εταιρική αξία. Η ανάλυση των κερδών των μετόχων κατά την ανακοίνωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων αποκαλύπτει ότι αναμένεται μια θετική επίδραση από την χρηματιστηριακή αγορά.

Κατά την ανακοίνωσή τους οι εξαγορές ενεργοποιούν σημαντικές αυξήσεις στην αξία αλλά τα περισσότερα από αυτά τα κέρδη λαμβάνονται από τους μετόχους των εταιριών-στόχων κάτι το οποίο δεν μας εκπλήσσει εφόσον έχουν την μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη. Μία σημαντική μείωση στις τιμές των μετοχών των εξαγοράστριων εταιριών παρατηρείται για τα πρώτα πέντε χρόνια που ακολουθούν το γεγονός (την εξαγορά). Αυτό προτείνει ότι τα αναμενόμενα κέρδη από τις εξαγορές κατά μέσο όρο δεν υπάρχουν ή υπερεκτιμούνται.

Ως προς το ερώτημα που καλείται να απαντήσει η συγκεκριμένη μελέτη σχετικά με την ιστορική διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων βασιζόμενη στην προγενέστερη βιβλιογραφία μας αναφέρει τα ακόλουθα. Πολλοί συγγραφείς είχαν δώσει εξηγήσεις στο παρελθόν για το κύμα των επιτυχών εξαγορών εταιριών με διαφοροποιούμενο αντικείμενο δραστηριοτήτων κατά την δεκαετία του '60.

Πρώτον, οι στρατηγικές διαφοροποίησης ίσως βοηθούν στο να αποφευχθούν ατέλειες των εξωτερικών αγορών κεφαλαίου. Οι κεφαλαιακές αγορές την δεκαετία του '60 δεν ήταν αξιόπιστες για τη αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Την περίοδο εκείνη υπήρξε λιγότερη πρόσβαση από το κοινό στους υπολογιστές, στις βάσεις δεδομένων, στις αναφορές αναλυτών και σε άλλες πηγές ειδικευμένων εταιρικών πληροφοριών. Την εποχή εκείνη υπήρχαν πολλοί λίγοι θεσμικοί διαχειριστές χρήματος και η αγορά δε διέθετε ρευστότητα για επικίνδυνο χρέος. Μία πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση ήτα συχνά αυστηρά περιορισμένη, έτσι οι εταιρίες προσπαθούσαν να αντιμετωπίσουν ανάγκες για χρηματοδότηση με την

ανάπτυξη εσωτερικών αγορών κεφαλαίου. Η καλύτερη διαχείριση, τα πλεονεκτήματα της πληροφόρησης, τα μειωμένα κόστη κεφαλαίου και η βελτιωμένη κατανομή πόρων θεωρούνταν ότι ήταν οφέλη αυτού του είδους των εσωτερικών αγορών κεφαλαίου.

Επιπλέον, καθώς η δομή των ομίλων ετερογενών (διαφοροποιημένων) δραστηριοτήτων επέτρεπε την μείωση της μεταβλητότητας των κερδών και τον κίνδυνο χρεοκοπίας, μπορούσε να διατηρηθεί ένα υψηλότερο επίπεδο δανεισμού. Ο λόγος για τον οποίο την δεκαετία του '80 έφθιναν οι διαφοροποιημένες εξαγορές ήταν η βελτιωμένη αποτελεσματικότητα των εξωτερικών αγορών κεφαλαίου.

Τέλος, στο άρθρο γίνεται λόγος και για τις επιθετικές εξαγορές. Ο Jensen (1988) είχε ορίσει ως επιθετική εξαγορά την αγορά για εταιρικό έλεγχο όπου ομάδες διοίκησης ανταγωνίζονται η μία με την άλλη για να αποκτήσουν το δικαίωμα να διοικούν περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στους μετόχους. Η ομάδα διοίκησης που προσφέρει μεγαλύτερη αξία στους μετόχους αναλαμβάνει το δικαίωμα να διοικεί τα περιουσιακά στοιχεία μέχρι να αντικατασταθεί από κάποια άλλη ομάδα διοίκησης η οποία θα ανακαλύψει μία μεγαλύτερη αξία για τα περιουσιακά στοιχεία.

Επιθετικές εξαγορές αναμένονται όταν η εταιρία στόχος έχει χαμηλές επιδόσεις και οι εσωτερικοί εταιρικοί κυβερνητικοί μηχανισμοί της αποτυγχάνουν να πειθαρχήσουν τους διευθυντές. Έτσι λοιπόν, οι επιθετικές εξαγορές θεωρούνται ως ένας εναλλακτικός εταιρικός κυβερνητικός μηχανισμός που διορθώνει την συμφεροντολογική διαχειριστική συμπεριφορά. Πολιτικές, κανονιστικές και επιχειρηματικές αλλαγές έχουν οδηγήσει κατά καιρούς και από χώρα σε χώρα σε αυξήσεις ή μειώσεις των επιθετικών εξαγορών.

Έρευνα ως προς τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις κατά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών πραγματοποίησαν οι **Beitel, Schiereck and Wahrenburg (2004)**.

Οι **Beitel, Schiereck and Wahrenburg (2004)** στο άρθρο τους “**Explaining M&A Success in European Banks**” μελετούν 98 μεγάλες εξαγορές και συγχωνεύσεις Ευρωπαϊκών εξαγοραζουσών τραπεζών από το 1985 μέχρι το 2000 ώστε να εξερευνήσουν τους παράγοντες των υπερβαλλουσών αποδόσεων στους μετόχους των τραπεζών-στόχων, στους εξαγοραστές και στην συνδυαζόμενη οντότητα εξαγοραστή και τράπεζας-στόχου.

Δεδομένα της μελέτης εντοπίστηκαν στις ακόλουθες πηγές: Thomson Financial SDC (Securities Data Company – Mergers and Acquisitions Database), Bloomberg, and Computasoft M&A data. Για την επαλήθευση των

δεδομένων και ιδιαίτερας των διαφορών μεταξύ των πηγών, πραγματοποιήθηκε πρόσθετη έρευνα τύπου στους Financial Times. Για την ανάκτηση αποδόσεων μεμονωμένων μετοχών, δεικτών αγοράς και καλυμμάτων αγοράς χρησιμοποιήθηκε η Datastream. Για σχετικά με την εταιρία δεδομένα χρησιμοποιήθηκε η Fitch IBCA Bankscore.

Η μεθοδολογία διεκπεραίωσης της έρευνας ήταν αυτή της μελέτης περιπτώσεων με χρήση του μοντέλου της αγοράς εκφρασμένο με την εξίσωση ελαχίστων τετραγώνων. Η μεθοδολογία αυτή εφαρμόστηκε στους υπολογισμούς των μη κανονικών αποδόσεων.

Για την ανάλυση της συνδυασμένης οντότητας εξαγοραστή και εταιρίας-στόχου χρησιμοποιήθηκαν οι σταθμισμένες ως προς την αγοραία αξία αποδόσεις. Πραγματοποιήθηκε ανάλυση των παραγόντων επιτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών Ευρωπαϊκών τραπεζών. Για τον σκοπό αυτό ελέγχθηκαν αρκετές μεταβλητές οι οποίες ίσως εξηγούν την δημιουργία αξίας.

Ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιήθηκε ο έλεγχος αυτός ήταν η διχοτόμηση και η πολυπαραγοντική διατμηματική ανάλυση παλινδρόμησης. Κάθε μεταβλητή ελέγχθηκε με την χρήση συγκριτικών στατικών. Οι παράγοντες/μεταβλητές που ελέγχθηκαν ήταν οι ακόλουθοι:

- ✓ Εστίαση της συναλλαγής
- ✓ Γεωγραφική θέση
- ✓ Σχετικό μέγεθος εταιρίας-στόχου (τράπεζα) ως προς πλειοδότη
- ✓ Ανάπτυξη περιουσιακών στοιχείων εταιρίας-στόχου
- ✓ Πιθανότητα διαφοροποίησης / μείωσης κινδύνου
- ✓ Κέρδος και αποτελεσματικότητα κόστους
- ✓ Μέτρα επίδοσης της εταιρίας-στόχου
- ✓ Εμπειρία των πλειοδοτουσών τραπεζών
- ✓ Μέθοδος πληρωμής

Σύμφωνα με την μελέτη οι επιτυχείς εξαγοραστές κρίνονται με βάση την τράπεζα-στόχο που επέλεξαν (την εταιρία που εξαγοράζουν). Οι επιτυχείς εξαγοραστές επιλέγουν μικρές και γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρίες με κακά μέτρα σχετικής επίδοσης. Η ανάλυση παλινδρόμησης που πραγματοποιήθηκε επιβεβαίωσε τα αποτελέσματα των συγκριτικών στατικών.

Βρέθηκε ότι μία μεγάλη διαφορά στην αποτελεσματικότητα κόστους μεταξύ της τράπεζας-στόχου και του εξαγοραστή όπως και χαμηλές επιδόσεις των μετοχών της εταιρίας στόχου πριν την συναλλαγή είναι σημαντικοί παράγοντες των συναλλαγών δημιουργίας αξίας για τους μετόχους της τράπεζας-στόχου.

Διαπιστώθηκε ότι τα αποτελέσματα των εξαγοράστριων τραπεζών είναι κάπως καλύτερα από τα αποτελέσματα των τραπεζών-στόχων. Οι εξαγοράζουσες τράπεζες τείνουν να είναι πιο επιτυχείς όταν εξαγοράζουν ποιοτικά καλύτερα διοικούμενες τράπεζες-στόχους, που την ίδια στιγμή παρέχουν αποτελεσματική συνέργεια και πιθανότητα αποδοτικού κέρδους.

Εν κατακλείδι, η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε ανακοινώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών πλειοδοτουσών τραπεζών, μπορεί τουλάχιστον να προβλεφθεί μερικώς, κάτι το οποίο είναι πολύ χρήσιμο για τους διευθυντές τραπεζών, οι οποίοι θα πραγματοποιήσουν εξαγορές και συγχωνεύσεις για περισσότερη ανάπτυξη, όπως και για τους μετόχους, οι οποίοι θα χρειαστεί να κρίνουν και να αποδεχτούν εξαγορές και συγχωνεύσεις οι οποίες θα συντελέσουν στην αύξηση της αξίας τους.

Έρευνα ως προς τις μη κανονικές αποδόσεις και την επίδραση των πόρων των ενεχόμενων εταιριών πραγματοποίησαν οι **Capron and Pistre (2002)**.

Οι **Capron and Pistre (2002)** στο άρθρο τους “When do acquirers earn abnormal returns” εξερευνούν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες οι εξαγοραστές κερδίζουν μη κανονικές αποδόσεις. Εξετάζουν την σχέση μεταξύ των αποδόσεων του εξαγοραστή και της σχετικής συμβολής των πόρων του εξαγοραστή και της εξαγοραζόμενης εταιρίας.

Με άλλα λόγια προσπαθούν να απαντήσουν στο ακόλουθο ερώτημα: Από πού προέρχεται η αξία που λαμβάνει ο εξαγοραστής; Από τους πόρους της εξαγοραζόμενης εταιρίας, τους πόρους του εξαγοραστή ή και από τους δύο;

Στο άρθρο προσδιορίζονται τρία σενάρια συμβολής των πόρων και αξιολογείται η επιρροή τους στις αποδόσεις του εξαγοραστή.

Το 1^ο σενάριο είναι ότι τα συνεργατικά οφέλη προκύπτουν από τους πόρους της εταιρίας-στόχου. Από το σενάριο αυτό εξάγεται η υπόθεση ότι η μεταφορά των πόρων της εταιρίας-στόχου στον εξαγοραστή δεν οδηγεί από μόνη της σε θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τον εξαγοραστή.

Το 2^ο σενάριο είναι ότι συνεργατικά οφέλη προκύπτουν από τους πόρους του εξαγοραστή. Από το σενάριο αυτό εξάγεται η υπόθεση ότι η μεταφορά των πόρων του αγοραστή οδηγεί από μόνη της σε θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τον εξαγοραστή.

Το 3^ο σενάριο είναι ότι τα συνεργατικά οφέλη προκύπτουν τόσο από τους πόρους του εξαγοραστή όσο και από τους πόρους της εταιρίας-στόχου. Από το σενάριο αυτό εξάγεται η υπόθεση ότι η παράλληλη μεταφορά πόρων από

τον εξαγοραστή στον εξαγοραζόμενο και από τον εξαγοραζόμενο στον εξαγοραστή οδηγεί σε θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τον εξαγοραστή.

Η μεθοδολογία της έρευνας συνδύαζε μία εμπειρική ανάλυση δεδομένων της χρηματιστηριακής αγοράς χρησιμοποιώντας την μεθοδολογία μελέτης περιπτώσεων με μία έρευνα για τις μεταφορές πόρων μετά τις εξαγορές.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν περιλάμβαναν οριζόντιες εξαγορές, οι οποίες αντιπροσώπευαν μία ευρεία ποικιλία βιομηχανιών, χωρών και εταιριών.

Η έρευνα καταλήγει στα ακόλουθα συμπεράσματα. Η δημιουργία αξίας δεν επιβεβαιώνει την λήψη της αξίας αυτής από τον εξαγοραστή. Οι εξαγοραστές δεν κερδίζουν μη κανονικές αποδόσεις όταν λαμβάνουν πόρους μόνο από την εταιρία-στόχο. Σε αυτή την περίπτωση είναι πιθανό ότι πολλαπλοί εξαγοραστές, οι οποίοι θα μπορούσαν ισοδύναμα να έχουν λάβει αυτούς τους πόρους, ανταγωνίζονται για να πάρουν όλες τις μη κανονικές αποδόσεις από τον επιτυχή εξαγοραστή.

Εν αντιθέσει, οι εξαγοραστές μπορούν να αναμένουν να κερδίσουν μη κανονικές αποδόσεις όταν μεταφέρουν τους δικούς τους πόρους στην εξαγοραζόμενη εταιρία. Σε αυτή την περίπτωση είναι πιθανό ο εξαγοραστής να ελέγχει μοναδικούς πόρους, γεγονός που αποτρέπει ανταγωνιστικές προσφορές.

Τα αποτελέσματα αυτά προτείνουν ότι η αξία την οποία λαμβάνει ο εξαγοραστής βασίζεται στην αντίστοιχη διανομή των πόρων μεταξύ των ανταγωνιστών εξαγοραστών. Για να κερδίσει ο εξαγοραστής μη κανονικές αποδόσεις, μετράει περισσότερο η διαφορά μεταξύ του πρώτου και του δεύτερου ικανού εξαγοραστή από ότι η δημιουργία απόλυτης αξίας για τον καθένα. Καθώς οι ικανότητες των εξαγοράστριων εταιριών γίνονται παρόμοιες, η αξία που λαμβάνει ο εξαγοραστής χάνεται και λαμβάνει περισσότερο μέρος της αξίας η εξαγοραζόμενη εταιρία.

Ανάλυση στην προηγούμενη βιβλιογραφία για τις μετά την εξαγορά και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις πραγματοποιήσαν οι **Agrawal και Jaffe (1999)**.

Οι **Agrawal και Jaffe (1999)** στο άρθρο τους “**The Post Merger Performance Puzzle**” αναζητούν την απάντηση σε δύο ερωτήματα:

- 1) Η μέχρι στιγμής (1999) πραγματοποιηθείσα έρευνα προτείνει ότι η μετά την εξαγορά/συγχώνευση επίδοση είναι πράγματι αρνητική;

- 2) Ποιες είναι οι πιθανές εξηγήσεις για τα ευρήματα της βιβλιογραφίας στην μακροπρόθεσμη επίδοση;

Πιο συγκεκριμένα η μελέτη εξετάζει τις μακροπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις που ακολουθούν τις συγχωνεύσεις.

Οι συγγραφείς συμπεραίνουν ότι όλα τα άρθρα δείχνουν σε κάποιο βαθμό μη κανονικές αποδόσεις λόγω μειωμένης επίδοσης μετά από συγχωνεύσεις. Οι περιπτώσεις όπου δεν υποστηρίζεται η χαμηλότερη επίδοση είναι όταν έχει υπάρξει κάποια προσαρμογή στις ειδήσεις της συγχώνευσης.

Έρευνα ως προς τις εξαγορές και συγχωνεύσεις κατά την χρηματοοικονομική κρίση πραγματοποίησαν οι **Grave, Vardiabasis and Yavas (2012)**.

Οι **Grave, Vardiabasis and Yavas (2012)** στο άρθρο τους “**The Global Financial Crisis and M&A**” εξετάζουν την αυξημένη πολυπλοκότητα και τις προκλήσεις που αντιμετωπίζει κανείς στην προσπάθεια επίτευξης μίας διεθνούς εξαγοράς, σε ένα περιβάλλον αστάθειας, τροφοδοτούμενης από τις συνεχείς οικονομικές διαταραχές, ως επακόλουθο της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Οι διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις φαίνεται να είναι πιο ελκυστικές λόγω της δυνατότητας που δίνεται στους εξαγοραστές να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο, να μεγιστοποιήσουν τον έλεγχο, την απόδοση και την παραγωγικότητα.

Μέσω της έρευνάς τους ανακαλύπτουν πως η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οδήγησε στην δημιουργία νέων εταιριών-στόχων και στην αλλαγή των σχετικών διαδικασιών και δραστηριοτήτων σε μια εξαγορά ή συγχώνευση.

Για την συλλογή των δεδομένων τους δημιούργησαν μία φόρμουλα αποτελούμενη από 40 διερευνητικές ερωτήσεις, η οποία δόθηκε ηλεκτρονικά σε 62 συμμετέχοντες με 55% αποδοχή.

Γίνεται μία ανασκόπηση των λόγων για τους οποίους ξεκίνησαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, σύμφωνα με τους οποίους πραγματοποιήθηκε και η πρώτη συγχώνευση στις αρχές της δεκαετίας του 1900. Στην συνέχεια εξηγούν τους λόγους για τους οποίους τέτοιου είδους συμφωνίες θεωρούνται στρατηγικές ανάπτυξης των εταιριών και ότι πλέον τοποθετούνται κεφάλαια σε ξένες αγορές και γίνονται άμεσες ξένες επενδύσεις.

Καταλήγουν στο ότι στις αρχές του 2007, όταν εμφανίστηκαν τα πρώτα «σημάδια» της κρίσης, λόγω της έλλειψης κεφαλαίων οι συμφωνίες εξαγορών

και συγχωνεύσεων ελαττώθηκαν σημαντικά, αφού δεν ήταν δυνατή η ολοκλήρωσή τους.

Από το 2007 μέχρι και το 2010 μόνο μεγάλες εταιρίες είχαν την δυνατότητα για πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων, ενώ γενικότερα οι συμφωνίες αυτού του είδους ακολουθούσαν μία πτωτική πορεία.

Από το 2010 και μετά, αυξήθηκαν οι διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις. Λόγω της χρηματοοικονομικής κρίσης πολλοί επενδυτές μετέφεραν τα κεφάλαιά τους σε αναπτυσσόμενες αγορές (emerging markets), όπως στις BRIC (Brazil, Russia, India and China).

Έτσι, η διεθνής επιχειρηματική και επενδυτική δραστηριότητα αυξήθηκε και ξεκίνησε η αναζήτηση νέων καινοτόμων εξαγορών και συγχωνεύσεων με εταιρίες-στόχους σε αναπτυσσόμενες αγορές.

5. Δεδομένα, Συλλογή Δείγματος και Μεθοδολογία

Στο κεφάλαιο αυτό, καταρχάς γίνεται αναφορά στο αντικείμενο της έρευνας και στο λόγο για τον οποίο η έρευνα αυτή είναι σημαντική. Στην συνέχεια, πραγματοποιείται εκτενής παρουσίαση των δεδομένων που αναλύθηκαν κατά την ερευνητική προσπάθεια, του τρόπου και των πηγών συλλογής του δείγματος και εν ακολουθία, της μεθοδολογίας που εφαρμόστηκε. Τέλος, αναφέρονται τα αναμενόμενα αποτελέσματα με βάση προηγούμενες μελέτες.

5.1 Αντικείμενο έρευνας

Αντικείμενο της έρευνας μας είναι η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να δούμε προς ποιά κατεύθυνση επηρεάζονται οι τιμές και οι αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραστών, ως προς συγκεκριμένους παράγοντες. Οι παράγοντες αυτοί είναι: α) η γεωγραφική τοποθεσία, β) το είδος της εταιρίας και γ) η μέθοδος πληρωμής. Πιο συγκεκριμένα, καλούμαστε να απαντήσουμε στα ακόλουθα ερωτήματα:

1. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η εταιρία-στόχος είναι εγχώρια και τι όταν είναι διεθνής;
2. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η εταιρία-στόχος είναι (εισηγμένη) δημόσια και τι όταν είναι ιδιωτική;

3. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η μέθοδος πληρωμής που χρησιμοποιείται είναι μετρητά και τι όταν είναι μετοχές;

5.2 Λόγος ενδιαφέροντος της έρευνας

Στο ερώτημα «Για ποιο λόγο είναι ενδιαφέρουσα η παρούσα μελέτη;» θα απαντούσαμε, ότι αποτελεί μία ιδιαίτερη ανάλυση, εφόσον γίνεται ανάλυση τριών διαφορετικών παραγόντων, για ένα θέμα που είναι σχεδόν πάντα επίκαιρο. Μέσω της μελέτης αυτής δίνεται η δυνατότητα στον αναγνώστη να μάθει πως επιδρούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες, θετικά ή αρνητικά επί των αποδόσεων. Μία γενικότερη αντίληψη των επιδράσεων αυτών, μπορεί να φανεί πολύ χρήσιμη και να συμβάλει ουσιαστικά στη σημαντική απόφαση μίας εισηγμένης εταιρίας ή ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, για την πραγματοποίηση ή όχι μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης.

5.3 Δεδομένα

Δεδομένα της ερευνητικής μας προσπάθειας αποτέλεσαν οι τιμές των μετοχών για εξαγορές και συγχωνεύσεις που ανακοινώθηκαν από την 01.01.2004 έως και την 31.12.2014, δηλαδή δεδομένα για μία δεκαετία. Η δεκαετία αυτή επιλέχθηκε για δύο κυρίως λόγους.

Πρώτον, το χρονικό αυτό διάστημα ανήκει στο σύντομο παρελθόν, έτσι ώστε τα αποτελέσματα της μελέτης να εκφράζουν πρόσφατες δραστηριότητες.

Δεύτερον, το διάστημα αυτό αποτέλεσε διάστημα σημαντικών συμβάντων, με χαρακτηριστικό παράδειγμα την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2007.

Ως προς την γεωγραφική τοποθεσία εστίασαμε στο Ηνωμένο Βασίλειο, καθώς οι εξαγοράστριες εταιρίες ήταν βρετανικές. Οι εξαγοραζόμενες ωστόσο, εταιρίες ήταν είτε βρετανικές, δηλαδή εγχώριες εταιρίες, είτε διεθνείς.

Η αξία της κάθε εξαγοράς ή συγχώνευσης ήταν μεγαλύτερη των \$100 εκατομμυρίων.

Το ζητούμενο ποσοστό συμμετοχής, σε κάθε περίπτωση, στην εταιρία-στόχο (εξαγοραζόμενη ή συγχωνευθείσα) ήταν μεγαλύτερο του 50%.

5.4 Συλλογή Δείγματος και Ανάλυση

Η συλλογή του δείγματος των ανακοινωθέντων εξαγορών και συγχωνεύσεων έγινε από την βάση δεδομένων Thomson Reuters EIKON. Θέτοντας μία σειρά κριτηρίων, καταλήξαμε στην ανακοίνωση 889 εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τα εν λόγω κριτήρια ήταν τα ακόλουθα:

- α) Είδος συμφωνίας: Εξαγορά ή Συγχώνευση
- β) Χρονική περίοδος: 01.01.2004 έως και 31.12.2014
- γ) Γεωγραφική τοποθεσία εξαγοράστριας εταιρίας: Ηνωμένο Βασίλειο
- δ) Είδος εξαγοράστριας εταιρίας: Εισηγμένη (δημόσια) εταιρία
- ε) Αξία εξαγοράς ή συγχώνευσης: Μεγαλύτερη των \$100 εκατομμυρίων
- στ) Ζητούμενο ποσοστό συμμετοχής: Μεγαλύτερο του 50%

Για την συλλογή των τιμών των μετοχών των εξαγοράστριων εταιριών χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων Datastream. Από το αρχικό δείγμα 889 εταιριών βρέθηκαν ημερήσιες τιμές μετοχών, για το υπό εξέταση χρονικό διάστημα 01.01.2004 – 31.12.2014, για 345 εταιρίες και χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές 200 ημέρες πριν ($t = -200$) και 5 ημέρες μετά την ανακοίνωση κάθε εξαγοράς ή συγχώνευσης ($t = +5$), έτσι ώστε να υπολογιστούν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις. Η ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς ή συγχώνευσης ήταν η ημέρα 0 ($t = 0$). Επιπλέον, βρέθηκαν οι ημερήσιες τιμές του δείκτη FTSE ALLSHARE για την περίοδο (01.01.2004 - 31.12.2014). Με την πρόσβαση σε τιμές μετοχών για 202 εταιρίες, το αρχικό δείγμα των 889 εξαγορών και συγχωνεύσεων συρρικνώθηκε στις 441 εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Ο λόγος για τον οποίο ο αριθμός των εταιριών διαφέρει από τον αριθμό των συμφωνιών εξαγοράς ή συγχώνευσης, είναι το γεγονός της ύπαρξης **διαδοχικών εξαγοραστών**, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως.

Στο τελικό αυτό δείγμα των 441 συμφωνιών, ως προς το κριτήριο της **γεωγραφικής τοποθεσίας**: 181 εξαγοραζόμενες εταιρίες ήταν εγχώριες και 260 ήταν διεθνείς. Ως προς το **είδος της εξαγοραζόμενης** (εταιρία στόχος): 153 εταιρίες ήταν δημόσιες και 288 ιδιωτικές. Ως προς το κριτήριο της **μεθόδου πληρωμής**: σε 380 περιπτώσεις χρησιμοποιήθηκαν μετρητά (στο μεγαλύτερο μέρος δηλαδή του δείγματος), σε 24 περιπτώσεις χρησιμοποιήθηκαν μετοχές και σε 37 περιπτώσεις συνδυασμός μετρητών και μετοχών.

5.5 Μεθοδολογία

Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα ερευνητική προσπάθεια είναι αυτή που επιλέγουν και οι περισσότερες έρευνες γύρω από το θέμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, δηλαδή **η μέθοδος της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology)**. Με την μέθοδο αυτή εξετάζονται οι μη-κανονικές (έκτακτες) αποδόσεις, δηλαδή η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά, λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Την ημέρα την οποία γίνεται η ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, πραγματοποιείται μετάδοση νέων πληροφοριών, οι οποίες είναι πιθανό να έχουν κάποια επίδραση στις τιμές των μετοχών. Συνεπώς, η μελέτη αυτή εστιάζει στις μεταβολές των τιμών των μετοχών κατά την ημερομηνία της εν λόγω ανακοίνωσης, δηλαδή στις μη-κανονικές αποδόσεις.

Για να υπολογιστούν οι μη-κανονικές αποδόσεις χρειάζεται να προσδιοριστούν οι κανονικές αποδόσεις ή αναμενόμενες αποδόσεις, αυτές δηλαδή τις οποίες θα είχαν οι μετοχές αν δεν γινόταν ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οι μη-κανονικές αποδόσεις ισοδυναμούν με την διαφορά των κανονικών ή αναμενόμενων αποδόσεων με τις αποδόσεις που τελικά πραγματοποιούνται. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η μεταβολή στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, δεν είναι απαραίτητο ότι οφείλεται αποκλειστικά στην ανακοίνωση, αλλά μπορεί να είναι αποτέλεσμα ανεξάρτητων παραγόντων ή πληροφοριών.

Για τον προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί κάποιο από τα ακόλουθα μοντέλα:

- **Μοντέλο της αγοράς**
- **Μοντέλο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης**
- **Μοντέλο της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης**

Υπολογισμός μη-κανονικών (έκτακτων) αποδόσεων

Θεωρούμε $R_{i,t}$ την πραγματική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και $E(R_{i,t})$ την κανονική ή αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t , δηλαδή την απόδοση που θα εμφάνιζε η μετοχή σε περίπτωση μη ανακοίνωσης εξαγοράς

ή συγχώνευσης. Η διαφορά ανάμεσα στα $R_{i,t}$ και $E(R_{i,t})$ δείχνει την μεταβολή της τιμής που οφείλεται στην ανακοίνωση και ονομάζεται μη-κανονική (έκτακτη) απόδοση $e_{i,t}$ για την μετοχή i , την ημέρα t και εκφράζεται ως εξής:

$$e_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Για τον υπολογισμό της μη-κανονικής (έκτακτης) απόδοσης $e_{i,t}$ των μετοχών χρειάζεται ο υπολογισμός των κανονικών ή αναμενόμενων αποδόσεων $E(R_{i,t})$ με ένα από τα προαναφερθέντα μοντέλα.

Ας δούμε παρακάτω αναλυτικά την χρήση των μοντέλων αυτών.

Μοντέλο της αγοράς:

Η υπόθεση του μοντέλου της αγοράς είναι ότι οι αποδόσεις των μετοχών προκύπτουν από την ακόλουθη διαδικασία:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

όπου για $i = 1, \dots, n$ και $t = 1, \dots, k$

R_{it} = απόδοση της μετοχής i την ημέρα t ,

$$a_i = E(R_{it}) - b_i E(R_{mt})$$

$$b_i = \frac{\text{Cov}(R_{it}, R_{mt})}{\text{Var}(R_{mt})}$$

R_{mt} = απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t

e_{it} = υπολογιστικό σφάλμα που παρουσιάζει

η μετοχή την ημέρα t με κανονική κατανομή και μέσο 0

(Η διακύμανση του σφάλματος είναι σταθερή στον χρόνο)

Στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς R_{mt} (το οποίο και αποτελεί τον δείκτη της αγοράς) περιέχονται όλες οι μετοχές ανάλογα με την αξία τους. Στη θέση του δείκτη αυτού είναι προτιμότερη η χρήση ενός δείκτη συνολικής απόδοσης. Ο

λόγος για τον οποίο δεν χρησιμοποιείται ένας απλός δείκτης τιμών είναι η μη συμπερίληψη των διανεμηθέντων μερισμάτων με αποτέλεσμα ο δείκτης να μην είναι αντιπροσωπευτικός της απόδοσης του χαρτοφυλακίου εφόσον γίνεται υποεκτίμηση.

Η παράμετρος b αποτελεί μέτρο ευαισθησίας της μετοχής i σε μεταβολές στην αγορά. Ο ορισμός της παραμέτρου b είναι το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής με την απόδοση της αγοράς προς την διακύμανση της απόδοσης της αγοράς. Ο υπολογισμός των παραμέτρων a_i και b_i κάθε μετοχής του δείγματος γίνεται μέσω της εκτέλεσης μιας παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ των R_{it} και R_{mt} , χρησιμοποιώντας 150 ημερήσιες αποδόσεις μέχρι και 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση.

Ειδικότερα, η περίοδος εκτίμησης σταματά 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση και στο ακόλουθο διάστημα, η περίοδος $t = -5$ μέχρι και $t = +5$ αποτελεί την περίοδο προσδιορισμού (event window). Ο λόγος για τον οποίο η περίοδος εκτίμησης των μη-κανονικών αποδόσεων σταματά στις 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση είναι για να μην επηρεαστούν τα αποτελέσματα από μη-κανονικές αποδόσεις που ίσως οφείλονται σε διαρροή πληροφοριών για τη εξαγορά ή την συγχώνευση πριν την ημέρα της ανακοίνωσης. Επομένως, επιλέγονται για κάθε εταιρία 206 ημερήσιες αποδόσεις από $t = -200$ έως $t = +5$.

Με την χρήση των συντελεστών a_i και b_i η εξίσωση (2) προκύπτει ως εξής:

$$e_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt}) \quad (3)$$

Ο προσδιορισμός των μη-κανονικών αποδόσεων e_{it} γίνεται αφαιρώντας τις αναμενόμενες αποδόσεις από τις πραγματοποιηθείσες.

Επομένως, από την παραπάνω εξίσωση προκύπτει ότι το $(a_i + b_i R_{mt})$ αποτελεί την κανονική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και το e_{it} αποτελεί την μη κανονική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t .

Σύμφωνα με το μοντέλο της αγοράς όπως εκφράζεται με την εξίσωση (2), η συνολική απόδοση R_{it} είναι αποτέλεσμα δύο μερών. Το ένα μέρος είναι η απόδοση της αγοράς και το άλλο μέρος είναι συνδεδεμένο με την κάθε επιχείρηση. Αφαιρώντας το $(a_i + b_i R_{mt})$ από το R_{it} αφαιρείται η επίδραση των τυχόν μεταβολών από την αγορά, όμως παραμένουν οι μεταβολές στις τιμές από τρίτους παράγοντες.

Αρωγός στην προσπάθεια εξουδετέρωσης των μεταβολών των τιμών ως αποτέλεσμα άλλων παραγόντων εκτός της ανακοίνωσης είναι ο διαστρωματικός μέσος όρος των μη-κανονικών αποδόσεων των μετοχών του

δείγματος. Συγκεκριμένα, υπολογίζεται η μέση μη-κανονική απόδοση AAR_t του δείγματος για καθεμία από τις 11 ημέρες της περιόδου προσδιορισμού (event window) ως εξής:

$$AAR_t = e_t = \frac{\sum e_{it}}{n} \quad (4)$$

όπου $t = -5, -4, \dots, 0, +1, \dots, +5$ και

$n = \text{o αριθμός των μετοχών στο δείγμα για την κάθε ημέρα}$

Μέσω του διαστρωματικού μέσου όρου εξουδετερώνονται οι σχετικές με την επιχείρηση μεταβολές των τιμών, που δεν σχετίζονται όμως με την ανακοίνωση.

Τέλος, στην ανάλυση των μη-κανονικών αποδόσεων υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις

CAR (Cumulative Abnormal Returns)

για τις ημέρες t_1 έως t_2 στην περίοδο προσδιορισμού ($t = -5, \dots, 0, \dots, +5$). Όπου στο 0 βρίσκεται η ημέρα ανακοίνωσης. Ο υπολογισμός του αθροιστικού μέσου των μη-κανονικών αποδόσεων εκφράζεται ως εξής:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum AR_t \quad (5)$$

Πιο συγκεκριμένα, ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης μη-κανονικής απόδοσης δύο ημερών καθίσταται απαραίτητος λόγω του ετεροχρονισμού που υφίσταται ανάμεσα στην ανακοίνωση και τις ώρες συναλλαγής των μετοχών στο χρηματιστήριο.

Η χρονική στιγμή $t = 0$ αποτελεί την μέρα δημοσίευσης στον τύπο της πληροφορίας για την εξαγορά ή συγχώνευση. Συνήθως οι ειδήσεις για εξαγορές και συγχωνεύσεις δίνονται στον τύπο μία ημέρα πριν, δηλαδή την χρονική στιγμή $t = -1$ και η δημοσίευση τους γίνεται την επομένη. Σε περίπτωση που η ανακοίνωση για μια εξαγορά ή συγχώνευση δοθεί στον τύπο πριν την ολοκλήρωση των συναλλαγών, προκύπτει αντίδραση της αγοράς λόγω της πληροφορίας, μία ημέρα πριν την δημοσίευση. Αντιθέτως, εάν δοθεί η ανακοίνωση στον τύπο μετά την ολοκλήρωση των συναλλαγών η αντίδραση της αγοράς προκύπτει την επόμενη μέρα $t = 0$. Έτσι λοιπόν, «ημέρα ανακοίνωσης» μπορεί να αποτελείται από δύο ημέρες ($t = -1, 0$). Η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση δύο ημερών της μετοχής i θα είναι:

$$CAR(-1, 0) = AR_{-1} + AR_0 \quad (6)$$

Μοντέλο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης:

Στο συγκεκριμένο μοντέλο για να υπολογιστεί η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i , γίνεται χρήση του μέσου των πραγματικών αποδόσεων R_i για το διάστημα των 150 ημερών που σταματούν 50 ημέρες πριν από την ημέρα που γίνεται η ανακοίνωση. Η μέση μη-κανονική απόδοση για την μετοχή i την ημέρα t εκφράζεται ως εξής:

$$e_{it} = R_{it} - R_i \quad (7)$$

όπου,
$$R_i = \frac{\sum R_{it}}{150}$$

Ακολούθως οι μη-κανονικές αποδόσεις e_{it} συμβάλλουν στο να υπολογιστεί η μέση μη-κανονική απόδοση (AR_t) και ο αθροιστικός μέσος των μη-κανονικών αποδόσεων (CAR) του δείγματος n μετοχών ακολουθώντας τις εξισώσεις (4) και (5).

Μοντέλο της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης:

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος του μοντέλου της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης. Στο μοντέλο αυτό η μη-κανονική απόδοση της μετοχής i προκύπτει από την διαφορά ανάμεσα στην απόδοσή της και την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t , δηλαδή:

$$AR_t = e_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (8)$$

Η υπόθεση του μοντέλου αυτού είναι ότι σε κάθε χρονική περίοδο t οι κανονικές ή αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για το σύνολο των μετοχών, δηλαδή R_{mt} , όμως αυτό δεν σημαίνει ότι είναι και σταθερές για κάθε μετοχή, δηλαδή $\alpha = 0$ και $\beta = 1$ για κάθε μετοχή.

Ο δείκτης που χρησιμοποιήθηκε για την ανεύρεση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς ήταν ο FTSE ALLSHARE Price Index.

Οι μη-κανονικές αποδόσεις $AR_t = e_{it}$ χρησιμοποιήθηκαν για να υπολογιστεί η μέση μη-κανονική απόδοση (AAR_t) και ο αθροιστικός μέσος των μη-

κανονικών αποδόσεων $CAAR(t_1, t_2)$ για δείγμα n μετοχών ακολουθώντας τις παρακάτω εξισώσεις:

$$AAR_t = e_t = \frac{\sum e_{it}}{n}$$

και

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum AAR_t$$

όπου, $t = -5, -4, \dots, 0, +1, \dots, +5$

και $n = \text{o αριθμός των μετοχών του δείγματος κάθε ημέρα } t$

Ο λόγος για τον οποίο επιλέχθηκε το μοντέλο της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης είναι διότι το μοντέλο αυτό εμπεριέχει τις μεταβολές που οφείλονται σε τρίτους παράγοντες πέραν της ανακοίνωσης της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Πιο συγκεκριμένα, μέσω της απόδοσης του δείκτη που περιλαμβάνει την επίδραση των παραγόντων αυτών, δίνεται η δυνατότητα απομόνωσης των μη-κανονικών αποδόσεων λόγω εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Έλεγχος για στατιστικά σημαντικές αποδόσεις

Με την χρήση των t-statistics πραγματοποιήθηκε ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μέσων μη-κανονικών αποδόσεων. Ειδικότερα, ελέγχθηκε η υπόθεση ότι οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις AAR_t και οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις $CAAR(t_1, t_2)$ ισούνται με το μηδέν. Χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες σχέσεις:

$$t(AAR) = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

και

$$t(CAAR) = \frac{CAAR_t}{(\sqrt{T} * S(AAR_t))}$$

όπου με το $S(AAR_t)$ συμβολίζεται η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων μη-κανονικών αποδόσεων την περίοδο εκτίμησης. Η περίοδος εκτίμησης κατά την οποία υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις του δείγματος, στην παρούσα μελέτη περιλάμβανε 150 ημέρες, δηλαδή μία περίοδο 200 ημερών πριν την ανακοίνωση μέχρι και 50 ημέρες πριν αυτή. Τις 5 ημέρες πριν την ανακοίνωση έως και τις 5 ημέρες μετά από αυτή περιλάμβανε η περίοδος προσδιορισμού. Ο λόγος για τον οποίο η περίοδος

εκτίμησης είχε λήξη στις 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση ήταν για να μην συμπεριληφθούν μη-κανονικές αποδόσεις που ήταν αποτέλεσμα διαρροής πληροφορίας για την συναλλαγή πριν την ημέρα της ανακοίνωσης.

Πρότυπο Μοντέλο

Για τον έλεγχο του κατά πόσον επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών οι προσδιοριστικοί παράγοντες συνδυαστικά σε μια εξαγορά ή συγχώνευση χρησιμοποιήθηκε το ακόλουθο μοντέλο:

$$CAAR(-1, +1) = b_0 + b_1 * method\ of\ payment + b_2 * location + b_3 * target\ type + b_4 * time\ period$$

Η εξαρτημένη μεταβλητή $CAAR(-1, +1)$ αντιπροσωπεύει το σύνολο των μέσων μη-κανονικών αποδόσεων των εξαγοραστών που συμμετείχαν στις 441 εξαγορές και συγχωνεύσεις του δείγματος για ένα Event Window, $t=-1$ έως $t=+1$ και προκύπτει ως εξής:

$$CAAR(-1, +1) = CAAR(-1, 0) + CAAR(0, +1).$$

Η ανεξάρτητη μεταβλητή *method of payment* αφορά τον τρόπο πληρωμής. Για τα δεδομένα του δείγματος μας οι τρόποι πληρωμής ήταν με μετρητά, με μετοχές ή με συνδυασμό των δύο. Για την επίτευξη σαφούς διαχωρισμού μεταξύ μετρητών και μετοχών, θέσαμε η συναλλαγή με CASH, ήτοι μετρητά, να παίρνει την τιμή 1 και η συναλλαγή SHARES, ήτοι μετοχές, να παίρνει την τιμή 0.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή *location* αφορά την γεωγραφική τοποθεσία της εξαγοραζόμενης εταιρίας-στόχου. Η γεωγραφική τοποθεσία μπορούσε να ήταν εγχώρια ή διεθνής. Για την επίτευξη διαχωρισμού των δύο στο οικονομετρικό πρόγραμμα, θέσαμε η ένδειξη CROSSBOARDER να παίρνει την τιμή 0 και ο,τι διαφορετικό την τιμή 1. Δηλαδή, η ένδειξη DOMESTIC πήρε την τιμή 1.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή *target type* αφορά το είδος της εξαγοραζόμενης εταιρίας-στόχου. Το είδος της εξαγοραζόμενης μπορούσε να ήταν εισηγμένη (δημόσια) ή ιδιωτική εταιρία. Για την επίτευξη διαχωρισμού των δύο στο οικονομετρικό πρόγραμμα, θέσαμε η ένδειξη PRIVATE να παίρνει την τιμή 0 και ο,τι διαφορετικό την τιμή 1. Δηλαδή, η ένδειξη PUBLIC πήρε την τιμή 1.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή *time period* αφορά τη χρονική περίοδο κατά την οποία λαμβάνει χώρα μία εξαγορά ή συγχώνευση. Έχουμε χωρίσει το συνολικό χρονικό διάστημα της έρευνας σε τρεις περιόδους:

- 2004-2006: χρονική περίοδος πριν την χρηματοοικονομική κρίση
- 2007-2012: χρονική περίοδος κατά την χρηματοοικονομική κρίση

- 2013-2014: χρονική περίοδος ανάκαμψης της οικονομίας

Για την επίτευξη διαχωρισμού των χρονικών περιόδων στο οικονομετρικό πρόγραμμα, θέσαμε η ένδειξη “YES” που αντιστοιχούσε σε εξαγορά ή συγχώνευση κατά τη διάρκεια της κρίσης να παίρνει την τιμή 0 και ο,τι διαφορετικό την τιμή 1. Δηλαδή η ένδειξη “NO” που αντιστοιχούσε στις άλλες δύο περιόδους, εκτός της κρίσης, πήρε την τιμή 1.

Εν συνεχεία εφαρμόστηκε παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων καθώς και στατιστικοί έλεγχοι.

5.6 Συσχετισμός ανάλυσης δεδομένων και μεθοδολογίας με υπάρχουσα βιβλιογραφία

Η μέθοδος ανάλυσης των δεδομένων που χρησιμοποιούν οι περισσότερες εκ των υλοποιηθέντων ερευνών γύρω από το θέμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι η μέθοδος της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology). Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, με την μέθοδο αυτή εξετάζονται οι μη-κανονικές (έκτακτες) αποδόσεις, δηλαδή η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά, λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης. Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιήθηκε και στην παρούσα ερευνητική προσπάθεια.

Το μοντέλο που εφαρμόζεται σε αρκετές μελέτες είναι το Μοντέλο της Αγοράς. Στην ανάλυση βιβλιογραφίας βλέπουμε ότι το Μοντέλο της Αγοράς χρησιμοποιείται είτε μόνο του στην πρότυπη μορφή του, είτε τροποποιημένο, είτε σε συνδυασμό με άλλα μοντέλα.

Ένα από τα μοντέλα που βλέπουμε να χρησιμοποιείται σε έρευνες στο παρελθόν είναι και το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε και στην παρούσα έρευνα, το Μοντέλο της Προσαρμοσμένης με τον Δείκτη της Αγοράς απόδοσης. Το μοντέλο αυτό δουλεύει πάνω στην υπόθεση ότι η αναμενόμενη απόδοση για όλα τα αξιόγραφα είναι ίδια και ίση για κάθε περίοδο με την αναμενόμενη απόδοση της αγοράς. Το μοντέλο αυτό είναι παρόμοιο με το Μοντέλο της Αγοράς, εκτός του ότι δεν χρησιμοποιεί την παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων. Το προσαρμοσμένο στην αγορά μοντέλο χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η δυναμική των ευρημάτων και επίσης, για να γίνουν συγκρίσεις με παρόμοια ευρήματα προηγούμενων ερευνών. Κάποιοι από τους συγγραφείς που χρησιμοποίησαν στην μελέτη τους το Μοντέλο της Προσαρμοσμένης με τον Δείκτη Αγοράς ήταν οι Aw και Chatterjee (2004), Sudarsanam and Mahate (2003), Dodd and Ruback (1977).

Ως προς το Πρότυπο Μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε επιπροσθέτως στην παρούσα έρευνα, δεν είχε χρησιμοποιηθεί αντίστοιχο στις αναλυθείσες βιβλιογραφικές πηγές. Το γεγονός αυτό προσδίδει στην έρευνά μας πρωτοτυπία.

5.7 Αναμενόμενα Αποτελέσματα

Σύμφωνα με τους Draper and Paudyal (2006), Travlos (1987) Sudarsanam and Mahate (2003) τα αποτελέσματα των ανταλλαγών μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών δείχνουν ότι οι μέτοχοί τους βιώνουν σημαντικές απώλειες κατά την ανακοίνωση.

Από την άλλη πλευρά τα αποτελέσματα της χρηματοδότησης με μετρητά, δείχνουν ότι οι μέτοχοί τους κερδίζουν κανονικά ποσοστά απόδοσης την περίοδο ανακοίνωσής. Άρα, ως προς την μέθοδο πληρωμής αναμένουμε καθόλου ή μερική αύξηση στις αποδόσεις κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης με μετρητά και μείωση στις αποδόσεις κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης με μετοχές. Η προσφορά ανταλλαγής μετοχών σχετίζεται με αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις ανεξαρτήτως του αποτελέσματος της εξαγοράς (ολοκλήρωση ή όχι ολοκλήρωση). Τα ευρήματα είναι συνεπή με την υπόθεση σηματοδότησης η οποία υποστηρίζει ότι η χρηματοδότηση μίας απόκτησης μέσω ανταλλαγής κοινών μετοχών αποκαλύπτει την αρνητική πληροφορία ότι η εταιρία που κάνει την προσφορά είναι υπερτιμημένη, Travlos (1987).

Ωστόσο, σύμφωνα με τους Dodds and Quek (1985) την περίοδο 1974-76 η αγορά έβρισκε τις συγχωνεύσεις που χρηματοδοτούνταν με μετρητά ως λιγότερο επιθυμητές συγκρινόμενες με εκείνες που προσέφεραν μετοχές. Οπότε, σε περίπτωση που τα ευρήματά μας είναι θετικά ως προς τις μετοχές ίσως οι λόγοι κατάληξης στο αποτέλεσμα αυτό σχετίζονται με τους αντίστοιχους στην περίπτωση της μελέτης των Dodds and Quek (1985).

Σύμφωνα με τους Conn, Cosh, Guest and Hughes (2005), Fuller, Netter και Stegemoller (2002), Draper and Paudyal (2006), οι μέτοχοι των εξαγοραστριών εταιριών κερδίζουν όταν μία εξαγοράστρια εταιρία αγοράζει μία ιδιωτική εταιρία και είτε έχουν μικρά κέρδη είτε χάνουν όταν η εξαγοράστρια αγοράζει μία δημόσια εταιρία. Άρα, ως προς το είδος της εξαγοραζόμενης (δημόσια / εισηγμένη ή ιδιωτική) αναμένουμε μερική αύξηση ή μείωση στις αποδόσεις των εξαγοραστριών όταν η εξαγοραζόμενη είναι δημόσια και αύξηση στις αποδόσεις όταν η εξαγοραζόμενη είναι ιδιωτική.

Σύμφωνα με τους Aw και Chatterjee (2004), Mathur and Rangan, Chhachhi, Sundaram (1994) σε περιπτώσεις διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι αποδόσεις είναι σημαντικά αρνητικές.

Όμως σύμφωνα με τους Conn, Cosh, Guest and Hughes (2005), σε όλες τις διασυνοριακές εξαγορές, οι εθνικές και πολιτισμικές διαφορές έχουν σημαντικά αρνητική επιρροή ενώ οι υψηλής τεχνολογίας εξαγορές έχουν σημαντικά θετική επιρροή. Άρα, δεν υπάρχουν ισχυρές αποδείξεις για το ότι οι διασυνοριακές εξαγορές έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από τις εγχώριες εξαγορές. Επομένως, αναμένουμε είτε χαμηλότερες αποδόσεις στις διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις είτε αντίστοιχες με αυτές στις περιπτώσεις εγχώριων εξαγορών.

6. Αποτελέσματα

6.1 Αποτελέσματα Event Study

Για την εφαρμογή του μοντέλου της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης αρχικά υπολογίσαμε τις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών για την χρονική περίοδο 01/01/2004 έως και 31/12/2014. Εν συνεχεία, υπολογίσαμε τις αποδόσεις της αγοράς χρησιμοποιώντας τον δείκτη FTSEALLSHARE Price Index και εφαρμόσαμε το μοντέλο της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης για να βρούμε τις μη-κανονικές αποδόσεις για τον χρονικό διάστημα (-200,+5), όπου στο χρονικό σημείο 0 ήταν η ημέρα ανακοίνωσης.

$$AR_t = e_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Έτσι, λοιπόν, προέκυψαν οι μη κανονικές αποδόσεις. Ακολούθως, υπολογίσαμε την μέση μη-κανονική απόδοση AAR_t για κάθε χρονική στιγμή, δίνοντας όμως το ενδιαφέρον μας για τις μη-κανονικές αποδόσεις της περιόδου προσδιορισμού, δηλαδή για -5 έως +5. Επίσης, για την συμπερίληψη του ετεροχρονισμού που υπάρχει κατά την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, υπολογίσαμε τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις $CAAR_t$ για τις 11 ημέρες της περιόδου προσδιορισμού. Στην συνέχεια για τον υπολογισμό των t-statistics ώστε να γίνει έλεγχος για στατιστικά σημαντικές αποδόσεις υπολογίστηκε το $S(AAR_t)$, δηλαδή η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων μη-κανονικών αποδόσεων την περίοδο εκτίμησης (-200,-51), δηλαδή μέχρι και 50 μέρες πριν το γεγονός. Επίσης, υπολογίστηκε το $S(CAAR_t)$, δηλαδή η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των αθροιστικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων την περίοδο προσδιορισμού (-5,+5). Στην συνέχεια εφαρμόστηκαν οι παρακάτω τύποι για τις ημέρες της περιόδου προσδιορισμού.

$$t(AAR) = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

και

$$(CAAR) = \frac{CAAR_t}{(\sqrt{T} * S(AAR_t))}$$

Όπου στον δεύτερο τύπο $T=11$, δηλαδή οι ημέρες του Event Window και $S(AAR_t)$ αντιστοιχεί εδώ στο $S(CAAR_t)$.

Το ενδιαφέρον μας εστιάστηκε στο πως επηρεάζονται οι αποδόσεις των μετοχών των εξαγοράστριων εταιριών:

- 1) στο σύνολο των εξαγορών και συγχωνεύσεων για όλη την χρονική περίοδο της έρευνας 01/01/2004 - 31/12/2014
- 2) στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ως προς την μέθοδο πληρωμής για όλη την χρονική περίοδο της έρευνας 01/01/2004 - 31/12/2014
- 3) στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ως προς το είδος της εξαγοραζόμενης για όλη την χρονική περίοδο της έρευνας 01/01/2004 - 31/12/2014
- 4) στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ως προς την γεωγραφική θέση της εξαγοραζόμενης για όλη την χρονική περίοδο της έρευνας 01/01/2004 - 31/12/2014
- 5) στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ως προς την μέθοδο πληρωμής για το χρονικό διάστημα πριν την χρηματοοικονομική κρίση, 2004-2006
- 6) στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ως προς την μέθοδο πληρωμής κατά την διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης, 2007-2012
- 7) στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ως προς την μέθοδο πληρωμής την περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας, 2013-2014

Πρόεκυψαν τα παρακάτω αποτελέσματα τα οποία παρουσιάζονται υπό μορφή πινάκων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 441 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	441	0,05%	0,05%	0,6438	0,0237
-4	441	0,06%	0,11%	0,8017	0,0532
-3	441	0,00%	0,11%	0,0213	0,0540
-2	441	-0,05%	0,06%	-0,6185	0,0312
-1	441	0,03%	0,10%	0,4614	0,0482
0	441	0,77%	0,87%	10,2491***	0,4253
+1	441	0,23%	1,09%	3,0482***	0,5374
+2	441	0,15%	1,24%	2,0039	0,6111
+3	441	0,16%	1,41%	2,1645	0,6908
+4	441	0,04%	1,44%	0,4715	0,7081
+5	441	0,12%	1,56%	1,5571	0,7654

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση ($t=-1$) η μέση μη-κανονική απόδοση, που παρουσιάζουν οι εξαγοράστριες εταιρίες που συμμετείχαν στις 441 εξαγορές και συγχωνεύσεις, είναι περίπου 0,03% και μη-στατιστικά σημαντική.

Επομένως, δεν φαίνεται το γεγονός της εξαγοράς ή συγχώνευσης να έχει επίδραση στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών μία ημέρα πριν την ανακοίνωση. Επίσης, ούτε η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση την ίδια ημέρα, η οποία είναι ίση με 0,098% είναι στατιστικά σημαντική.

Την ημέρα της ανακοίνωσης ωστόσο, η μέση μη-κανονική απόδοση εμφανίζεται αρκετά υψηλότερη σε σύγκριση με την προηγούμενη μέρα, ίση με 0,77% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Αυτό σημαίνει ότι η ανακοίνωση του γεγονότος για εξαγορά ή συγχώνευση είχε θετική επίδραση επάνω στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών την ίδια ημέρα της ανακοίνωσης.

Η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης είναι ίση με 0,87% και μη στατιστικά σημαντική, αν και η στατιστική t είναι πολύ υψηλότερη σε σύγκριση με την προηγούμενη ημέρα. Την ημέρα αμέσως μετά την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση είναι 0,23% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Η θετική επίδραση της ανακοίνωσης στις τιμές των μετοχών και επομένως στις αποδόσεις αυτών, εξακολουθεί και την επόμενη ημέρα αλλά βαίνει μειούμενη. Η αθροιστική μέση

μη-κανονική απόδοση είναι 1,09% και μη-στατιστικά σημαντική παρόλο που η στατιστική t ακολουθεί μία αύξουσα πορεία.

Στο σύνολο της περιόδου προσδιορισμού (Event Window), βλέπουμε ότι εμφανίζεται μόνο μία αρνητική μέση μη-κανονική απόδοση, η οποία είναι και μη-στατιστικά σημαντική, δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση. Προγενέστερα αυτής, οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές αλλά μη-στατιστικά σημαντικές. Αντιθέτως, από την ημέρα της ανακοίνωσης μέχρι και τρεις μέρες μετά οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Όσον αφορά τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις αυτές είναι σε όλη την περίοδο προσδιορισμού θετικές αλλά μη-στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 380 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η μέθοδος πληρωμής είναι με μετρητά.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	380	0,03%	0,03%	0,0013	0,01361
-4	380	0,06%	0,09%	0,0026	0,0415
-3	380	0,01%	0,11%	0,0004	0,4628
-2	380	-0,09%	0,02%	-0,0036	0,0081
-1	380	-0,03%	-0,01%	-0,0010	-0,0030
0	380	0,86%	0,85%	0,0351	0,3723
+1	380	0,34%	1,19%	0,0140	0,5220
+2	380	0,13%	1,32%	0,0054	0,5795
+3	380	0,21%	1,54%	0,0087	0,6726
+4	380	0,05%	1,59%	0,0021	0,6945
+5	380	0,11%	1,70%	0,0046	0,7434

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 380 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες χρησιμοποιήθηκαν ως μέσο πληρωμής μετρητά), είναι αρνητική, ίση με -0,03% και μη-στατιστικά σημαντική.

Επίσης, την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι θετική, ίση με 0,86%, αλλά και πάλι μη-στατιστικά σημαντική. Τέλος, μία ημέρα μετά την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση είναι 0,34% και μη-στατιστικά σημαντική.

Αντίστοιχα μη-στατιστικά σημαντικές εμφανίζονται και οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις των παραπάνω χρονικών σημείων.

Στο σύνολο της περιόδου προσδιορισμού, η μέση μη-κανονική απόδοση εμφανίζεται αρνητική μόνο δύο ημέρες πριν και μία ημέρα πριν την ανακοίνωση σε αρκετά μικρά ποσοστά σε σύγκριση με το θετικό ποσοστό της ημέρας ανακοίνωσης. Από την ημέρα ανακοίνωσης μέχρι και πέντε μέρες μετά οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές, όπως και οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις.

Συνολικά, βλέπουμε μία θετική επίδραση της ανακοίνωσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων με την χρήση μετρητών που όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική ώστε να οδηγηθούμε σε ασφαλή συμπεράσματα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 24 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η μέθοδος πληρωμής είναι με μετοχές.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	24	-0,06%	-0,06%	-0,1242	-0,0195
-4	24	0,05%	-0,01%	0,0975	-0,0042
-3	24	-0,16%	-0,17%	-0,3252	-0,0553
-2	24	0,59%	0,42%	1,2034	0,1338
-1	24	0,77%	1,19%	1,5699*	0,3806
0	24	1,31%	2,50%	2,6770***	0,8013
+1	24	-1,08%	1,42%	-2,2070	0,4544
+2	24	1,00%	2,42%	2,0331	0,7739
+3	24	-0,43%	1,98%	-0,8826	0,6352
+4	24	-0,26%	1,72%	-0,5398	0,5503
+5	24	-0,21%	1,51%	-0,4308	0,4827

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

* στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 24 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες χρησιμοποιήθηκαν ως μέσο πληρωμής μετοχές) είναι θετική και ίση με 0,77% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$. Συνεπώς, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση, το γεγονός της

πραγματοποίησης της εξαγοράς ή συγχώνευσης με μετοχές φαίνεται να έχει ένα θετικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών των εξαγοράστριων εταιριών και άρα και στις αποδόσεις τους.

Ως προς την αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση, εμφανίζεται υψηλή και ίση με 1,19% όμως όχι στατιστικά σημαντική. Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση ισούται με 1,31% και είναι στατιστικά σημαντική σε $\alpha=0,5\%$ επίπεδο σημαντικότητας.

Βλέπουμε, λοιπόν, πως η θετική επίδραση στις μετοχές των εξαγοραστριών εταιριών μία ημέρα πριν την ανακοίνωση συνεχίζεται και την ημέρα της ανακοίνωσης και μάλιστα σε μεγαλύτερο βαθμό. Ως προς την αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση κατά την ημέρα της ανακοίνωσης, παρατηρούμε ότι πάλι δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική.

Τέλος, όσον αφορά την ημέρα αμέσως μετά την ανακοίνωση αντικρίζουμε μία άκρως αντίθετη εικόνα. Η μέση μη-κανονική απόδοση την επομένη της ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι αρνητική, ίση με -1,08% και μη-στατιστικά σημαντική. Δύο ημέρες μετά την ανακοίνωση οι μέση μη-κανονική απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική, αλλά έπονται συνεχόμενες αρνητικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις και μη-στατιστικά σημαντικές.

Οι αρνητικές αποδόσεις που εμφανίζονται κατά την ανταλλαγή μετοχών οφείλονται στην εντύπωση ότι η μετοχή της εξαγοράστριας εταιρίας είναι υπερτιμημένη και για τον λόγο αυτό χρησιμεύει, ώστε να αγοραστεί φθηνότερα μία άλλη εταιρία. Στην πιθανότητα μίας υπερτιμημένης μετοχής, οι επενδυτές ωθούνται στην μαζική πώληση των μετοχών τους, γεγονός που συνεπάγεται την πτώση της τιμής της μετοχής και ως επακόλουθο των αποδόσεων της.

Συνολικά, ως προς την μέθοδο πληρωμής με χρήση μετοχών, βλέπουμε μεν μία θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών την ημέρα της ανακοίνωσης αλλά και μία επακόλουθη δε αρνητική επίδραση, η οποία ωστόσο δεν είναι στατιστικά σημαντική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 37 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η μέθοδος πληρωμής είναι συνδυασμός μετρητών και μετοχών.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	37	0,29%	0,29%	0,8715	0,3810
-4	37	0,00%	0,29%	-0,0028	0,3798
-3	37	-0,02%	0,26%	-0,0722	0,3482
-2	37	-0,05%	0,22%	-0,1396	0,2872
-1	37	0,14%	0,35%	0,4135	0,4679
0	37	-0,32%	0,03%	-0,9652	0,0460
+1	37	0,00%	0,04%	0,0029	0,0473
+2	37	-0,25%	-0,22%	-0,7674	-0,2882
+3	37	-0,09%	-0,30%	-0,2634	-0,4033
+4	37	0,04%	-0,26%	0,1249	-0,3487
+5	37	0,35%	0,08%	1,0558	0,1128

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 37 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες χρησιμοποιήθηκαν μετρητά σε συνδυασμό με μετοχές ως μέσο πληρωμής), εμφανίζεται να είναι ίση με 0,14% και μη-στατιστικά σημαντική.

Την ημέρα της ανακοίνωσης βλέπουμε μία αρνητική μέση μη-κανονική απόδοση ίση με -0,32%, που επίσης δεν προκύπτει να είναι στατιστικά σημαντική.

Ακολούθως, την ημέρα μετά την ανακοίνωση βλέπουμε μία μηδενική μη-κανονική απόδοση και μη-στατιστικά σημαντική. Τέλος, ως προς τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις, είναι στο σύνολό τους μη-στατιστικά σημαντικές.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα ως προς τον συνδυασμό μετρητών και μετοχών για την διεκπεραίωση της συναλλαγής σε μία εξαγορά ή συγχώνευση υποδεικνύουν την μη επίδραση της μεθόδου αυτής στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών, καθώς τα ποσοστά είναι αρκετά μικρά και μη-στατιστικά σημαντικά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 153 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η **εταιρία-στόχος** (εξαγοραζόμενη) είναι **εισηγμένη** (δημόσια).

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	153	0,12%	0,12%	0,8258	0,0902
-4	153	-0,04%	0,08%	-0,2790	0,0597
-3	153	0,02%	0,09%	0,1095	0,0717
-2	153	0,21%	0,31%	1,5059	0,2362
-1	153	0,13%	0,44%	0,9301	0,3379
0	153	0,22%	0,66%	1,5519*	0,5074
+1	153	-0,05%	0,61%	-0,3349	0,4708
+2	153	0,23%	0,83%	1,5928	0,6448
+3	153	0,27%	1,10%	1,9052	0,8530
+4	153	-0,11%	1,00%	-0,7457	0,7715
+5	153	0,18%	1,17%	1,2453	0,9076

*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 153 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες οι εξαγοραζόμενες εταιρείες ήταν εισηγμένες), φαίνεται να είναι ίση με 0,13% αλλά όχι στατιστικά σημαντική.

Την ημέρα ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι θετική και ίση με 0,22% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$.

Διαφαίνεται, επομένως, μία θετική επίδραση της ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης με εισηγμένη (δημόσια) εταιρία, επί των αποδόσεων των εξαγοραστριών εταιριών, αν και το ποσοστό είναι αρκετά χαμηλό.

Μία ημέρα μετά την ανακοίνωση το ποσοστό της μέσης μη-κανονικής απόδοσης σημειώνει πτώση και λαμβάνει αρνητικό πρόσημο.

Πιο συγκεκριμένα, μία ημέρα μετά την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση παίρνει την τιμή -0,05%, η οποία όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική. Ως προς την αθροιστική μέση μη-κανονική κατανομή, αυτή είναι στο σύνολο της περιόδου προσδιορισμού θετική και μη-στατιστικά σημαντική.

Δεν θα λέγαμε επομένως εκ του ασφαλούς ότι υπάρχει μεγάλη θετική επίδραση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 288 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η **εταιρία-στόχος** (εξαγοραζόμενη) είναι **ιδιωτική**.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	288	0,01%	0,01%	0,1434	0,0048
-4	288	0,11%	0,12%	1,3699	0,0504
-3	288	-0,01%	0,12%	-0,0701	0,0481
-2	288	-0,18%	-0,07%	-2,2329	-0,0263
-1	288	-0,02%	-0,08%	-0,2055	-0,0331
0	288	1,06%	0,98%	12,8485***	0,3948
+1	288	0,37%	1,35%	4,5470***	0,5462
+2	288	0,11%	1,46%	1,3371	0,5908
+3	288	0,11%	1,57%	1,2760	0,6333
+4	288	0,11%	1,68%	1,3356	0,6777
+5	288	0,09%	1,76%	1,0322	0,7121

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 288 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες οι εξαγοραζόμενες εταιρείες ήταν ιδιωτικές), είναι -0,02%, ένα αρκετά μικρό αρνητικό ποσοστό και μάλιστα μη-στατιστικά σημαντικό.

Την ημέρα ανακοίνωσης, ωστόσο, παρατηρούμε ένα αρκετά υψηλό ποσοστό για την μέση μη-κανονική απόδοση. Η μέση μη-κανονική απόδοση την ημέρα αυτή είναι της τάξεως του 1,06% και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Υπάρχει επομένως μία αρκετά μεγάλη θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών και άρα στις αποδόσεις των εξαγοραστριών, λόγω της ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης με ιδιωτική εταιρία.

Την ημέρα μετά την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση είναι και πάλι θετική σε ποσοστό 0,37% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Η θετική επίδραση συνεχίζεται και στις επόμενες μέρες της περιόδου περιορισμού με θετικές και στατιστικά σημαντικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις.

Οι μέσες αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις βαίνουν αύξουσες από την ανακοίνωση και μετά. Παρατηρούμε ότι αν και οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι μη στατιστικά σημαντικές, η στατιστική t λαμβάνει μετά την ανακοίνωση διαδοχικές τιμές σε αύξουσα σειρά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AAR_t), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAAR_t) και στατιστικοί συντελεστές $t(\text{AAR})$ και $t(\text{CAAR})$ για δείγμα 181 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η **εταιρία-στόχος** (εξαγοραζόμενη) είναι **εγχώρια**.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AAR _t	CAAR _t	$t(\text{AAR})$	$t(\text{CAAR})$
-5	181	0,03%	0,03%	0,3617	0,0203
-4	181	0,04%	0,07%	0,5058	0,0488
-3	181	0,01%	0,08%	0,0793	0,0533
-2	181	0,06%	0,14%	0,7856	0,0974
-1	181	0,13%	0,27%	1,5978*	0,1873
0	181	0,51%	0,78%	6,2127***	0,5368
+1	181	0,06%	0,83%	0,6932	0,5757
+2	181	0,17%	1,01%	2,1326	0,6957
+3	181	0,01%	1,02%	0,0894	0,7007
+4	181	0,05%	1,06%	0,5971	0,7343
+5	181	0,05%	1,11%	0,6207	0,7692

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 181 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες οι εξαγοραζόμενες εταιρείες ήταν εγχώριες), είναι ίση με 0,13% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$. Οι προηγούμενες μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ήταν θετικές, αλλά μικρότερες και μη-στατιστικά σημαντικές.

Την ημέρα της ανακοίνωσης η απόδοση της προηγούμενης μέρας σχεδόν τετραπλασιάζεται και φτάνει το 0,51%. Το ποσοστό αυτό της μέσης μη-κανονικής απόδοσης κατά την ημέρα της ανακοίνωσης είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις συνεχίζουν να είναι θετικές και τις επόμενες μέρες της περιόδου προσδιορισμού (Event Window) και οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις παρόλο που δεν είναι στατιστικά σημαντικές εμφανίζουν αύξοντα συντελεστή t .

Η ερμηνεία που δίνουμε στην παρατήρηση αυτών των θετικών μη-κανονικών αποδόσεων και του ιδιαίτερου υψηλού ποσοστού κατά την ημέρα της ανακοίνωσης είναι ότι η ανακοίνωση για εξαγορά ή συγχώνευση με εγχώρια εταιρία επιδρά θετικά στις αποδόσεις των εξαγοραστών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AAR_t), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAAR_t) και στατιστικοί συντελεστές $t(\text{AAR})$ και $t(\text{CAAR})$ για δείγμα 260 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, όπου η **εταιρία-στόχος** (εξαγοραζόμενη) είναι **διεθνής** (σε ξένη χώρα).

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AAR _t	CAAR _t	$t(\text{AAR})$	$t(\text{CAAR})$
-5	260	0,05%	0,05%	0,5088	0,0257
-4	260	0,06%	0,11%	0,5897	0,0555
-3	260	0,00%	0,11%	-0,0366	0,0536
-2	260	-0,14%	-0,03%	-1,3879	-0,0165
-1	260	-0,07%	-0,11%	-0,6975	-0,0517
0	260	0,80%	0,69%	7,7398***	0,3392
+1	260	0,33%	1,02%	3,2180***	0,5018
+2	260	0,08%	1,10%	0,7849	0,5414
+3	260	0,27%	1,37%	2,6048	0,6730
+4	260	0,01%	1,38%	0,1091	0,6785
+5	260	0,15%	1,53%	1,4323	0,7508

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 260 εξαγορές και συγχωνεύσεις (κατά τις οποίες οι εξαγοραζόμενες εταιρείες ήταν διεθνείς), λαμβάνει την τιμή -0,07%, ένα αρνητικό, αρκετά μικρό και μη-στατιστικά σημαντικό ποσοστό.

Δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση έχουμε αρνητική τιμή για την μέση μη-κανονική απόδοση ίση με -0,07%, και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Υπήρχε επομένως, δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση μία αρνητική επίδραση.

Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι 0,80% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Η αρκετά μεγάλη αυτή θετική τιμή μας δείχνει ότι η ανακοίνωση για εξαγορά ή συγχώνευση με διεθνή εταιρία επιδρά θετικά στις αποδόσεις των εξαγοραστών.

Ως προς την αθροιστική μέση μη-κανονική τιμή είναι στατιστικά μη-σημαντική κατά την περίοδο προσδιορισμού.

ΧΡΟΝΙΚΕΣ ΠΕΡΙΟΔΟΙ & ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ:

ΠΙΝΑΚΑΣ 9. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AAR_t), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAAR_t) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 149 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) t=-5 έως t=+5, για το χρονικό διάστημα **2004-2006**, με μέσο πληρωμής μετρητά.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AAR _t	CAAR _t	t(AAR)	t(CAAR)
-5	149	-0,01%	-0,01%	-0,0532	-0,0050
-4	149	0,07%	0,06%	0,5901	0,0508
-3	149	0,18%	0,25%	1,5985	0,2020
-2	149	-0,02%	0,23%	-0,1633	0,1866
-1	149	0,00%	0,22%	-0,0362	0,1831
0	149	0,41%	0,63%	3,5308***	0,5171
+1	149	0,25%	0,88%	2,1358**	0,7192
+2	149	0,01%	0,89%	0,0838	0,7271
+3	149	0,01%	0,89%	0,0507	0,7319
+4	149	0,01%	0,90%	0,1016	0,7415
+5	149	0,06%	0,96%	0,4935	0,7882

****στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

**στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 149 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο πριν την χρηματοοικονομική κρίση με μέσο πληρωμής μετρητά) είναι μηδενική και μη-στατιστικά σημαντική. Την ημέρα της ανακοίνωσης παρατηρείται μία μέση μη-κανονική απόδοση της τάξεως του 0,41%, η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$.

Βλέπουμε λοιπόν, ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2004-2006, πριν την χρηματοοικονομική κρίση, είχαν ένα θετικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των εξαγοραστών την ημέρα της ανακοίνωσης. Η θετική αυτή επιρροή φαίνεται πως συνεχίστηκε και τις επόμενες μέρες μετά την ανακοίνωση, όπου έχουμε ένα ποσοστό 0,25% στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις από την ημέρα της ανακοίνωσης και μετά λαμβάνουν μόνο θετικό πρόσημο αν και δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 8 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2004-2006, με μέσο πληρωμής μετοχές.**

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	8	0,45%	0,45%	0,6970	0,1475
-4	8	0,28%	0,73%	0,4363	0,2398
-3	8	0,37%	1,10%	0,5690	0,3602
-2	8	0,61%	1,71%	0,9554	0,5623
-1	8	0,71%	2,42%	1,1017	0,7954
0	8	0,77%	3,19%	1,1972	1,0487
+1	8	-0,66%	2,53%	-1,0274	0,8314
+2	8	0,66%	3,19%	1,0324	1,0498
+3	8	-0,24%	2,95%	-0,3755	0,9703
+4	8	-0,76%	2,19%	-1,1875	0,7191
+5	8	-0,50%	1,69%	-0,7700	0,5562

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 8 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο πριν την χρηματοοικονομική κρίση με μέσο πληρωμής μετοχές) είναι της τάξεως του 0,71% και δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Την ημέρα της ανακοίνωσης το ποσοστό της μέσης μη-κανονικής απόδοσης είναι στο 0,77% και οριακά μη-στατιστικά σημαντικό.

Οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές σε όλη την διάρκεια της περιόδου προσδιορισμού και μη-στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 15 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2004-2006**, με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	15	0,69%	0,69%	1,4413	0,5997
-4	15	-0,03%	0,66%	-0,0621	0,5739
-3	15	-0,18%	0,48%	-0,3765	0,4172
-2	15	0,81%	1,29%	1,6801	1,1163
-1	15	0,19%	1,48%	0,3920	1,2794
0	15	-0,79%	0,69%	-1,6488	0,5934
+1	15	0,53%	1,21%	1,0946	1,0488
+2	15	-0,48%	0,73%	-0,9966	0,6342
+3	15	0,18%	0,92%	0,3822	0,7932
+4	15	-0,65%	0,26%	-1,3597	0,2275
+5	15	0,39%	0,66%	0,8155	0,5668

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 15 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο πριν την χρηματοοικονομική κρίση με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών) λαμβάνει την τιμή 0,19%, η οποία δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική ίση με -0,79% και μη-στατιστικά σημαντική ενώ την ακριβώς επόμενη ημέρα είναι θετική και οριακά μη-στατιστικά σημαντική.

Ως προς την αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση μία ημέρα πριν την ανακοίνωση, βλέπουμε να ισούται με 1,48% και να είναι πολύ οριακά μη-στατιστικά σημαντική. Τις υπόλοιπες ημέρες της περιόδου προσδιορισμού η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση εμφανίζεται να λαμβάνει θετικό πρόσημο αλλά είναι μη-στατιστικά σημαντική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 179 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2007-2012**, με μέσο πληρωμής μετρητά.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	179	0,02%	0,02%	0,1850	0,0076
-4	179	0,12%	0,14%	0,9550	0,0471
-3	179	-0,14%	0,00%	-1,1651	-0,0010
-2	179	-0,18%	-0,18%	-1,4858	-0,0625
-1	179	-0,12%	-0,30%	-0,9764	-0,1028
0	179	1,08%	0,78%	8,9195***	0,2659
+1	179	0,39%	1,17%	3,2034***	0,3983
+2	179	0,30%	1,47%	2,4661	0,5003
+3	179	0,47%	1,94%	3,8631	0,6600
+4	179	-0,07%	1,87%	-0,5579	0,6369
+5	179	0,25%	2,12%	2,0298	0,7208

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 179 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης με μέσο πληρωμής μετρητά) είναι αρνητική, της τάξεως του -0,12% και μη-στατιστικά σημαντική.

Ωστόσο, την ημέρα της ανακοίνωσης είναι θετική και ίση με 1,08%, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Αυτό σημαίνει ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις που έγιναν με χρήση μετρητών κατά την περίοδο 2007-2012, μία περίοδο που η παγκόσμια οικονομία βρισκόταν σε ύφεση, είχαν ένα θετικό αποτέλεσμα για τις εξαγοράστριες εταιρίες την ημέρα της ανακοίνωσής τους.

Την επομένη της ανακοίνωσης, αν και σε μικρότερο βαθμό, 0,39%, πάλι επηρεάζονται θετικά οι αποδόσεις των εξαγοραστών εφόσον και το ποσοστό αυτό είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%.

Μία ημέρα πριν την ανακοίνωση, η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική αλλά μη-στατιστικά σημαντική. Από την ανακοίνωση και μετά, οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι όλες θετικές αν και μη-στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 13 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2007-2012, με μέσο πληρωμής μετοχές.**

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	13	-0,67%	-0,67%	-0,8906	-0,2619
-4	13	0,17%	-0,50%	0,2272	-0,1951
-3	13	-0,22%	-0,72%	-0,2968	-0,2824
-2	13	0,46%	-0,26%	0,6078	-0,1036
-1	13	1,17%	0,91%	1,5619*	0,3557
0	13	0,70%	1,61%	0,9347	0,6306
+1	13	-1,38%	0,23%	-1,8350	0,0909
+2	13	1,13%	1,36%	1,4997*	0,5320
+3	13	-0,65%	0,71%	-0,8634	0,2781
+4	13	0,02%	0,73%	0,0225	0,2847
+5	13	-0,19%	0,54%	-0,2470	0,2121

*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 13 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης με μέσο πληρωμής μετοχές) είναι ίση με 1,17% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$. Αντιλαμβανόμαστε εξ' αυτού ότι μία ημέρα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς ή συγχώνευσης με μετοχές κατά την περίοδο 2007-2012, οι εξαγοραστές απολαμβάνουν μία αύξηση στις τιμές των μετοχών τους και άρα, καλύτερες αποδόσεις.

Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση εξακολουθεί να είναι θετική αν και σε μικρότερο ποσοστό, 0,70%, που όμως είναι μη-στατιστικά σημαντικό.

Μία ημέρα μετά την ανακοίνωση, η μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική και μη-στατιστικά σημαντική, αλλά την δεύτερη μέρα μετά την ανακοίνωση εμφανίζεται και πάλι με θετικό πρόσημο.

Την δεύτερη μέρα μετά την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση είναι ίση με 1,13% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$. Η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση από την ημέρα και μετά εμφανίζεται με θετικά ποσοστά αν και προηγουμένως έπαιρνε μόνο αρνητικές τιμές, χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 17 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2007-2012**, με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	17	0,03%	0,03%	0,0658	0,0282
-4	17	0,21%	0,24%	0,4122	0,2045
-3	17	-0,06%	0,19%	-0,1116	0,1568
-2	17	-0,63%	-0,44%	-1,2240	-0,3668
-1	17	0,33%	-0,11%	0,6377	-0,0940
0	17	0,03%	-0,08%	0,0642	-0,0666
+1	17	-0,34%	-0,42%	-0,6634	-0,3504
+2	17	-0,18%	-0,60%	-0,3495	-0,4999
+3	17	-0,41%	-1,01%	-0,8041	-0,8439
+4	17	0,57%	-0,44%	1,1176	-0,3658
+5	17	0,45%	-0,02%	0,8862	0,0133

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 17 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών) είναι ίση με 0,33% και μη-στατιστικά σημαντική.

Την ημέρα της ανακοίνωσης πάλι εμφανίζεται θετική μέση μη-κανονική απόδοση, αν και σε μικρό βαθμό 0,03%, που επίσης δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Για τρεις μέρες μετά την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική, αλλά και πάλι μη-στατιστικά σημαντική.

Η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική δυο μέρες πριν την ανακοίνωση και συνεχίζει να είναι αρνητική μέχρι και το τέλος της περιόδου προσδιορισμού, χωρίς να είναι όμως στατιστικά σημαντική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 52 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2013-2014, με μέσο πληρωμής μετρητά.**

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	52	0,17%	0,17%	1,0506	0,0496
-4	52	-0,13%	0,04%	-0,8069	0,0115
-3	52	0,04%	0,08%	0,2490	0,0233
-2	52	0,04%	0,12%	0,2346	0,0343
-1	52	0,24%	0,35%	1,4800*	0,1042
0	52	1,37%	1,72%	8,5897***	0,5098
+1	52	0,45%	2,18%	2,8497***	0,6443
+2	52	-0,10%	2,08%	-0,6222	0,6149
+3	52	-0,08%	2,00%	-0,4922	0,5917
+4	52	0,57%	2,56%	3,5523	0,7594
+5	52	-0,20%	2,37%	-1,2309	0,7013

***στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

*στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 52 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο σχετικής ανάκαμψης με μέσο πληρωμής μετρητά) είναι της τάξεως του 0,24% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$.

Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι 1,37% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5% και την επόμενη μέρα είναι 0,45% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,5\%$. Συμπεραίνουμε ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις κατά την περίοδο 2013-2014 με μέσο πληρωμής μετρητά, είχαν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών.

Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις ήταν θετικές σε όλη την διάρκεια της περιόδου προσδιορισμού αλλά μη-στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 16. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 3 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2013-2014, με μέσο πληρωμής μετοχές.**

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	3	1,21%	1,21%	1,7570	0,1467
-4	3	-1,11%	0,11%	-1,5990	0,0132
-3	3	-1,29%	-1,18%	-1,8625	-0,1423
-2	3	1,11%	-0,07%	1,6028	-0,0085
-1	3	-0,81%	-0,88%	-1,1698	-0,1062
0	3	5,41%	4,54%	7,8343***	0,5479
+1	3	-0,93%	3,60%	-1,3479	0,4354
+2	3	1,33%	4,94%	1,9263**	0,5962
+3	3	-0,01%	4,92%	-0,0174	0,5948
+4	3	-0,15%	4,77%	-0,2242	0,5761
+5	3	0,43%	5,20%	0,6271	0,6284

*** στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%

** στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 3 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο σχετικής ανάκαμψης με μέσο πληρωμής μετοχές) είναι ίση με -0,81% και μη-στατιστικά σημαντική. Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι 5,41% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%, άρα και επηρεάζονται θετικά οι αποδόσεις των εξαγοραστρών.

Την επόμενη μέρα από την ανακοίνωση η μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική, αλλά μη στατιστικά σημαντική. Δύο μέρες μετά την ανακοίνωση, ωστόσο, εμφανίζεται πάλι θετική στο 1,33% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=5\%$.

Οδηγούμαστε έτσι στο συμπέρασμα ότι, η πληρωμή με μετοχές σε εξαγορές, που έγιναν την περίοδο σχετικής ανάκαμψης της οικονομίας μετά την χρηματοοικονομική κρίση όταν φαίνεται μια σχετική ανάκαμψη, έχει θετικά αποτελέσματα στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστρών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17. Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AARt), Αθροιστικές Μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAARt) και στατιστικοί συντελεστές t(AAR) και t(CAAR) για δείγμα 5 εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (Event Window) $t=-5$ έως $t=+5$, για το χρονικό διάστημα **2013-2014**, με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών.

Event Window	Αριθμός Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	AARt	CAARt	t(AAR)	t(CAAR)
-5	5	-0,02%	-0,02%	-0,0306	-0,0041
-4	5	-0,41%	-0,42%	-0,8153	-0,1143
-3	5	0,81%	0,39%	1,6272	0,1056
-2	5	-0,58%	-0,19%	-1,1522	-0,0501
-1	5	-0,41%	-0,59%	-0,8101	-0,1596
0	5	-1,55%	-2,15%	-3,1065	-0,5794
+1	5	-1,10%	-3,25%	-2,2037	-0,8772
+2	5	0,50%	-2,75%	0,9947	-0,7428
+3	5	1,04%	-1,71%	2,0875**	-0,4607
+4	5	0,59%	-1,11%	1,1859	-0,3004
+5	5	0,09%	-1,02%	0,1813	-0,2759

**στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 2,5%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων, η μέση μη-κανονική απόδοση των εξαγοραστριών εταιριών, που συμμετείχαν σε 5 εξαγορές και συγχωνεύσεις (την χρονική περίοδο σχετικής ανάκαμψης με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών) είναι στο -0,41% και μη-στατιστικά σημαντική.

Επίσης, αρνητικές και μη-στατιστικά σημαντικές είναι οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης και την επόμενη από αυτή ημέρα. Όμως από την δεύτερη ημέρα μετά την ανακοίνωση βλέπουμε οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις να αυξάνονται.

Την τρίτη ημέρα μετά την ανακοίνωση βλέπουμε ένα θετικό ποσοστό μέσης μη-κανονικής απόδοσης στο 1,04%, στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=2,5\%$. Έτσι, μπορούμε να πούμε ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις την χρονική περίοδο 2013-2014, που αποτελεί μία περίοδο σχετικής ανάκαμψης της οικονομίας, με συνδυασμό μετρητών και μετοχών, οδηγεί σε καλύτερες αποδόσεις των εξαγοραστών.

Παρατηρούμε ότι και στις τρεις αυτές χρονικές περιόδους, 2004-2006, 2007-2012 και 2013-2014, σημειώνονται θετικές αποδόσεις για τους εξαγοραστές όποια μέθοδος πληρωμής και εάν εφαρμοστεί.

6.2 Συσχέτιση αποτελεσμάτων event study με αναμενόμενα αποτελέσματα και αναζήτηση πιθανών αιτιών απόκλισης

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξε η έρευνα μας με τα αναμενόμενα αποτελέσματα βάσει της προγενέστερης βιβλιογραφικής έρευνας, παρατηρούμε ότι:

- Ως προς την **μέθοδο πληρωμής**, αποκλίνουμε από τα αποτελέσματα των Draper and Paudyal (2006), Travlos (1987), Sudarsanam and Mahate (2003), οι οποίοι υποστήριξαν ότι οι μετοχές οδηγούν σε αρνητικές αποδόσεις, καθώς βρήκαμε θετικές αποδόσεις των εξαγοραστών και συμφωνούμε μαζί τους ως προς τα μετρητά, όπου έχουμε θετικές αποδόσεις. Να σημειώσουμε ότι η θετική επίδραση στις αποδόσεις των εξαγοραστών ήταν μεγαλύτερη όταν χρησιμοποιούνταν μετοχές, από ότι όταν χρησιμοποιούνταν μετρητά.

Ωστόσο, μερική στήριξη στο αποτέλεσμα αυτό παρέχουν οι Dodds and Quek (1985), σύμφωνα με τους οποίους μία εξαγορά με μετοχές είναι περισσότερο επιθυμητή από ότι μια εξαγορά με μετρητά. Θα μπορούσαμε να αναζητήσουμε τα αίτια της απόκλισης αυτής στο γεγονός ότι ήταν αρκετά λίγες οι εξαγορές που έγιναν αποκλειστικά με μετοχές και ίσως επηρεάστηκαν οι αποδόσεις, στις περιπτώσεις πληρωμής με μετοχές και από άλλους παράγοντες, όπως αν ήταν η εξαγοραζόμενη διεθνής ή εγχώρια, δημόσια ή ιδιωτική κ.α.

Αναφορικά με τον συνδυασμό μετρητών και μετοχών ως μέθοδο πληρωμής λόγω του ότι τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά δεν μπορούμε να εξάγουμε με ασφάλεια κάποιο συμπέρασμα ως προς τις αποδόσεις.

- Ως προς το **είδος της εξαγοραζόμενης εταιρίας**, ερχόμαστε σε συμφωνία με τα αναμενόμενα αποτελέσματα καθώς παρατηρούμε θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στις αποδόσεις των εξαγοραστών όταν η εξαγοραζόμενη είναι δημόσια (εισηγμένη) και θετική, αλλά ακόμα μεγαλύτερη επίδραση, όταν είναι ιδιωτική.
- Ως προς την **γεωγραφική θέση της εξαγοραζόμενης εταιρίας**, διαφωνούμε τους Aw και Chatterjee (2004), Mathur and Rangan, Chhachhi, Sundaram (1994) οι οποίοι κατέληξαν στο ότι οι διεθνείς εξαγορές οδηγούν σε αρνητικές αποδόσεις, καθώς η παρούσα έρευνα καταλήγει στο ότι οι διεθνείς εξαγορές οδηγούν σε θετικές αποδόσεις για τους εξαγοραστές. Ωστόσο, συμφωνούμε μαζί τους, ως προς τις εγχώριες εξαγορές, ότι δηλαδή επιδρούν θετικά.

Θα λέγαμε ότι ερχόμαστε μερικώς σε συμφωνία με τα αναμενόμενα αποτελέσματά μας καθώς υπάρχει και η αντίθετη άποψη από τους ανωτέρω, των Conn, Cosh, Guest and Hughes (2005) σύμφωνα με τους οποίους αναμένουμε είτε χαμηλότερες αποδόσεις στις διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις είτε αντίστοιχες με αυτές στις περιπτώσεις εγχώριων εξαγορών.

Όμως και πάλι δεν ερχόμαστε σε πλήρη συμφωνία, καθώς η θετική επίδραση στις αποδόσεις των εξαγοραστών ήταν μεγαλύτερη στην περίπτωση που η εξαγοραζόμενη εταιρία ήταν διεθνής. Εδώ η πιθανότερη αιτία για την μεγαλύτερη αυτή απόδοση στις διεθνείς εξαγορές ίσως είναι η χρηματοοικονομική κρίση του 2007, μία κρίση μακράς διάρκειας, που οδήγησε τους υποψήφιους εξαγοραστές στην αναζήτηση διεθνών εταιριών ώστε να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο που ενείχε μία εξαγορά στην ίδια χώρα, Grave, Vardiabasis and Yavas (2012). Ας μην ξεχνάμε ότι μία εξαγορά ή συγχώνευση θεωρείται επενδυτικό σχέδιο.

6.3 Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Πρότυπου Μοντέλου

Με την χρήση του οικονομετρικού προγράμματος GRETΛ πραγματοποιήσαμε αρχικώς παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων.

Υπενθυμίζουμε ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου μας ήταν οι ακόλουθες:

Method of Payment = Μέθοδος Πληρωμής (Μετρητά ή Μετοχές)

Location = Γεωγραφική Θέση εξαγοραζόμενης εταιρίας

Target Type = Είδος εξαγοραζόμενης εταιρίας

Target Period = Χρονική Περίοδος

Προέκυψαν τα ακόλουθα:

OLS, χρήση των παρατηρήσεων 1-441
Εξαρτημένη μεταβλητή: CARS11

	Συντελεστής	Τυπ. Σφάλμα	t-λόγος	p-τιμή
Const	0,0193181	0,0106608	1,8121	0,0707 *
METHOD OF PAYMENT	-0,00282226	0,0100762	-0,2801	0,7796
LOCATION	-0,00375589	0,00482881	-0,7778	0,4371
TARGET TYPE	-0,00756891	0,00508569	-1,4883	0,1375
TIME PERIOD	-0,0017702	0,00465555	-0,3802	0,7040

Μέσος εξαρτημένης μεταβλητής	0,011643	Τυπική Απόκλιση εξαρτημένης μεταβλητής	0,046181
Άθροισμα Τετραγώνων Καταλοίπων	0,851734	Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης	0,046203
R-τετράγωνο	0,009015	Προσαρμοσμένο R-τετράγωνο	-0,000920
F(4, 436)	0,907418	P-τιμή(F)	0,459528
Λογαριθμική πιθανοφάνεια	671,4517	Akaike κριτήριο	-1332,903
Schwarz κριτήριο	-1312,896	Hannan-Quinn	-1324,983

Με βάση τον παραπάνω πίνακα το μοντέλο μας παίρνει την ακόλουθη μορφή:

$$CAAR(-1, +1) = 0,0193181 - 0,00282226 * \textit{method of payment} - 0,00375589 * \textit{location} - 0,00756891 * \textit{target type} - 0,0017702 * \textit{time period}$$

Όπου $CAAR(-1, +1)$, οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για την περίοδο προσδιορισμού (-1,+1).

Παρατηρούμε ότι από τις ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου μας μόνο η η σταθερά που εκφράζει την ευαισθησία της εξαρτημένης στις μεταβολές των ανεξάρτητων είναι στατιστικά σημαντική με **p-value = 0.0707**.

Το **προσαρμοσμένο R^2** , που μας δείχνει το ποσοστό μεταβλητότητας που εξηγεί το μοντέλο μας είναι αρκετά μικρό και ίσο με **-0.000920**.

Για την διόρθωση της επεξηγηματικότητας του μοντέλου μας αφαιρούμε μία μία τις μη-στατιστικά σημαντικές ανεξάρτητες μεταβλητές. Ξεκινάμε αφαιρώντας την ανεξάρτητη μεταβλητή με την μεγαλύτερη p-value τιμή, δηλαδή την ***method of payment***.

Προκύπτουν τα ακόλουθα:

OLS, χρήση των παρατηρήσεων 1-441
Εξαρτημένη μεταβλητή: CARS11

	Συντελεστής	Τυπ. Σφάλμα	t-λόγος	p-τιμή	
const	0,015139	0,00400357	3,7814	0,0002	***
LOCATION	0,00219028	0,00486998	0,4498	0,6531	
TARGETTYPE	-0,0117963	0,00498019	-2,3686	0,0183	**
TIMEPERIOD	-0,00307628	0,00471975	-0,6518	0,5149	

Μέσος εξαρτημένης μεταβλητής	0,010300	Τυπική Απόκλιση εξαρτημένης μεταβλητής	0,049196
Άθροισμα Τετραγώνων Καταλοίπων	1,050380	Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης	0,049027
R-τετράγωνο	0,013658	Προσαρμοσμένο R-τετράγωνο	0,006887
F(3, 437)	2,017086	P-τιμή(F)	0,110805
Λογαριθμική πιθανοφάνεια	706,0445	Akaike κριτήριο	-1404,089
Schwarz κριτήριο	-1387,733	Hannan-Quinn	-1397,637

Παρατηρούμε ότι εξακολουθεί να είναι στατιστικά σημαντική μόνο η μεταβλητή *target type* έχοντας **p-value = 0.0183** και η σταθερά με **p-value = 0.0002**. Το **προσαρμοσμένο R^2** , που μας δείχνει το ποσοστό μεταβλητότητας που εξηγεί το μοντέλο μας είναι ελάχιστα μεγαλύτερο και ίσο με **0.006887**.

Στην προσπάθεια διόρθωσης της επεξηγηματικότητας του μοντέλου μας αφαιρούμε και την άλλη μη-στατιστικά σημαντική μεταβλητή, δηλαδή την *location*.

Προκύπτουν τα ακόλουθα:

OLS, χρήση των παρατηρήσεων 1-441
Εξαρτημένη μεταβλητή: CARS11

	Συντελεστής	Τυπ. Σφάλμα	t-λόγος	p-τιμή	
const	0,0157483	0,00376393	4,1840	<0,0001	***
TARGETTYPE	-0,011394	0,00489475	-2,3278	0,0204	**
TIMEPERIOD	-0,00279277	0,0046732	-0,5976	0,5504	

Μέσος εξαρτημένης μεταβλητής	0,010300	Τυπική Απόκλιση εξαρτημένης μεταβλητής	0,049196
Άθροισμα Τετραγώνων Καταλοίπων	1,050866	Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης	0,048982
R-τετράγωνο	0,013202	Προσαρμοσμένο R-τετράγωνο	0,008696
F(2, 438)	2,929827	P-τιμή(F)	0,054454
Λογαριθμική πιθανοφάνεια	705,9424	Akaike κριτήριο	-1405,885
Schwarz κριτήριο	-1393,618	Hannan-Quinn	-1401,046

Παρατηρούμε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή *target type* είναι στατιστικά σημαντική έχοντας **p-value = 0.0204** και η σταθερά με **p-value < 0.0001**.

Το **προσαρμοσμένο R^2** , που μας δείχνει το ποσοστό μεταβλητότητας που εξηγεί το μοντέλο μας είναι ελάχιστα μεγαλύτερο και ίσο με **0.008696**.

Στην προσπάθεια διόρθωσης της επεξηγηματικότητας του μοντέλου μας αφαιρούμε και την άλλη μη-στατιστικά σημαντική μεταβλητή, δηλαδή την *time period* .

Προκύπτουν τα ακόλουθα:

OLS, χρήση των παρατηρήσεων 1-441
Εξαρτημένη μεταβλητή: CARS11

	Συντελεστής	Τυπ. Σφάλμα	t-λόγος	p-τιμή	
const	0,0143082	0,0028892	4,9523	<0,0001	***
TARGETTYPE	-0,0114772	0,00488918	-2,3475	0,0193	**

Μέσος εξαρτημένης μεταβλητής	0,010300	Τυπική Απόκλιση εξαρτημένης μεταβλητής	0,049196
Άθροισμα Τετραγώνων Καταλοίπων	1,051723	Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης	0,048946
R-τετράγωνο	0,012397	Προσαρμοσμένο R-τετράγωνο	0,010147
F(1, 439)	5,510581	P-τιμή(F)	0,019345
Λογαριθμική πιθανοφάνεια	705,7627	Akaike κριτήριο	-1407,525
Schwarz κριτήριο	-1399,347	Hannan-Quinn	-1404,299

Παρατηρούμε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή *target type* είναι στατιστικά σημαντική έχοντας **p-value = 0,0193** και η σταθερά με **p-value < 0.0001**.

Το **προσαρμοσμένο R²**, που μας δείχνει το ποσοστό μεταβλητότητας που εξηγεί το μοντέλο μας είναι ελάχιστα μεγαλύτερο και ίσο με **0.010147**.

Πραγματοποιούμε στην συνέχεια οικονομετρικούς ελέγχους:

Έλεγχος για αυτοσυσχέτιση:

Λόγω του γεγονότος ότι τα στοιχεία του μοντέλου είναι μεν διαστρωματικά, αλλά οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου είναι στοχαστικές, δεν τηρείται η υπόθεση αυτή του Durbin Watson test (D-W) και έτσι δεν πραγματοποιείται έλεγχος για αυτοσυσχέτιση.

Έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα:

Για να ελέγξουμε το μοντέλο για τυχόν ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας πραγματοποιήσαμε White's Test, όπου

H_0 : δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα και

H_1 : υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα

Προέκυψε **p-value = 0.421928 > 0.1**, άρα δεν απορρίπτουμε την μηδενική H_0 , οπότε δεχόμαστε την μηδενική υπόθεση και επομένως, δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα.

Το τελικό μοντέλο που προκύπτει μετά την αφαίρεση των μη-στατιστικά σημαντικών ανεξάρτητων μεταβλητών και μετά την πραγματοποίηση των οικονομετρικών ελέγχων είναι το ακόλουθο:

$$CAAR(-1, +1) = 0,0143082 - 0,0114772 * target\ type$$

7. Συμπεράσματα

7.1 Συμπεράσματα Event Study

Μέσω της παρούσας ερευνητικής προσπάθειας επιδιώχθηκε η ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων των αποδόσεων των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών, κατά την ανακοίνωση μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Τα ερωτήματα τα οποία έθετε η έρευνα μας προς απάντηση ήταν τα ακόλουθα:

1. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η εταιρία-στόχος είναι εγχώρια και τι όταν είναι διεθνής;
2. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η εταιρία-στόχος είναι (εισηγμένη) δημόσια και τι όταν είναι ιδιωτική;
3. Τι συμβαίνει στις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, όταν η μέθοδος πληρωμής που χρησιμοποιείται είναι μετρητά και τι όταν είναι μετοχές;

Σε δείγμα 441 ολοκληρωμένων εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν από την 01/01/2004 μέχρι και την 31/12/2014, με βρετανικές εισηγμένες εταιρίες να ενέχουν θέση εξαγοραστών, σε συμφωνίες αξίας μεγαλύτερης των 100 εκατομμυρίων δολαρίων, είδαμε κατ' αρχάς συνολικά την επίδραση της ανακοίνωσης στις αποδόσεις των εξαγοραστών. Καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση του γεγονότος για εξαγορά ή συγχώνευση έχει θετική επίδραση επάνω στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών την ίδια ημέρα της ανακοίνωσης. Επίσης, η θετική επίδραση της ανακοίνωσης στις τιμές των μετοχών και επομένως στις αποδόσεις αυτών, εξακολουθεί και την επόμενη ημέρα αλλά βαίνει μειούμενη.

Από τις 441 εξαγορές και συγχωνεύσεις, είδαμε ότι:

1. **380 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν με μετρητά για το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης. Παρατηρήσαμε μία θετική επίδραση της ανακοίνωσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων με την χρήση μετρητών, που όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική ώστε να οδηγηθούμε σε ασφαλή συμπεράσματα.
2. **24 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν με μέσο πληρωμής μετοχές, το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης. Ως προς την μέθοδο πληρωμής με χρήση μετοχών, βλέπουμε μεν μία θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών την ημέρα της ανακοίνωσης αλλά και μία επακόλουθη δε αρνητική επίδραση, η οποία όμως ήταν μη στατιστικά σημαντική. Άρα, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η χρήση μετοχών κατά την διεκπεραίωση εξαγορών και συγχωνεύσεων έχει θετικές επιδράσεις στις αποδόσεις των εξαγοραστών.
3. **37 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν με μέσο πληρωμής μετρητά σε συνδυασμό με μετοχές, το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης. Τα αποτελέσματα ως προς τον συνδυασμό μετρητών και μετοχών για την διεκπεραίωση της συναλλαγής σε μία εξαγορά ή συγχώνευση υποδεικνύουν την μη επίδραση της μεθόδου αυτής στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών, καθώς τα ποσοστά είναι αρκετά μικρά και μη-στατιστικά σημαντικά.
4. **153 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν, το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης, με τις εξαγοραζόμενες να είναι εισηγμένες. Την ημέρα ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική επομένως, συμπεραίνουμε ότι υπάρχει μία θετική επίδραση της ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης με εισηγμένη (δημόσια) εταιρία, επί των αποδόσεων των εξαγοραστριών εταιριών, αν και σε ποσοστό αρκετά χαμηλό. Μία ημέρα μετά την ανακοίνωση το ποσοστό της μέσης μη-κανονικής απόδοσης σημειώνει πτώση και λαμβάνει αρνητικό πρόσημο. Δεν θα

λέγαμε επομένως εκ του ασφαλούς ότι υπάρχει μεγάλη θετική επίδραση.

5. **288 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν, το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης, με τις εξαγοραζόμενες να είναι ιδιωτικές. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα, με βάση τα εξαχθέντα αποτελέσματα, ότι υπάρχει μία αρκετά μεγάλη θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών και άρα, στις αποδόσεις των εξαγοραστριών, λόγω της ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης με ιδιωτική εταιρία.
6. **181 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν, το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης, με τις εξαγοραζόμενες να είναι εγχώριες. Το ιδιαίτερος υψηλό ποσοστό μέσης μη-κανονικής απόδοσης κατά την ημέρα της ανακοίνωσης, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση για εξαγορά ή συγχώνευση με εγχώρια εταιρία επιδρά θετικά στις αποδόσεις των εξαγοραστρών.
7. **260 εξαγορές και συγχωνεύσεις** πραγματοποιήθηκαν, το συνολικό χρονικό διάστημα της μελέτης, με τις εξαγοραζόμενες να είναι διεθνείς. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση για εξαγορά ή συγχώνευση με διεθνή εταιρία επιδρά θετικά στις αποδόσεις των εξαγοραστρών. Σημειώνουμε εδώ, ότι οι αποδόσεις των εξαγοραστρών στις περιπτώσεις διεθνών εξαγοραζόμενων φαίνεται να υπερβαίνουν αυτές των εγχώριων.

Ως προς τον προσδιοριστικό παράγοντα της μεθόδου πληρωμής σε συνδυασμό με την χρονική περίοδο πραγματοποίησης της εξαγοράς ή συγχώνευσης, καταλήξαμε στα ακόλουθα συμπεράσματα, για το πώς επηρεάζονται οι αποδόσεις των εξαγοραστριών εταιριών.

Την χρονική περίοδο πριν την χρηματοοικονομική κρίση (2004-2006):

1. οι **149 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν, με μέσο πληρωμής μετρητά, είχαν ένα θετικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των εξαγοραστρών την ημέρα της ανακοίνωσης. Η θετική αυτή επιρροή συνεχίστηκε και την επόμενη μέρα μετά την ανακοίνωση.
2. οι **8 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν, με μέσο πληρωμής μετοχές, δεν μπορούμε να πούμε εκ του ασφαλούς αν επέδρασαν θετικά ή αρνητικά επί των αποδόσεων των εξαγοραστρών, καθώς τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά.
3. οι **15 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν, με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών, δεν μπορούμε

να πούμε εκ του ασφαλούς αν επέδρασαν θετικά ή αρνητικά επί των αποδόσεων των εξαγοραστών, καθώς τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά.

Την χρονική περίοδο κατά την χρηματοοικονομική κρίση (2007-2012):

1. οι **179 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν με μέσο πληρωμής μετρητά, είχαν ένα θετικό αποτέλεσμα την ημέρα της ανακοίνωσής τους, άρα συμπεραίνουμε αύξηση των αποδόσεων των εξαγοραστών. Την επομένη της ανακοίνωσης, αν και σε μικρότερο βαθμό, πάλι επηρεάζονταν θετικά οι αποδόσεις.
2. οι **13 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν με μέσο πληρωμής μετοχές, οδηγούσαν μία ημέρα πριν την ανακοίνωση, να απολαμβάνουν οι εξαγοραστές μία αύξηση στις τιμές των μετοχών τους και άρα, καλύτερες αποδόσεις. Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση εξακολουθούσε να είναι θετική αν και σε μικρότερο ποσοστό, που όμως ήταν μη-στατιστικά σημαντικό. Μία ημέρα μετά την ανακοίνωση, η μέση μη-κανονική απόδοση ήταν αρνητική και μη-στατιστικά σημαντική, αλλά την δεύτερη μέρα μετά την ανακοίνωση εμφανιζόταν και πάλι με θετικό πρόσημο. Άρα, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι υπήρχε θετική επίδραση στις αποδόσεις των εξαγοραστών, σύμφωνα με τα στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα.
3. οι **17 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών, δεν μας οδήγησαν σε κάποιο συμπέρασμα καθώς τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά.

Την χρονική περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας (2013-2014):

1. οι **52 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν με μέσο πληρωμής μετρητά, είχαν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών.
2. οι **3 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν με μέσο πληρωμής μετοχές, είχαν θετικά αποτελέσματα στις τιμές των μετοχών των εξαγοραστών.
3. οι **5 εξαγορές και συγχωνεύσεις** που πραγματοποιήθηκαν με μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών, οδήγησαν σε καλύτερες αποδόσεις για τους εξαγοραστές.

7.2 Συμπεράσματα Πρότυπου Μοντέλου

Αναφορικά με το πρότυπο μοντέλο που δημιουργήσαμε για να δούμε συνδυαστικά τις επιδράσεις των προσδιοριστικών παραγόντων στις αποδόσεις των εξαγοραστών, καταλήξαμε στο ακόλουθο συμπέρασμα.

Από τις ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου, μόνο η μεταβλητή του είδους της εξαγοραζόμενης εταιρίας προέκυψε στατιστικά σημαντική, όταν συνδυάζονται όλοι οι παράγοντες. Το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης του μοντέλου, μας δείχνει ότι υπάρχει μία αρνητική σχέση των μεταβολών του παράγοντα αυτού (από εγχώρια εξαγοραζόμενη σε διεθνή κατά την διάρκεια της χρονικής περιόδου μελέτης) με τις συνολικές αποδόσεις των εταιριών.

Το αρχικό μοντέλο που προέκυψε από την παλινδρόμηση ήταν:

$$CAAR(-1, +1) = 0,0193181 - 0,00282226 * \textit{method of payment} - 0,00375589 * \textit{location} - 0,00756891 * \textit{target type} - 0,0017702 * \textit{time period}$$

όμως για λόγους στατιστικής σημαντικότητας το μοντέλο κατέληξε να είναι:

$$CAAR(-1, +1) = 0,0143082 - 0,0114772 * \textit{target type}$$

7.3 Τι καινούριο ανέδειξε η μελέτη; Είναι σημαντικό;

Η παρούσα μελέτη ανέδειξε αρκετά πράγματα που θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως «καινούρια»:

1. Το γεγονός ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις με την χρήση μετοχών μπορούν να καταλήξουν σε **θετικές** αποδόσεις για τους εξαγοραστές.
2. Το γεγονός ότι οι διεθνείς εξαγορές προσφέρουν και αυτές **θετικές** αποδόσεις και μάλιστα μεγαλύτερες από τις εγχώριες, λόγω της διαφοροποίησης που παρέχει η επένδυση σε μια ξένη χώρα κάτι που φάνηκε στην υπό εξέταση δεκαετία λόγω και της χρηματοοικονομικής κρίσης.
3. Την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ των αθροιστικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων και των μεταβολών του παράγοντα του είδους της εταιρίας από εισηγμένη σε ιδιωτική και το αντίστροφο κατά την διάρκεια του χρονικού ορίζοντα του δείγματος, με βάση το πρότυπο

μοντέλο που δημιουργήσαμε όταν επιδρούν συνδυαστικά όλοι οι παράγοντες.

Τα ευρήματα αυτά της μελέτης είναι αρκετά σημαντικά, καθώς μας δείχνουν μία ουσιώδη αλλαγή στα αποτελέσματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων ως προς τις αποδόσεις των εξαγοραστών. Η σημαντική αυτή αλλαγή θεωρούμε ότι οφείλεται στο γεγονός, ότι μελετήθηκε μία περίοδος όπου η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση «τάραξε τα νερά» του επιχειρηματικού και χρηματοπιστωτικού κόσμου. Προφανώς και επηρεάστηκαν και τα αποτελέσματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αυτό τουλάχιστον αποδεικνύουν τα ευρήματά μας, εφόσον βλέπουμε μεταβολή στην επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων επί των αποδόσεων.

Μία γενικότερη αντίληψη των επιδράσεων αυτών, μπορεί να φανεί πολύ χρήσιμη και να συμβάλει ουσιαστικά στη σημαντική απόφαση μίας εισηγμένης εταιρίας ή ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, για την πραγματοποίηση ή όχι μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης.

7.4 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Περαιτέρω έρευνα ως προς τους προσδιοριστικούς παράγοντες των αποδόσεων των μετοχών των εξαγοραστριών εταιριών θα μπορούσε να γίνει και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, εκτός από το βραχυπρόθεσμο επίπεδο της ημερομηνίας ανακοίνωσης που κινήθηκε η παρούσα έρευνα. Έτσι, θα ήταν εφικτή μία σύγκριση στις επιδράσεις των παραγόντων στα δύο διαφορετικά χρονικά πλαίσια της πραγματοποίησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Επίσης, θα μπορούσε να διερευνηθεί το κατά πόσον οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ήταν εχθρικές ή φιλικές και πως αυτό επηρέασε τις αποδόσεις.

Βιβλιογραφία:

ΑΡΘΡΑ:

1. Aw, M.S.B. and Chatterjee, R.A., 2004. The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets. *Applied Financial Economics*, 14 (5), 337-349.
2. Conn, R.L., Cosh, A., Guest, P.M., and Hughes, A., 2005. The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (5-6), 815-870.
3. Dodd, P. and Ruback, R., 1977. Tender offers and shareholder returns: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5 (3), 351-373.
4. Dodds, J.C. and Quek, J.P., 1985. Effect of mergers on the share price movement of the acquiring firms: A UK study. *Journal of Business Finance and Accounting*, 12 (2), 285-296.
5. Draper, P. and Paudyal, K., 1999. Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 (5-6), 521-558.
6. 2006. Acquisitions: Private versus public. *European Financial Management*, 12 (1), 57-80.
7. 2008. Information asymmetry and bidders' gains. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35 (3-4), 376-405.
8. Franks, J.R. and Harris, R.S., 1989. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, 23 (2), 225-249.
9. Fuller, K., Netter, J., and Stegemoller, M., 2002. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance*, 57 (4), 1763-1793.
10. Martin, K., 1996. The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and managerial ownership. *Journal of Finance*, 51 (4), 1227-1246.

11. Martynova, M. and Renneboog, L., 2008. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking and Finance*, 32 (10), 2148-2177.
12. Myers, S.C. and Majluf, N.S., 1984. Investment and financing policy with differential information. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
13. Travlos, N.G., 1987. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *Journal of Finance*, 42 (4), 943-963.
14. Anup Agrawal, Jeffrey F. Jaffe, 1999. The Post-merger Performance Puzzle. In A. Gregory and C. Cooper, *Advances in mergers and acquisitions*, Amsterdam: JAI Press, 7-52
15. Beitel, Schiereck, Wahrenburg, Explaining M&A Success in European Banks, *European Financial Management*, Vol. 10, 109–139
16. Fuller, Netter and Stegemoller, 2002, What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions, *The Journal of Finance* Vol. LVII, No. 4
17. K. M. Holland and L. Hodgkison, 1994, The Pre-Announcement Share Price Behaviour of UK Takeover Targets, *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(4)
18. I. Mathur and N. Rangan, I. Chhachhi, S. Sundaram, 1994, International Acquisitions in the United States: Evidence from Returns to Foreign Bidders, *Managerial and decision economics*, Vol. 15, 107-118
19. S. Sudarsanam, A. Mahate, 2003, Glamour Acquirers, Method of payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (1) & (2)
20. L. Capron and N. Pistre, 2002, When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?, *Strategic Management Journal*, 23: 781–794

21. Grave, Vardiabasis and Yavas, 2012, The Global Financial Crisis and M&A, International Journal of Business and Management , vol. 7, 56-66

BIBΛΙΑ:

1. Κυριαζής Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια και ΣΙΑ Ο.Ε., ΑΘΗΝΑ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Πορεία μέσω μη-κανονικών αποδόσεων (ανεξαρτήτως παράγοντα)



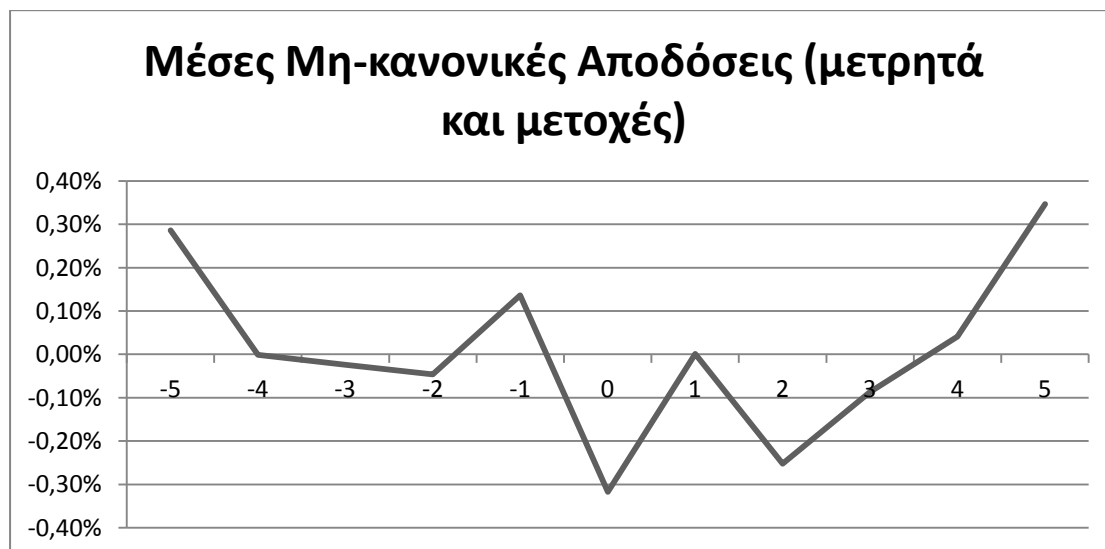
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Πορεία μέσω μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η μέθοδος πληρωμής είναι με μετρητά.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Πορεία μέσων μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η μέθοδος πληρωμής είναι με μετοχές.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Πορεία μέσων μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η μέθοδος πληρωμής είναι με μετρητά και μετοχές.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Πορεία μέσω μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η εξαγοραζόμενη εταιρία είναι εισηγμένη/δημόσια.



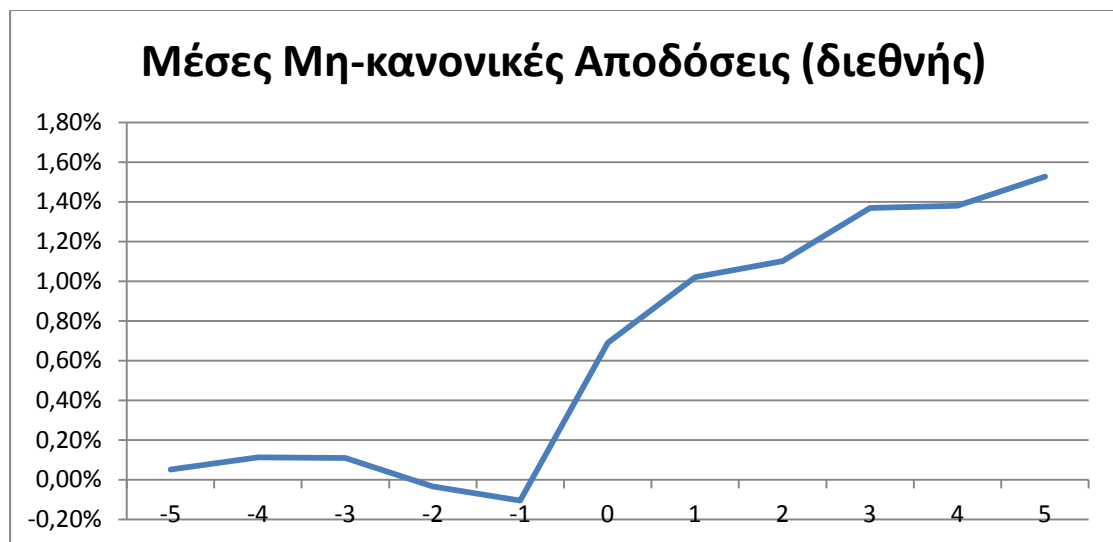
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: Πορεία μέσω μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η εξαγοραζόμενη εταιρία είναι ιδιωτική.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: Πορεία μέσω μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η εξαγοραζόμενη εταιρία είναι εγχώρια.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: Πορεία μέσω μη-κανονικών αποδόσεων, όπου η εξαγοραζόμενη εταιρία είναι διεθνής.



ΠΙΝΑΚΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Σημείωση: C=Crossboarder, D=Domestic

24/12/2014	Intu Properties Plc	Puerto Venecia Investments SOCIMI SA	C	PRIVATE	CASH
23/12/2014	Helical Bar PLC	Aberdeen Asset Management Ltd-Sun & Mint Portfolios	D	PRIVATE	CASH
4/12/2014	BTG PLC	PneumRx Inc	C	PRIVATE	CASH
1/12/2014	Kier Group PLC	MRBL Ltd	D	PRIVATE	CASH
27/11/2014	RPC Group PLC	Promens hf	C	PRIVATE	CASH
24/11/2014	Derwent London PLC	Angel Building	D	PRIVATE	CASH
14/11/2014	IMI PLC	B&R Holding GmbH	C	PRIVATE	CASH
6/11/2014	Cable & Wireless Commun PLC	Columbus International Inc	C	PUBLIC	COMBINATION
21/10/2014	BAE Systems PLC	SilverSky Inc	C	PRIVATE	CASH
15/10/2014	Weir Group PLC	Trio Engineered Products Inc	C	PRIVATE	CASH
23/9/2014	Greene King PLC	Spirit Pub Co PLC	D	PUBLIC	COMBINATION
14/8/2014	Provident Financial PLC	Duncton Group Ltd	D	PRIVATE	CASH
31/7/2014	SSE PLC	The Energy Solutions Group Topco Ltd	D	PRIVATE	CASH
1/10/2014	UBM PLC	Advanstar Inc	C	PRIVATE	CASH
11/7/2014	Imperial Tobacco Group PLC	Reynolds American Inc-Cigarette Brands Portfolio & Other Assets	C	PRIVATE	CASH
17/6/2014	Kazakhmys PLC	CCC Mining Construction BV-Koksay deposit	C	RIVATE	CASH
20/6/2014	Capital & Regional PLC	The Mall Ltd Partnership	D	PRIVATE	CASH
2/6/2014	Halma PLC	Rohrbach Cosasco Systems Inc	C	PRIVATE	CASH
15/4/2014	Informa PLC	Informa PLC	C	PUBLIC	SHARES
20/5/2014	Cobham PLC	Aeroflex Holding Corp	C	PRIVATE	CASH
8/9/2014	Electra Private Equity PLC	The Original Bowling Co	D	PRIVATE	CASH
7/5/2014	ITV PLC	Leftfield Entertainment Group	C	PRIVATE	CASH
1/5/2014	RPC Group PLC	ACE Corp Holdings Ltd	C	PUBLIC	COMBINATION
22/4/2014	GlaxoSmithKline PLC	Novartis AG-Vaccines Business	C	PUBLIC	CASH
1/4/2014	Capita PLC	Udata Infrastructure UK Ltd	D	PRIVATE	CASH
24/12/2013	Millennium & Copthorne Hotels	Chelsea Harbour Hotel,London	D	PRIVATE	CASH
10/3/2014	Senior PLC	UPECA Technologies Sdn Bhd	C	PRIVATE	CASH

28/2/2014	Interserve PLC	Rentokil Initial Plc-Initial Facilities	D	PUBLIC	CASH
20/12/2013	Legal & General Group PLC	Prestbury Investments LLP-Care Home Portfolio(13)	D	PRIVATE	CASH
13/2/2014	Rexam PLC	United Arab Can Manufacturing Co	C	PRIVATE	CASH
3/2/2014	Smith & Nephew PLC	ArthroCare Corp	C	PUBLIC	SHARES
1/5/2014	Savills PLC	Studley Inc	C	PRIVATE	COMBINATION
20/1/2014	Electra Private Equity PLC	Beaconsfield Footwear Ltd	D	PRIVATE	CASH
20/3/2013	William Hill PLC	Sportingbet PLC- Australian Business	C	PUBLIC	CASH
26/6/2014	London Stock Exchange Grp PLC	Frank Russell Co	C	PRIVATE	CASH
16/12/2013	RPC Group PLC	Maynard & Harris Group Ltd	D	PRIVATE	CASH
27/11/2013	Compass Group PLC	Compass Group PLC	D	PUBLIC	CASH
20/11/2013	Telecom Plus PLC	Electricity Plus Supply Ltd	D	PRIVATE	CASH
18/11/2013	Aberdeen Asset Management PLC	Scottish Widows Investment Partnership Ltd	D	PUBLIC	SHARES
11/11/2013	Caledonia Investments PLC	Park Holidays UK Ltd	D	PRIVATE	CASH
23/10/2013	Pace PLC	Aurora Networks Inc	C	PRIVATE	CASH
20/9/2013	Jardine Lloyd Thompson Grp PLC	Towers Watson & Co-Reinsurance Brokerage Business	C	PRIVATE	CASH
7/8/2013	CLS Holdings PLC	Wichford PLC-Portfolio of UK Governmnet-Occupied Properties(34)	D	PUBLIC	CASH
11/6/2013	Keller Group PLC	North American Energy Partners Inc-Piling Businesses	C	PRIVATE	CASH
10/6/2013	AstraZeneca PLC	Pearl Therapeutics Inc	C	PRIVATE	CASH
29/5/2013	GlaxoSmithKline PLC	Okairos AG	C	PRIVATE	CASH
28/5/2013	AstraZeneca PLC	Omthera Pharmaceuticals Inc	C	PUBLIC	CASH
23/5/2013	BTG PLC	Nordion Inc-Targeted Therapies Business	C	PRIVATE	CASH
16/5/2013	Legal & General Group PLC	Marstons PLC-Pubs(27)	D	PUBLIC	CASH
10/5/2013	Cobham PLC	Axell Wireless Ltd	D	PRIVATE	CASH
1/5/2013	Tyman PLC	Truth Hardware Corp	C	PUBLIC	CASH
24/4/2013	Kier Group PLC	May Gurney Integrated Services PLC	D	PUBLIC	COMBINATION
25/3/2013	Schroders PLC	Cazenove Capital Holdings Ltd	D	PRIVATE	CASH
18/12/2012	Halma PLC	MicroSurgical Technology Inc	C	PRIVATE	CASH
19/6/2014	Man Group PLC	Numeric Investors LLC	C	PRIVATE	CASH
20/2/2013	Inchcape PLC	Trivett Classic Pty Ltd	C	PRIVATE	CASH
14/2/2013	Capita PLC	Northgate Managed Services Ltd	D	PRIVATE	CASH
14/2/2013	Aberdeen Asset Management	Artio Global Investors Inc	C	PRIVATE	CASH

	PLC					
12/2/2013	Reckitt Benckiser Group PLC	Bristol-Myers Squibb Co- OTC Consumer Healthcare Brands	C	PRIVATE	CASH	
13/6/2013	Centrica PLC	Undisclosed UK Subsidiary	D	PRIVATE	CASH	
11/12/2012	Tullow Oil PLC	Spring Energy Norway AS	C	PRIVATE	CASH	
27/2/2013	Intu Properties Plc	Midsummer Place Shopping Centre	D	PRIVATE	CASH	
28/11/2012	Smith & Nephew PLC	Healthpoint Biotherapeutics Ltd	C	PRIVATE	CASH	
16/11/2012	Land Securities Group PLC	X-Leisure Ltd	D	PUBLIC	CASH	
15/11/2012	Reckitt Benckiser Group PLC	Schiff Nutrition International Inc	C	PUBLIC	CASH	
11/2/2013	The British Land Co PLC	Ealing Broadway Shopping Centre	D	PRIVATE	CASH	
5/11/2012	Land Securities Group PLC	The Printworks	D	PRIVATE	CASH	
9/10/2012	MITIE Group PLC	Enara Group Ltd	D	PRIVATE	CASH	
13/12/2013	Centrica PLC	Bord Gais Energy-Gas & Electricity Supply Business	C	PRIVATE	CASH	
21/9/2012	John Wood Group PLC	Mitchell's Oil Field Services Inc	C	PRIVATE	CASH	
11/9/2012	Hammerson PLC	Victoria Quarter,Leeds	D	PUBLIC	CASH	
19/10/2012	Hammerson PLC	The Junction	D	PRIVATE	CASH	
12/7/2012	Premier Oil PLC	Rockhopper Exploration PLC- Licence Interests	C	PUBLIC	CASH	
2/7/2012	Segro PLC	Fonciere Europe Logistique SA- Logistics Assets(8)	C	PUBLIC	CASH	
6/6/2012	RSA Insurance Group PLC	L'Union Canadienne Compagnie D'Assurances	C	PRIVATE	CASH	
28/5/2012	Diageo PLC	Ypioca Bebidas SA	C	PUBLIC	CASH	
23/4/2012	AstraZeneca PLC	Ardea Biosciences Inc	C	PRIVATE	CASH	
19/4/2012	GlaxoSmithKline PLC	Human Genome Sciences Inc	C	PRIVATE	CASH	
5/4/2012	Dechra Pharmaceuticals PLC	Eurovet Animal Health BV	C	PRIVATE	CASH	
3/4/2012	Cairn Energy PLC	Agora Oil & Gas AS	C	PUBLIC	COMBINATION	
26/3/2012	Aggreko PLC	Cia Brasileira de Locacoes	C	PRIVATE	CASH	
16/2/2012	IMI PLC	Remosa SpA	C	PUBLIC	CASH	
25/1/2012	Weir Group PLC	Novatech LLC	C	PRIVATE	CASH	
28/3/2013	Johnson Matthey PLC	Formox AB	C	PRIVATE	CASH	
17/1/2012	DS Smith PLC	Svenska Cellulosa AB SCA- Packaging Operations	C	PRIVATE	CASH	
23/12/2011	The Capita Group PLC	Applied Language Solutions Ltd	D	PRIVATE	CASH	
2/12/2011	Homeserve PLC	Domeo SA	C	PRIVATE	CASH	
23/11/2011	Weir Group PLC	Seaboard Holdings Inc	C	PRIVATE	CASH	
5/7/2012	GKN PLC	Volvo Aero AB	C	PRIVATE	CASH	
21/11/2011	Centrica PLC	Statoil ASA-Norwegian Continental Shelf Assets(8)	C	PRIVATE	CASH	

26/3/2013	Legal & General Group PLC	Cofunds Holdings Ltd	D	PRIVATE	CASH
24/10/2011	SDL PLC	Alterian PLC	D	PUBLIC	CASH
21/10/2011	Helical Bar PLC	Land Securities Group PLC- Corby Town Centre	D	PUBLIC	CASH
19/10/2011	Rio Tinto PLC	Hathor Exploration Ltd	C	PUBLIC	CASH
14/10/2011	Unilever PLC	OAO Kontsern "Kalina"	C	PUBLIC	CASH
5/10/2011	Premier Oil PLC	EnCore Oil PLC	D	PUBLIC	SHARES
26/9/2011	Reed Elsevier PLC	Accuity Inc	C	PUBLIC	CASH
15/9/2011	Cobham PLC	Trivec Avant Corp	C	PRIVATE	CASH
13/9/2011	National Express Group PLC	Petermann Ltd	C	PRIVATE	CASH
15/8/2011	Spectris PLC	Omega Engineering Inc	C	PRIVATE	CASH
4/8/2011	Investec PLC	The Evolution Group PLC	D	PUBLIC	CASH
28/7/2011	GKN PLC	Getrag Corp	C	PRIVATE	CASH
19/7/2011	Greene King PLC	The Capital Pub Co PLC	D	PUBLIC	CASH
18/7/2011	GKN PLC	Stromag Holding GmbH	C	PRIVATE	CASH
14/7/2011	BHP Billiton PLC	Petrohawk Energy Corp	C	PUBLIC	CASH
8/7/2011	Hammerson PLC	99 Bishopsgate, London EC2	D	PRIVATE	CASH
1/7/2011	The Capita Group PLC	Club 24 Ltd	D	PRIVATE	CASH
29/6/2011	The British Land Co PLC	Grenfell Island,Maidenhead	D	PRIVATE	CASH
20/6/2011	Euromoney Institutional Invest	Ned Davis Research Inc	C	PRIVATE	CASH
28/9/2011	London Stock Exchange Grp PLC	LCH.Clearnet Group Ltd	D	PUBLIC	CASH
16/5/2011	Autonomy Corp PLC	Iron Mountain Inc-Online Backup & Recovery,Digital Archiving	C	PRIVATE	CASH
23/3/2011	Unilever PLC	Colgate-Palmolive Co-Laundry Detergent Business	C	PUBLIC	CASH
23/3/2011	Hammerson PLC	Centrale Shopping Centre, London	D	PUBLIC	CASH
7/3/2011	Intertek Group PLC	Moody International Ltd	D	PRIVATE	CASH
11/2/2011	Carillion PLC	Eaga PLC	D	PUBLIC	CASH
24/5/2011	Tullow Oil PLC	Nuon Exploration & Production BV{Nuon E&P}	C	PRIVATE	CASH
24/1/2011	Standard Chartered PLC	GE Money Pte Ltd	C	PRIVATE	CASH
21/1/2011	Petra Diamonds Ltd	Finsch & Namaqualand Mine- De Beers Consolidated Mines Ltd	C	PRIVATE	CASH
19/1/2011	Cobham PLC	Telerob GmbH	C	PRIVATE	CASH
23/12/2010	The Capita Group PLC	SunGard Public Sector Ltd	D	PUBLIC	CASH
22/12/2010	BAE Systems PLC	ETI A/S	C	PRIVATE	CASH
13/12/2010	John Wood Group PLC	Production Services Network (UK)Ltd	D	PRIVATE	COMBINATION
6/12/2010	Rio Tinto PLC	Riversdale Mining Ltd	C	PUBLIC	CASH

6/1/2011	The British Land Co PLC	Drake Circus Shopping Center	D	PRIVATE	CASH
19/11/2010	BTG PLC	Biocompatibles International PLC	D	PUBLIC	COMBINATION
25/10/2010	IMI PLC	Z&J Technologies GmbH	C	PUBLIC	CASH
4/10/2010	RSA Insurance Group PLC	GCAN Insurance Co	C	PRIVATE	CASH
21/2/2011	Diageo PLC	Mey Icki Sanayi ve Ticaret AS	C	PRIVATE	CASH
27/9/2010	Unilever PLC	Alberto-Culver Co	C	PRIVATE	CASH
16/9/2010	UBM PLC	Canon Communications LLC	C	PRIVATE	CASH
13/12/2010	Reckitt Benckiser Group PLC	Paras Pharmaceuticals Ltd	C	PRIVATE	CASH
11/3/2011	BP PLC	Cia Nacional de Acucar e Alcool	C	PRIVATE	CASH
16/8/2010	Hunting PLC	Innova-Extel Acquisition Holdings Inc	C	PRIVATE	CASH
2/8/2010	WS Atkins PLC	The PBSJ Corp	C	PRIVATE	CASH
28/7/2010	Derwent London PLC	Central Cross	D	PRIVATE	CASH
29/7/2010	Aegis Group PLC	Mitchell Communication Group Ltd	C	PRIVATE	COMBINATION
26/7/2010	Pace PLC	2Wire Inc	C	PRIVATE	CASH
18/1/2011	Meggitt PLC	Pacific Scientific Aerospace	C	PRIVATE	CASH
19/7/2010	International Power PLC	GDF Suez Energy Services International SA	C	PUBLIC	SHARES
16/7/2010	Burberry Group PLC	Kwok Hang Holdings Ltd-China Stores(50)	C	PRIVATE	CASH
7/7/2010	DS Smith PLC	Otor SA	C	PUBLIC	COMBINATION
14/6/2010	Weir Group PLC	Linatex Consolidated Holdings Ltd	C	PRIVATE	CASH
10/6/2010	GlaxoSmithKline PLC	Laboratorios Phoenix SACyF	C	PRIVATE	CASH
28/5/2010	Travis Perkins PLC	The BSS Group PLC	D	PUBLIC	COMBINATION
18/5/2010	BAE Systems PLC	Atlantic Marine Holding Co	C	PRIVATE	CASH
17/5/2010	Man Group PLC	GLG Partners Inc	C	PUBLIC	COMBINATION
1/4/2010	Scottish & Southern Energy PLC	Hess Corp-North Sea gas assets	D	PRIVATE	CASH
30/3/2010	Investec PLC	Rensburg Sheppards PLC	D	PUBLIC	SHARES
12/4/2010	Land Securities Group PLC	O2 Centre	D	PRIVATE	CASH
11/3/2010	BP PLC	Devon Energy Corp-Oil Assets, Brazil, Azerbaijan and Gulf of Mexico	C	PRIVATE	CASH
26/2/2010	Standard Chartered PLC	General Electric Co-Hong Kong Consumer Lending Business	C	PRIVATE	CASH
26/5/2011	Sportingbet PLC	Centrebet International Ltd	C	PUBLIC	CASH
8/1/2010	Aberdeen Asset Management PLC	RBS Asset Management Ltd- Certain Fund Management Assets	D	PRIVATE	CASH
4/1/2010	Close Brothers Group PLC	GMAC Commercial Finance Ltd- Invoice Financing Loan Book	D	PRIVATE	CASH
23/12/2009	AstraZeneca PLC	Novoxel SA	C	PRIVATE	CASH

21/12/2009	The Capita Group PLC	Synetrix(Holdings)Ltd	D	PRIVATE	CASH
9/12/2009	Tenon Group PLC	RSM Bentley Jennison	D	PRIVATE	COMBINATION
21/7/2010	Reckitt Benckiser Group PLC	SSL International PLC	D	PUBLIC	CASH
2/12/2010	Cable & Wireless Commun PLC	Bahamas Telecommunications Co Ltd	C	PRIVATE	CASH
30/9/2009	International Power PLC	AIM PowerGen Corp	C	PRIVATE	CASH
17/9/2009	Balfour Beatty PLC	Parsons Brinckerhoff	C	PRIVATE	CASH
16/9/2009	Chemring Group PLC	Hi-Shear Technology Corp	C	PRIVATE	CASH
14/9/2009	Nyrstar NV	Glencore International AG-East-Tennessee Zinc Mine Complex	C	PRIVATE	CASH
6/1/2010	Prudential PLC	UOB Life Assurance Ltd	C	PRIVATE	CASH
3/6/2009	Amlin PLC	Fortis Corporate Insurance NV	C	PRIVATE	CASH
22/5/2009	Segro PLC	Brixton PLC	D	PUBLIC	SHARES
12/8/2009	MITIE Group PLC	Dalkia Energy & Technical Services Ltd	D	PUBLIC	CASH
20/4/2009	GlaxoSmithKline PLC	Stiefel Laboratories Inc	C	PRIVATE	CASH
25/9/2009	Unilever PLC	Sara Lee Corp-European Household and Personal Care Business	C	PRIVATE	CASH
4/3/2009	J Sainsbury PLC	Co-operative Group Ltd-Stores (24)	D	PRIVATE	CASH
23/2/2009	3i Group PLC	3i Quoted Private Equity Ltd	C	PUBLIC	COMBINATION
16/2/2009	Dana Petroleum PLC	Bow Valley Energy Ltd	C	PUBLIC	CASH
9/2/2009	BG Group PLC	Pure Energy Resources Ltd	C	PUBLIC	CASH
16/12/2010	RPC Group PLC	Superfos Industries A/S	C	PRIVATE	CASH
9/1/2009	Peter Hambro Mining PLC	Aricom PLC	D	PUBLIC	SHARES
26/1/2009	Unilever PLC	TIGI Linea LP-Professional Hair Product Business and Academies	C	PRIVATE	CASH
23/1/2009	GlaxoSmithKline PLC	UCB SA-Commercial Operations	C	PRIVATE	CASH
22/1/2009	Autonomy Corp PLC	Interwoven Inc	C	PUBLIC	CASH
31/12/2008	Aberdeen Asset Management PLC	Credit Suisse Group-certain fund management assets & business	C	PUBLIC	SHARES
28/10/2008	BG Group PLC	Queensland Gas Co Ltd	C	PUBLIC	CASH
22/9/2008	Centrica PLC	Caythorpe Gas Storage Ltd	D	PRIVATE	CASH
18/9/2008	BTG PLC	Protherics PLC	D	PUBLIC	SHARES
17/9/2008	Lloyds TSB Group PLC	HBOS PLC	D	PUBLIC	SHARES
16/9/2008	Barclays PLC	Lehman Brothers Holdings Inc- North American Investment Banking Bus	C	PUBLIC	CASH
4/9/2008	Vodafone Group PLC	Crazy John's	C	PRIVATE	CASH
22/7/2008	F&C Asset Management PLC	REIT	D	PUBLIC	CASH

2/7/2008	British Airways PLC	Elysair SAS	C	PRIVATE	CASH
5/6/2008	The Capita Group PLC	IBS OPENSsystems PLC	D	PUBLIC	CASH
13/5/2008	Cobham PLC	M/A COM Inc	C	PRIVATE	CASH
12/5/2008	International Power PLC	APT Generation	C	PRIVATE	CASH
2/5/2008	Hampson Industries PLC	Odyssey Industries Inc	C	PRIVATE	COMBINATION
22/4/2008	GlaxoSmithKline PLC	Sirtris Pharmaceuticals Inc	C	PUBLIC	CASH
2/4/2008	3i Group PLC	DC DruckChemie GmbH	C	PRIVATE	CASH
24/4/2008	Inchcape PLC	Musa Motors	C	PRIVATE	CASH
3/3/2008	Taylor Nelson Sofres PLC	Compete Inc	C	PRIVATE	CASH
3/3/2008	Barclays PLC	Expobank Commercial Bank	C	PUBLIC	CASH
12/2/2008	Balfour Beatty PLC	GMH Military Housing	C	PRIVATE	CASH
7/2/2008	Ladbroke's PLC	Eastwood Bookmakers	D	PRIVATE	CASH
28/1/2008	Diageo PLC	Rosenblum Cellars	C	PRIVATE	CASH
17/1/2008	Anglo American PLC	IronX Mineracao SA	C	PRIVATE	CASH
16/1/2008	Cobham PLC	SPARTA Inc	C	PRIVATE	CASH
27/12/2007	3i Group PLC	Corneal Laser Centre Ltd	D	PRIVATE	CASH
21/12/2007	Anglo American PLC	Foxleigh Coal Mine	C	PRIVATE	CASH
19/12/2007	Pace Micro Technology PLC	Koninklijke Philips- Electronics NV-Set-Top Boxes & Connectivity	C	PRIVATE	COMBINATION
19/12/2007	Cobham PLC	BAE Systems Inc-Surveillance & AttackBusiness Unit	C	PUBLIC	CASH
12/12/2007	Dechra Pharmaceuticals PLC	VetXX A/S	C	PRIVATE	CASH
10/12/2007	Johnson Matthey PLC	Argillon GmbH	C	PRIVATE	CASH
10/12/2007	Reckitt Benckiser Group PLC	Adams Respiratory Therapeutics Inc	C	PUBLIC	CASH
18/12/2007	G4S PLC	Global Solutions Ltd{GSL}	D	PRIVATE	CASH
4/12/2007	Weir Group PLC	CH Warman Pump Group	C	PRIVATE	CASH
29/11/2007	Low & Bonar PLC	MTX Group	C	PRIVATE	CASH
4/1/2008	Scottish & Southern Energy PLC	Airtricity Holdings Ltd	C	PRIVATE	CASH
21/11/2007	GlaxoSmithKline PLC	Reliant Pharmaceuticals Inc	C	PRIVATE	CASH
15/11/2007	3i Group PLC	Agent Provocateur Ltd	D	PRIVATE	CASH
19/11/2007	SABMiller PLC	Koninklijke Grolsch NV	C	PUBLIC	CASH
16/11/2007	John Wood Group PLC	IMV Corp	C	PRIVATE	CASH
14/11/2007	Scottish & Southern Energy PLC	Slough Heat & Power Ltd	D	PUBLIC	CASH
22/2/2008	BBA Aviation PLC	Hawker Beechcraft Corp-US Fuel & Line Operations	C	PRIVATE	CASH
25/10/2007	easyJet PLC	GB Airways Ltd	C	PRIVATE	CASH

16/10/2007	Carillion PLC	Alfred McAlpine PLC	D	PUBLIC	SHARES
10/10/2007	ICAP PLC	Traiana Inc	C	PRIVATE	COMBINATION
3/10/2007	Lookers PLC	Dutton-Forshaw Motor Co Ltd	D	PUBLIC	CASH
26/9/2007	Connaught PLC	National Britannia Group Ltd	D	PRIVATE	CASH
24/9/2007	AstraZeneca PLC	Verus Pharmaceuticals Inc- Pediatric Asthma Development Programs	C	PRIVATE	CASH
18/9/2007	Standard Chartered PLC	American Express International Deposit Co	C	PRIVATE	CASH
19/9/2007	Management Consulting Grp PLC	Kurt Salmon Associates Inc	C	PRIVATE	COMBINATION
30/8/2007	Balfour Beatty PLC	Cowlin Group Ltd	D	PRIVATE	CASH
24/8/2007	Segro PLC	Europa Capital Partners Ltd- Milan Business Park	C	PRIVATE	CASH
22/8/2007	Severfield-Rowen PLC	Action Merchants Ltd	D	PRIVATE	COMBINATION
17/7/2007	ICI PLC	Dulux(Pty)Ltd	C	PUBLIC	CASH
9/7/2007	Royal Bank of Scotland Group	Sempra Commodities	C	PRIVATE	CASH
4/7/2007	Rexam PLC	Rostar	C	PRIVATE	CASH
4/7/2007	DTZ Holdings PLC	Donaldsons LLP	D	PRIVATE	SHARES
3/7/2007	Autonomy Corp PLC	Zantaz Inc	C	PRIVATE	CASH
3/7/2007	Segro PLC	Neckermann Versand AG-Office & Distribution Campus	C	PRIVATE	CASH
21/6/2007	Weir Group PLC	SPM Flow Control Inc	C	PRIVATE	CASH
14/6/2007	Speedy Hire PLC	Hewden Stuart PLC-Tool Hire Division	D	PUBLIC	CASH
11/6/2007	Inchcape PLC	Baltic Motors Co	C	PRIVATE	CASH
8/6/2007	Rexam PLC	OI Plastic Products FTS Inc	C	PRIVATE	CASH
30/5/2007	Investec PLC	Kensington Group PLC	D	PUBLIC	SHARES
24/5/2007	SIG PLC	Lariviere SA	C	PRIVATE	CASH
15/9/2008	GKN PLC	Airbus SAS-Wing Component & Sub-Assembly Manufacturing Site	D	PRIVATE	CASH
21/5/2007	Hammerson PLC	Stockley House	D	PRIVATE	CASH
2/5/2007	Northgate Info Solutions PLC	ARINSO International SA	C	PUBLIC	COMBINATION
2/5/2007	Game Group PLC	Gamestation	D	PRIVATE	CASH
23/4/2007	AstraZeneca PLC	MedImmune Inc	C	PUBLIC	CASH
30/3/2007	Chemring Group PLC	Simmel Difesa SpA	C	PRIVATE	COMBINATION
16/4/2007	Tate & Lyle PLC	G C HAHN & Co Stabilisierungstechnik GmbH	C	PRIVATE	CASH
22/3/2007	Aberdeen Asset Management PLC	Deutsche Australia Ltd-Fund Mangement Businesses	C	PRIVATE	CASH
30/4/2007	Mothercare PLC	Chelsea Stores Holdings Ltd	D	PRIVATE	SHARES

13/3/2007	Chime Communications PLC	Fast Track Sales Ltd	D	PUBLIC	COMBINATION
12/3/2007	Smith & Nephew PLC	Plus Orthopedics AG	C	PRIVATE	CASH
18/1/2007	The British Land Co PLC	Consolidated Property Holdings Inc-North West Retail Parks(2)	D	PRIVATE	CASH
7/3/2007	Sportech PLC	Vernons Games Ltd	D	PUBLIC	CASH
8/3/2007	Hammerson PLC	Ravenhead Retail Park	D	PRIVATE	SHARES
8/3/2007	Land Securities Group PLC	Royal Mail Group PLC-Property Portfolio (285)	D	PUBLIC	CASH
6/3/2007	Meggitt PLC	K&F Industries Holdings Inc	C	PUBLIC	CASH
22/2/2007	Cape PLC	PCH Group Ltd	C	PUBLIC	CASH
20/2/2007	Shire PLC	New River Pharmaceuticals Inc	C	PUBLIC	CASH
9/2/2007	FirstGroup PLC	Laidlaw International Inc	C	PUBLIC	CASH
8/2/2007	Imperial Tobacco Group PLC	Commonwealth Brands Inc	C	PRIVATE	CASH
8/2/2007	Galliford Try PLC	Linden Holdings PLC	D	PUBLIC	CASH
1/2/2007	Balfour Beatty PLC	Centex Construction	C	PRIVATE	CASH
1/2/2007	AstraZeneca PLC	Arrow Therapeutics Ltd	D	PRIVATE	CASH
26/1/2007	Warner Estate Holdings PLC	JS Real Estate PLC	D	PUBLIC	CASH
25/1/2007	Marstons PLC	NouveauStar Ltd	D	PUBLIC	CASH
19/1/2007	Sterling Energy PLC	Whittier Energy Corp	C	PUBLIC	CASH
27/4/2007	National Express Group PLC	Continental Auto SA	C	PRIVATE	CASH
5/1/2007	Balfour Beatty PLC	Exeter & Devon International Airport Ltd	D	PRIVATE	CASH
28/12/2006	BG Group PLC	Lake Road Power Plant	C	PRIVATE	CASH
30/8/2006	Imperial Tobacco Group PLC	Tchibo Holding AG-Davidoff cigarette global brand rights	C	PUBLIC	CASH
15/12/2006	Inchcape PLC	European Motor Holdings PLC	D	PUBLIC	CASH
14/12/2006	Entertainment Rights PLC	Classic Media Inc	C	PRIVATE	COMBINATION
8/12/2006	GlaxoSmithKline PLC	Domantis Ltd	D	PRIVATE	CASH
6/12/2006	James Fisher & Sons PLC	FT Everard & Sons Ltd	D	PRIVATE	CASH
5/12/2006	Prestbury Holdings PLC	Luminar PLC-Entertainment Division & Non-Core Units	D	PUBLIC	CASH
15/11/2006	Dana Petroleum PLC	Devon Energy Corp-Egyptian Oil & Gas Assets	C	PRIVATE	CASH
14/11/2006	Lonmin PLC	AfriOre Ltd	C	PUBLIC	CASH
3/11/2006	Bradford & Bingley PLC	Kensington Mortgage Co Ltd- Mortgage Loan Portfolio	D	PRIVATE	CASH
3/11/2006	Anite Group PLC	Elektrobit Group Oyj-Nemo Network Test Business Unit	C	PUBLIC	CASH
1/11/2006	International Power PLC	Christofferson, Robb & Co LLC- Levanto Onshore Wind Farm Portfolio	C	PRIVATE	CASH
26/10/2006	Synergy Healthcare PLC	Isotron PLC	D	PUBLIC	SHARES
26/10/2006	Candover Investments PLC	Hilding Anders AB	C	PRIVATE	CASH

5/7/2006	Land Securities Group PLC	Hemingway Properties PLC-EC3 Property	D	PUBLIC	CASH
2/10/2006	Wolseley PLC	Castle Group	C	PRIVATE	CASH
9/10/2006	GlaxoSmithKline PLC	CNS Inc	C	PUBLIC	CASH
20/7/2006	Land Securities Group PLC	Arundel Great Court,London, WC2(Dawnay Day Properties PLC)	D	PUBLIC	CASH
26/9/2006	Aggreko PLC	GE Energy Rentals Inc	C	PRIVATE	CASH
30/4/2007	Anglo American PLC	Michiquillay Copper Project	C	PRIVATE	CASH
25/9/2006	Tullow Oil PLC	Hardman Resources Ltd	C	PUBLIC	COMBINATION
19/9/2006	Senior PLC	Aerospace Manufacturing Technologies Inc	C	PRIVATE	CASH
21/8/2006	LogicaCMG PLC	WM-data AB	C	PUBLIC	SHARES
15/8/2006	Antofagasta PLC	Equatorial Mining Ltd	C	PUBLIC	CASH
4/8/2006	The British Land Co PLC	CapitalInvest-Retail Parks(3)	C	PRIVATE	CASH
4/8/2006	Great Portland Estates PLC	Hammerson PLC-18 & 19 Hanover Square	D	PUBLIC	CASH
5/3/2007	BP PLC	Nerefco BV	C	PRIVATE	CASH
25/7/2006	Management Consulting Grp PLC	INEUM Consulting	D	PUBLIC	COMBINATION
17/7/2006	Euromoney Institutional Invest	Metal Bulletin PLC	D	PUBLIC	CASH
21/7/2006	HSBC	Grupo Banistmo SA	C	PUBLIC	CASH
17/7/2006	Tesco PLC	Leader Price Poland	C	PRIVATE	CASH
5/2/2007	Barratt Developments PLC	Wilson Bowden PLC	D	PUBLIC	SHARES
14/7/2006	The British Land Co PLC	B&Q PLC-Undisclosed Subsidiary	D	PUBLIC	CASH
5/7/2006	Capital & Regional PLC	Undisclosed German Retail Property Portfolio	C	PRIVATE	CASH
5/7/2006	United Business Media PLC	Commonwealth Business Media Inc	C	PRIVATE	CASH
30/6/2006	Shanks Group PLC	Smink Beheer BV	C	PRIVATE	CASH
29/6/2006	Croda International PLC	Uniqema Ltd	D	PUBLIC	CASH
14/6/2006	Expro International Group PLC	PowerWell Service Holdings LLC	C	PRIVATE	COMBINATION
9/11/2006	Dairy Crest Group PLC	St Hubert SAS	C	PUBLIC	CASH
15/5/2006	Speedy Hire PLC	LCH Generators Ltd	D	PRIVATE	COMBINATION
15/5/2006	AstraZeneca PLC	Cambridge Antibody Technology Group PLC	D	PUBLIC	CASH
4/5/2006	Inchcape PLC	Lind Automotive Group Holdings Ltd	D	PRIVATE	CASH
2/5/2006	Interserve PLC	MacLellan Group PLC	D	PUBLIC	CASH
28/4/2006	VT Group PLC	Lex Transfleet Ltd	D	PUBLIC	CASH
21/4/2006	Royal Bank of Scotland Group	Whitbread PLC-Marriott Hotel (47)	D	PUBLIC	CASH
19/4/2006	International Power PLC	AEP Texas Central Co-Coleto Creek Power Plant	C	PUBLIC	CASH

19/4/2006	Regus Group PLC	Regus Holdings (UK) Ltd	D	PRIVATE	CASH
19/5/2006	Associated British Foods PLC	Illovo Sugar Ltd	C	PRIVATE	CASH
11/4/2006	Scottish & Newcastle PLC	Fosters Group Ltd-European Brands	D	PRIVATE	CASH
21/4/2006	ICAP PLC	EBS Group Ltd	D	PRIVATE	COMBINATION
29/3/2006	The British Land Co PLC	Ropemaker Place Property Unit Trust	D	PRIVATE	CASH
10/3/2006	Royal Bank of Scotland Group	Blackstone Group LP-Southern Cross Nursing Homes(294)	D	PRIVATE	CASH
3/8/2006	SABMiller PLC	Fosters Brewing Intl-Asian Beer Operations,India	C	PRIVATE	CASH
6/3/2006	IMI PLC	Truflo Ltd	D	PRIVATE	CASH
2/3/2006	Hanson PLC	Civil & Marine(Holdings)Ltd	D	PRIVATE	CASH
20/2/2006	Wagon PLC	Oxford Automotive Inc	C	PRIVATE	SHARES
27/2/2006	National Grid PLC	KeySpan Corp	C	PUBLIC	CASH
15/2/2006	Antofagasta PLC	Tethyan Copper Co Ltd	C	PUBLIC	CASH
7/3/2006	MITIE Group PLC	Initial Security Ltd	D	PRIVATE	CASH
1/2/2006	THUS Group PLC	Your Communications Group Ltd	D	PUBLIC	CASH
30/1/2006	Rexam PLC	Egyptian Can Making Co{Ecanco}	C	PRIVATE	CASH
31/1/2006	Northgate PLC	Arriva Vehicle Rental Ltd	D	PUBLIC	CASH
24/1/2006	HSBC	Banca Nazionale del Lavoro SA	C	PRIVATE	CASH
19/1/2006	Galliford Try PLC	Chartdale Ltd	D	PRIVATE	CASH
24/7/2006	Wolseley PLC	DT Group A/S	C	PRIVATE	CASH
9/1/2006	Sage Group PLC	Verus Financial Management Inc	C	PRIVATE	CASH
23/12/2005	AstraZeneca PLC	KuDOS Pharmaceuticals	D	PRIVATE	CASH
19/12/2005	Johnston Press PLC	Scotsman Publications Ltd	D	PRIVATE	CASH
7/12/2005	Carillion PLC	Mowlem PLC	D	PUBLIC	CASH
6/12/2005	ITV PLC	Friends Reunited	D	PRIVATE	COMBINATION
18/11/2005	1st Dental Laboratories PLC	Riley Dental Laboratory	D	PRIVATE	CASH
16/11/2005	Pendragon PLC	Reg Vardy PLC	D	PUBLIC	CASH
15/11/2005	Capital & Regional PLC	T3 Trade Park Portfolio	D	PRIVATE	CASH
14/11/2005	Rexam PLC	Precise Technology Inc	C	PRIVATE	CASH
14/11/2005	Persimmon PLC	Westbury PLC	D	PUBLIC	COMBINATION
4/11/2005	Vodafone Group PLC	VenFin Ltd	C	PUBLIC	CASH
3/11/2005	Autonomy Corp PLC	Verity Inc	C	PRIVATE	CASH
13/10/2005	Royal & Sun Alliance Ins Grp	CIA de Seguros Generales Cruz del Sur SA	C	PRIVATE	CASH
31/10/2005	Wolseley PLC	William Wilson Holdings Ltd	D	PRIVATE	CASH

28/10/2005	Genus PLC	Sygen International PLC	D	PUBLIC	CASH
6/10/2005	National Express Group PLC	Alsa Grupo SL	C	PRIVATE	COMBINATION
26/9/2005	Media Square PLC	Huntsworth PLC-Marketing Services and Specialist Advertising Div	D	PRIVATE	CASH
16/9/2005	Johnston Press PLC	Local Press Ltd	C	PRIVATE	CASH
8/9/2005	HMV Group PLC	Ottakar's PLC	D	PUBLIC	CASH
5/7/2005	Northgate PLC	Record Rent A Car SA	C	PRIVATE	CASH
7/9/2005	GlaxoSmithKline PLC	ID Biomedical Corp	C	PUBLIC	CASH
6/9/2005	Rexam PLC	Delta Plastics Inc	C	PRIVATE	CASH
13/12/2005	Vodafone Group PLC	TELSIM Mobil Telekomunikasyon Hizmetleri AS	C	PRIVATE	CASH
22/8/2005	Greene King PLC	Belhaven Group PLC	D	PUBLIC	CASH
19/8/2005	Workspace Group PLC	Kennington Park	D	PUBLIC	CASH
16/8/2005	Cable & Wireless Commun PLC	Energis PLC	D	PRIVATE	CASH
15/8/2005	Weir Group PLC	Pompe Gabbioneta SpA	C	PRIVATE	CASH
25/7/2005	Hammerson PLC	Villebon 2	C	PRIVATE	SHARES
19/7/2005	SABMiller PLC	Bavaria SA	C	PUBLIC	SHARES
30/6/2005	Sibir Energy PLC	OAO Moskovskaya Neftegazovaya Kompaniya	C	PRIVATE	COMBINATION
11/7/2005	Associated British Foods PLC	Littlewoods Ltd	D	PRIVATE	CASH
7/7/2005	Aberdeen Asset Management PLC	Deutsche Asset Management Group Ltd-Certain Fund Management Bus	D	PRIVATE	CASH
28/6/2005	House of Fraser PLC	James Beattie PLC	D	PUBLIC	CASH
21/6/2005	Johnston Press PLC	Score Press Ltd	D	PUBLIC	CASH
17/6/2005	Johnston Press PLC	Leinster Leader Ltd	C	PRIVATE	CASH
16/6/2005	Gyrus Group PLC	American Cystoscope Makers Inc	C	PRIVATE	CASH
6/6/2005	Centrica PLC	Oxxio Nederland BV	C	PRIVATE	CASH
6/6/2005	Diageo PLC	Old Bushmills Distillery Company Ltd	C	PRIVATE	CASH
1/6/2005	T&F Informa PLC	IIR Holdings Ltd	C	PRIVATE	CASH
7/10/2005	Reckitt Benckiser Group PLC	Boots Healthcare International	D	PUBLIC	CASH
23/5/2005	The British Land Co PLC	Pillar Property PLC	D	PUBLIC	CASH
13/5/2005	Old Mutual PLC	Foersaekrings AB Skandia	C	PUBLIC	COMBINATION
4/5/2005	Alliance UniChem PLC	Bairds Chemists	C	PRIVATE	CASH
29/4/2005	GlaxoSmithKline PLC	Corixa Corp	C	PUBLIC	CASH
27/4/2005	ITV PLC	SDN Ltd	D	PUBLIC	CASH
21/4/2005	Shire Pharmaceuticals Grp PLC	Transkaryotic Therapies Inc	C	PUBLIC	CASH

16/5/2005	William Hill PLC	Stanley Leisure PLC-Retail Bookmaking European Operations	D	PUBLIC	CASH
11/4/2005	Hammerson PLC	Fife Central Retail Park	D	PRIVATE	CASH
9/5/2005	Ulster Television	Wireless Group PLC	D	PUBLIC	COMBINATION
31/3/2005	Northgate Info Solutions PLC	Service and Systems Solutions Ltd{Sx3}	D	PRIVATE	CASH
22/3/2005	Lonmin PLC	Southern Platinum Corp	C	PUBLIC	CASH
15/3/2005	Vodafone Group PLC	Oskar Mobil as	C	PRIVATE	CASH
11/4/2005	Barclays PLC	Iveco Finance Holdings Ltd	C	PRIVATE	CASH
7/3/2005	Hanson PLC	Thermalite Ltd	D	PRIVATE	CASH
21/2/2005	Huntsworth PLC	Incepta Group PLC	D	PUBLIC	CASH
14/2/2005	The British Land Co PLC	Debenhams PLC-Department Stores(23)	D	PUBLIC	CASH
4/1/2005	Hanson PLC	Marshalls Clay Products Ltd	D	PUBLIC	CASH
17/12/2004	Cranswick PLC	Perkins Chilled Food	D	PRIVATE	CASH
16/12/2004	Travis Perkins PLC	Wickes Ltd	D	PRIVATE	CASH
17/5/2004	Diageo PLC	Chalone Wine Group Ltd	C	PUBLIC	CASH
6/12/2004	Smiths Group PLC	Medex Inc	C	PRIVATE	CASH
30/11/2004	Kingston Communications(Hull)	Omnetica	D	PRIVATE	COMBINATION
5/11/2004	Brixton PLC	Industrious Holdings(Jersey) Ltd-Real Estate Portfolio	D	PRIVATE	CASH
20/12/2004	Tullow Oil PLC	Schooner,Ketch Natural Gas Fields	D	PUBLIC	CASH
20/10/2004	The British Land Co PLC	Spirit Group Ltd-Public Houses (65)	D	PUBLIC	CASH
19/10/2004	Smiths Group PLC	Integrated Aerospace Inc	C	PRIVATE	CASH
1/10/2004	Centrica PLC	Dyno Rod UK	D	PRIVATE	CASH
17/3/2004	Brixton PLC	Burford Beta Holdings Ltd- Trafford Park Industrial Properties	D	PRIVATE	CASH
23/9/2004	Barclays PLC	Absa Group Ltd	C	PUBLIC	CASH
10/1/2005	Standard Chartered PLC	Korea First Bank	C	PUBLIC	CASH
26/8/2004	Diageo PLC	URSUS Vodka Co NV- URSUS & URSUS Roter Vodka Brands	C	PRIVATE	CASH
23/8/2004	Laird PLC	Centurion Wireless Technologies Inc	C	PRIVATE	COMBINATION
23/8/2004	ARM Holdings PLC	Artisan Components Inc	C	PUBLIC	COMBINATION
3/8/2004	Royal Bank of Scotland Group	Lynk Systems Inc	C	PRIVATE	CASH
30/7/2004	Wolseley PLC	Brooks Group Ltd	C	PRIVATE	CASH
30/7/2004	Scottish & Southern Energy PLC	AEP Energy Services UK Generation Ltd-Power Stations (2)	D	PRIVATE	CASH
27/7/2004	Land Securities Group PLC	Greater London House	D	PUBLIC	CASH
20/7/2004	International Power PLC	Turbogas-Produtora Energetica SA	C	PRIVATE	CASH
12/7/2004	Marks & Spencer Group PLC	Per Una	D	PRIVATE	CASH

12/7/2004	HSBC	Marks & Spencer Retail Financial Services Holdings Ltd	D	PRIVATE	CASH
8/7/2004	Greene King PLC	Laurel Pub Co Ltd	D	PRIVATE	CASH
21/6/2004	Regus Group PLC	HQ Global Workplaces Inc	C	PRIVATE	CASH
16/6/2004	Exel PLC	Tibbett & Britten Group PLC	D	PUBLIC	CASH
5/7/2004	Meggitt PLC	Dunlop Standard Aerospace Group-Design & Manufacturing Businesses	D	PRIVATE	CASH
8/6/2004	Centrica PLC	Killingholme Power Ltd-652MW CCGT Power Station,North Lincolnshire	D	PRIVATE	CASH
3/6/2004	BAE Systems PLC	Alvis PLC	D	PUBLIC	CASH
1/6/2004	United Business Media PLC	MediMedia International Inc- Drug Information Business	C	PRIVATE	CASH
10/5/2004	Bunzl PLC	PLG Finances SA	C	PRIVATE	CASH
6/5/2004	First Technology PLC	BW Technologies Ltd	C	PUBLIC	CASH
30/4/2004	Nord Anglia Education PLC	Leapfrog Day Nurseries	D	PRIVATE	CASH
28/4/2004	Scottish & Southern Energy PLC	Atlantic Electric & Gas Ltd	D	PRIVATE	CASH
23/4/2004	Smiths Group PLC	TRAK Communications Inc	C	PRIVATE	CASH
22/4/2004	Centrica PLC	Bastrop Energy Partners LP	C	PRIVATE	CASH
13/4/2004	GlaxoSmithKline PLC	Sanofi-Synthelabo SA-Anti- Thrombotic Drugs & Related Assets	C	PRIVATE	CASH
2/4/2004	Hammerson PLC	London Stock Exchange PLC- Buildings(3)	D	PUBLIC	CASH
26/3/2004	Tullow Oil PLC	Energy Africa Ltd	C	PUBLIC	CASH
15/3/2004	Smiths Group PLC	Dynamic Gunver Technologies	C	PRIVATE	CASH
22/7/2004	Associated British Foods PLC	Burns Philp & Co Ltd-North American Herbs & Spices Division	C	PRIVATE	CASH
3/3/2004	DS Smith PLC	LINPAC Containers Ltd	D	PRIVATE	CASH
2/3/2004	Lastminute.com PLC	Online Travel Corp PLC	D	PUBLIC	SHARES
2/3/2004	Informa Group PLC	Taylor & Francis Group PLC	D	PUBLIC	SHARES
23/7/2004	Whitbread PLC	Premier Lodge Hotels	D	PRIVATE	CASH
19/2/2004	BG Group PLC	Mauritania Holdings BV	C	PRIVATE	CASH
19/2/2004	Tate & Lyle PLC	McNeil Nutritionals-Sucralose Manufacturing Plant,Alabama	C	PRIVATE	CASH
16/2/2004	BG Group PLC	El Paso Oil & Gas Canada	C	PRIVATE	CASH
3/2/2004	Royal Bank of Scotland Group	Peoples Bank of Bridgeport, Bridgeport,Connecticut-Credit Card Business	C	PRIVATE	CASH
22/3/2004	BG Group PLC	Aventura Energy Inc	C	PUBLIC	CASH