



Πάντειο Πανεπιστήμιο
Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

MSc Public Management

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η Αντίδραση της Ελληνικής Χρηματαγοράς στην
Ανακοίνωση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών πριν και μετά
την Οικονομική Κρίση**

Επιμέλεια-Επίβλεψη

Δρ Μαρία-Ελένη Κ. Αγοράκη

**Θεμιστοκλής Σταυρουλάκης
Α.Μ. 7110Μ035**

Αθήνα, Οκτώβριος 2012

*ἄμες δὲ γ' ἐσσόμεθα
πολλῷ κάρρονες*

Abstract**The Hellenic Stock Market: Pre and Post Economic Crisis Reactions to Mergers & Acquisitions Announcements**

This study investigates the market efficiency of the Hellenic Stock Market and searches for the existence of differentiated pre and post Economic Crisis reactions. Using the event study methodology, we examine the stock price reaction around the announcement day of mergers for acquiring firms listed in the Athens Stock Exchange. The sample includes the acquirers of public targets during the period 2004-2011, and is divided in two groups, according the announcement date. We define our method as "Nested-Event Study", for it is expected that the main event studied (announcement) depends upon world economic conditions. Indeed, our findings indicate that post crisis reaction is more severe and causes greater - positive and negative - daily excess returns, following the market's vague expectations. However, we find no strong evidence that cumulative abnormal returns for the acquirers are significantly different before/after the crisis.

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή.....	1
Κεφάλαιο 2. Literature Review	4
Κεφάλαιο 3. Υποθέσεις και Μεθοδολογία	28
3.1 Μέθοδος και ανάπτυξη των Υποθέσεων	28
3.2 Μεθοδολογία	29
3.2.1 Returns, Excess Returns (ER), Abnormal Returns (AR).....	31
3.2.2 Σωρευτικές Μη κανονικές Αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns)	32
Κεφάλαιο 4. Ανάλυση του Δείγματος.....	34
4.1 Πλαίσια της Έρευνας.....	34
4.2 Περιγραφή και Σχολιασμός του Δείγματος	36
Κεφάλαιο 5. Ερευνητικά Αποτελέσματα	40
5.1 Η έννοια της "Nested-event Study"	40
5.2 Έκτακτες Αποδόσεις Α' Υποομάδας (προ κρίσης).....	41
5.3 Έκτακτες Αποδόσεις Β' Υποομάδας (μετά την κρίση).....	58
5.4 Άλλες ομαδοποιήσεις	67
Κεφάλαιο 6. Περιορισμοί - Μελλοντική Έρευνα	69
Κεφάλαιο 7. Συμπεράσματα.....	71
Αναφορές	75
I. Άρθρα.....	75
II. Βιβλία	78
III. Εκθέσεις	78

Παραρτήματα

Παράρτημα Α' Πίνακας Ανασκόπησης Διεθνούς Αρθρογραφίας Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Παράρτημα Β' Ημερήσιες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (%) το διάστημα [-30,+30] ανά εξαγοράζουσα Εταιρεία και Μέθοδο Υπολογισμού.

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν αναπόφευκτα ένα σημαντικότερο κομμάτι στο βίο της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Παράλληλα, συνιστούν ένα ευρύτατο πεδίο μελέτης, έχοντας απασχολήσει τα τελευταία 35 χρόνια πλήθος ερευνητών στον τομέα των οικονομικών και δη στην αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας-ορθολογικότητας των χρηματαγορών. Άλλωστε, όπως εύστοχα παρατηρούν οι Tuch και O'Sullivan (2007: 141), μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο (HB) οι εισηγμένες έχουν ξοδέψει αθροιστικά εκατοντάδες δισεκατομμύρια λίρες για εξαγορές. Συνεπώς, μάλλον αναμενόμενα, οι Σ&Ε ως επίδραση στην οικονομική ευημερία των μετόχων αποτελούν πεδίο ευρύτατα μελετημένο, δεδομένου ότι επηρεάζουν τη συμπεριφορά υφιστάμενων και επίδοξων επενδυτών, και συσχετίζονται με σημαντικές μεταβολές (θετικές ή αρνητικές) στις αποδόσεις τόσο των εταιρειών που επιχειρούν εξαγορές, όσο και εκείνων που γίνονται στόχοι¹. Κοινός τύπος των σχετικών μελετών είναι η αξιολόγηση της αποδοτικότητας της Χρηματαγοράς κατά την αντίδραση σε ανακοινώσεις Σ&Ε, με τη Μέθοδο Μελέτης της Επίδρασης Γεγονότων (Event Study Method). Παρά το γεγονός ότι πολλές φορές μια συγχώνευση² είναι λογικά αναμενόμενη ή διαρρέουσες φήμες την έχουν προεξοφλήσει, η ανακοίνωση αυτής ενέχει ένα έκτακτο πληροφοριακό περιεχόμενο που θα πρέπει να επιφέρει μια έκτακτη αντίδραση της Χρηματαγοράς. Η Αποδοτικότητα/Αποτελεσματικότητα της Αγοράς - Market Efficiency - είναι συνήθως το αντικείμενο τέτοιου είδους μελετών.

Στην κατεύθυνση αυτή, η παρούσα μελέτη πραγματεύεται την αποδοτικότητα της ελληνικής Χρηματαγοράς στο να αντιδρά σε γεγονότα οικονομικο-χρηματιστηριακής

¹ Χαρακτηριστικό είναι ότι, όπως διαπιστώνουν οι Antoniou, Petmezas και Zhao (2007), οι μέτοχοι και επενδυτές αντιδρούν απρόβλεπτα όχι μόνο στις επίσημες ανακοινώσεις αλλά και στις απλές φήμες στην αγορά σχετικά με Σ&Ε. Ωστόσο, αυτό το φαινόμενο δεν αποτελεί αποκλειστικότητα των χρηματαγορών, αλλά αντίθετα, συνιστά μάλλον κοινή παρατήρηση σε όλες τις εκφάνσεις της κοινωνικής δράσης του ατόμου. Ειδικά δε αν συνοδεύεται από ελλιπή ενημέρωση, είναι δυνατόν να ακολουθείται από συμπεριφορές εντελώς αποκλίνουσες από οποιοδήποτε μοντέλο.

² Η Συγχώνευση και η Εξαγορά αποτελούν δύο ξεχωριστές μορφές εταιρικής αναδιάρθρωσης. Η διαφορά τους έγκειται κατά βάση στην έννοια της απορρόφησης και η επιλογή της μιας ή της άλλης μεθόδου είναι αντικείμενο τακτικού σχεδιασμού της εκάστοτε επιχείρησης. Η Συγχώνευση συνεπάγεται την πλήρη απορρόφηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε ένα νέο ενιαίο σχήμα, ενώ η Εξαγορά προϋποθέτει απλώς την απόκτηση ενός ικανού ποσοστού που να εξασφαλίζει τον έλεγχο της εταιρείας στόχου. Στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης οι όροι Συγχώνευση, Εξαγορά, Απορρόφηση και Σ&Ε χρησιμοποιούνται ως ταυτοσημοί, με την Εξαγορά να συνεπάγεται τουλάχιστον απόκτηση του 51% της εταιρείας στόχου. Ομοίως χρησιμοποιούνται οι όροι εξαγοράζουσα, απορροφώσα και εταιρεία αγοραστής για την εταιρεία που προβαίνει σε εξαγορά (ή ανακοίνωση) και εξαγοραζόμενη, απορροφώμενη και εταιρεία στόχος, για εκείνη στην οποία απευθύνεται η εξαγορά.

φύσεως και να τα ενσωματώνει στις τιμές των μετοχών. Ο πιο πρόσφορος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό είναι η παρατήρηση και αξιολόγηση της μεταβολής στην τιμή της μετοχής. Ωστόσο, η χρηματοοικονομική κρίση που έχει πλήξει την οικονομία διεθνώς, έχει αναντίρρητα εισαγάγει έναν ακόμη παράγοντα επιρροής στην ως άνω παρατηρούμενη αντίδραση. Ήτοι, ο τρόπος αντίδρασης των Χρηματαγορών πριν και μετά την κρίση θα πρέπει να διαφοροποιείται. Σε μία πληροφοριακά αποδοτική χρηματαγορά αναμένουμε αυτό να αντικατοπτρίζεται στην τιμή των εμπλεκόμενων μετοχών. Με βάση την ανωτέρω υπόθεση, γεννάται η ανάγκη να εισάγουμε την ευρύτερη έννοια της "*Μελέτης Εμφωλευμένων Γεγονότων*" (*Nested-Event Study*), με την οποία ορίζουμε ακριβώς την μελέτη της επίδρασης γεγονότων, υπό το πρίσμα ενός ευρύτερου γεγονότος - εν προκειμένω της ανακοίνωσης Σ&Ε υπό το πρίσμα της οικονομικής κρίσης. Για τις ανάγκες της μελέτης μας, αντλούμε το δείγμα μας από το σύνολο των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς στην Ελλάδα, σύμφωνα με τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί την ανεξάρτητη εποπτεύουσα αρχή της ελληνικής Χρηματαγοράς. Το δείγμα μας διαιρείται σε δύο υποομάδες, σύμφωνα με την ημερομηνία ανακοίνωσης σε σχέση με την διεθνώς παραδεκτή ημερομηνία έναρξης της κρίσης³. Μελετώνται και συγκρίνονται οι Ημερήσιες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (Daily Excess Returns) καθώς και οι Σωρευτικές Μη Κανονικές Αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns) μεταξύ των δύο υποομάδων, των επιμέρους μετοχών και άλλων επιμέρους ομαδοποιήσεων με τις τρεις βασικές μεθόδους που απαντώνται στη βιβλιογραφία (Mean Adjusted, Market Mean Adjusted και Market Regression Model).

Η έρευνά μας παρέχει ενδείξεις ότι η αντίδραση της χρηματαγοράς στην Ελλάδα ως προς την αξία μιας εταιρείας αποδίδει επαρκώς τη σχετική αξία του υπό μελέτη γεγονότος. Ήτοι, οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται σε εξαγορές αντιδρούν - συνολικά - ικανοποιητικά στις σχετικές ανακοινώσεις και ενσωματώνουν τις νέες πληροφορίες. Συνεπώς, είναι δυνατόν να υποστηρίξουμε ότι η ελληνική χρηματαγορά, εμφανίζεται στο σύνολό της πληροφοριακά αποδοτική, ενσωματώνοντας επαρκώς στην τιμή των μετοχών, έκτακτες αποδόσεις που οφείλονται σε έκτακτα γεγονότα. Η συμβολή μας στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, έγκειται στην επισήμανση ότι κατά περίπτωση, γεγονότα ευρύτερης οικονομικής επιρροής επηρεάζουν αναπόφευκτα την ένταση και την ταχύτητα με την οποία πραγματοποιείται αυτή η ενσωμάτωση. Έτσι, η ήρεμη περίοδος του Χρηματιστηρίου (πριν την κρίση) χαρακτηρίζεται γενικά από ομαλή ενσωμάτωση της

³ 15 Σεπ 2008. Ημέρα κατάρρευσης της Lehman Brothers.

πληροφορίας στην τιμή της μετοχής, με ηπιότερες διακυμάνσεις στις Ημερήσιες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις. Αντίθετα, στη μετά κρίση περίοδο, παρατηρούνται πιο βίαιες αντιδράσεις, με έντονες διακυμάνσεις ανάμεσα σε θετικές και αρνητικές έκτακτες αποδόσεις, αντικατοπτρίζοντας ίσως και την παρατεινόμενη σύγχυση και αγωνία που έκτοτε εντοπίζονται στην ελληνική Χρηματαγορά.

Το υπόλοιπο μέρος της παρούσας μελέτης οργανώνεται ως εξής: Στο Κεφάλαιο 2 γίνεται μια διεξοδική ανασκόπηση της διεθνούς αρθρογραφίας και βιβλιογραφίας που σχετίζεται με το πεδίο μελέτης των Σ&Ε. Στο Κεφάλαιο 3 αναπτύσσονται οι Υποθέσεις εργασίας και περιγράφεται η εφαρμοζόμενη μεθοδολογία. Το πλαίσιο, τα δεδομένα και το δείγμα της έρευνας παρατίθενται και αναλύονται στο Κεφάλαιο 4. Το 5^ο Κεφάλαιο αφιερώνεται στην παρουσίαση και τον σχολιασμό των ερευνητικών αποτελεσμάτων στη βάση επιμέρους ομαδοποιήσεων και συγκεντρωτικά. Στο Κεφάλαιο 6 τίθενται τα πλαίσια και οι άξονες της μελλοντικής έρευνας. Τέλος, στο Κεφάλαιο 7 καταγράφονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

Κεφάλαιο 2. Literature Review

Στο κεφάλαιο αυτό, επιχειρείται μια βιβλιογραφική επισκόπηση, ενδεικτική αλλά όχι εξαντλητική, των μελετών στο πεδίο των Σ&Ε, και παρουσιάζονται τα κυριότερα συμπεράσματα στον τομέα αυτό, με σκοπό να διερευνηθούν οι διαχρονικές ενδείξεις αναφορικά με την επίδρασή στις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις των εταιρειών που εμπλέκονται σε τέτοιες δραστηριότητες. Πληθώρα εμπειρικών μελετών⁴ έχουν εντυπώσει στην προ- και μετά-εξαγοράς απόδοση των αγορών, στο πλαίσιο μιας συνολικής εικόνας της αποτελεσματικότητας των αγορών, έχοντας τελικά αποτύχει να οδηγήσουν στην εξαγωγή ισχυρών συμπερασμάτων που να εξηγούν με όμοιο τρόπο την αντίδραση μετόχων, επενδυτών, εταιρειών και αγοράς στην ανακοίνωση Σ&Ε, είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα. Κοινό χαρακτηριστικό, είναι ότι στις εμπειρικές μελέτες ως μεθοδολογία έρευνας χρησιμοποιείται η μελέτη των δραστηριοτήτων που συγκεντρώνονται γύρω από ένα γεγονός, γνωστή ως event-study.

Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται αναγκαία στην υιοθέτηση παραδοχών και υποθέσεων σχετικά με τη δραστηριότητα των εμπλεκόμενων μερών, πολλές από τις οποίες διαψεύδονται από τα ίδια τα αποτελέσματα. Η κυριότερη και πλέον κοινή, ακόμη και στις περιπτώσεις που αυτό δεν αναφέρεται ρητά, είναι η υπόθεση της "Αποτελεσματικότητας της Αγοράς". Ο Miller (1977), πραγματευόμενος την αρχή της αβεβαιότητας στην επενδυτική συμπεριφορά, συμπεραίνει ότι ακόμη και αν δεχθούμε την θεωρία περί "Ορθολογικού μεγιστοποιητικού οικονομικού δρώντος" στις συναλλαγές, διαφορετικοί άνθρωποι αντιλαμβάνονται με διαφορετικό τρόπο της πληροφορίες της αγοράς και ως εκ τούτου είναι δυνατόν να διαφέρουν στις προβλέψεις τους για την προοπτική των εταιρειών. Έτσι, ακόμη και στην υποθετική περίπτωση που η συντριπτική πλειοψηφία των δρώντων στην αγορά είναι πολύ καλά πληροφορημένοι, η ανάληψη επενδυτικής δράσης ενέχει αβεβαιότητα και ρίσκο, ως συνέπεια της μικρής μειοψηφίας ελλιπώς πληροφορημένων επενδυτών, ένδειξη ότι η αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι μάλλον αμφισβητήσιμη. Ο Miller επίσης παρατηρεί ότι γενικότερα η ύπαρξη διαφορετικών απόψεων ή αντιλήψεων για την προοπτική μιας εταιρείας, συνδέεται με την παρουσία ρίσκου και συνήθως συνεπάγεται χαμηλότερες αποδόσεις.

Στο ίδιο μήκος κύματος, οι Alexandridis, Antoniou and Zhao (2007), περιορίζοντας την έρευνά τους στον τομέα των Σ&Ε, επισημαίνουν ότι η ύπαρξη έντονων διαφωνιών και

⁴ Συνοπτική επισκόπηση της σχετικής αρθρογραφίας, παρατίθεται με τη μορφή πίνακα στο Παράρτημα Α.

διαφορετικών προβλέψεων για την προοπτική της μετοχής εταιρειών που εξαγοράζουν άλλες, μη εισηγμένες εταιρείες, προκαλεί σημαντική αύξηση στην τιμή της βραχυπρόθεσμα, που όμως ακολουθείται από σημαντικές διορθωτικές απώλειες μακροπρόθεσμα. Το συμπέρασμα αυτό είναι σε συμφωνία με την πρόβλεψη του Miller ότι σε περιβάλλον αβεβαιότητας λόγω ασυμμετρίας πεποιθήσεων (belief asymmetry) των επενδυτών για την αξία μιας εταιρείας η τιμή της καθορίζεται ουσιαστικά από τους έχοντες την πιο αισιόδοξη αντίληψη. Σύμφωνα με τους Alexandridis, Antoniou and Zhao (2007), σε περιβάλλον αυξημένης ασυμμετρίας πεποιθήσεων, η αισιόδοξη συνιστώσα της αγοράς αντιδρά υπερβολικά θετικά στην ανακοίνωση μιας εξαγοράς, δίνοντας - συχνά λανθασμένα - την αίσθηση για θετικές συνέργειες και ευοίωνες προοπτικές. Έτσι, ειδικά στις περιπτώσεις εξαγοράς μη εισηγμένων εταιρειών, όπου η πληροφόρηση είναι σαφώς ελλιπής⁵, η ασυμμετρία πεποιθήσεων είναι πολύ μεγαλύτερη, και συνεπάγεται ασύμμετρες βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Όμοια, οι Draper and Paudyal (2008) καταγράφουν σημαντικά υψηλότερες βραχυπρόθεσμες αποδόσεις για εταιρείες-αγοραστές για τις οποίες υπάρχει έντονα ασύμμετρη πληροφόρηση, και μάλιστα ακόμη μεγαλύτερα κέρδη για εκείνες που είναι υποεκτιμημένες. Η μελέτη τους επικεντρώνεται στην περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς (-2, +2 ημέρες, βραχυπρόθεσμη ανάλυση) και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η Ηγεσία των εταιρειών που είναι υποεκτιμημένες εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ αγοράς και εσωτερικής διοίκησης, έχει ισχυρά κίνητρα να προβεί σε εξαγορές - ή ανακοινώσεις εξαγορών - ώστε να προσελκύσει την προσοχή αναλυτών και επενδυτών, αναδεικνύοντας την πραγματική αξία της. Για το λόγο αυτό, σύμφωνα με τα ευρήματά τους, τα κέρδη από εξαγορές μειώνονται ανάλογα με το πλήθος των εξαγορών ή ανακοινώσεων σε δεδομένη λογική περίοδο, αλλά και σε περιόδους αυξημένης δραστηριότητας Σ&Ε, όπου όμως όσο νωρίτερα γίνουν τόσο (σχετικά) υψηλότερα αποδίδουν. Τα ανωτέρω συνάδουν με την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς η συχνή εμπλοκή σε εξαγορές σημαίνει ταυτόχρονα περισσότερη δημοσιότητα και συνεπώς άμβλυνση της ασυμμετρίας.

Βέβαια, η ασυμμετρία πληροφοριών και πεποιθήσεων λογικά δε συνδέεται μόνο με μη κανονικές αποδόσεις, αλλά και με μη αναμενόμενες μεταβολές στον όγκο των συναλλαγών. Όπως έχουν ήδη παρατηρήσει οι Keown, Pinkerton and Bolste (1992), η παρουσία ασύμμετρης πληροφόρησης ειδικά με τη μορφή διαφοροποίησης υπό το πρίσμα εσωτερικής πληροφόρησης, επιφέρει αυξημένο όγκο συναλλαγών την περίοδο που

⁵ Για τις μη εισηγμένες εταιρείες οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι πολύ περιορισμένες σε σχέση με τις εισηγμένες.

περιβάλλει την ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Η μελέτη των Keown et al. (1992) αφορά την περίοδο 1975-1979 και εμπεριέχει σαφείς ενδείξεις για συσχέτιση μεταξύ ασυμμετρίας πληροφοριών και αυξημένου όγκου συναλλαγών. Πιο συγκεκριμένα, ο όγκος των συναλλαγών εμφανίζει σαφή τάση αύξησης, που σωρευτικά είναι δυνατόν να φθάσει το 25%, πριν την ανακοίνωση μιας επικείμενης εξαγοράς (ή πριν τη πρώτη δημοσίευση στη Wall Street Journal), συνεχίζοντας ανοδικά για τουλάχιστον 30 ημέρες έπειτα από το γεγονός. Έτσι, ανεξάρτητα από τον τρόπο προσέγγιση, όπως η συμπεριφορική του Miller (1977), ή το είδος της πληροφορίας (δημόσια ή μη) που διακινείται πριν την ανακοίνωση εξαγορών, επιβεβαιώνεται ουσιαστικά η συσχέτιση της διαφοροποιημένης συναλλακτικής συμπεριφοράς με την ασύμμετρη πληροφόρηση, παρέχοντας ισχυρές ενδείξεις ότι η μη αναμενόμενη συναλλακτική δραστηριότητα⁶ είναι δυνατόν να υποκρύπτει εσωτερική ή μη δημόσια πληροφόρηση.

Σύμφωνα λοιπόν με την έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης, είναι η υπόθεση περί εσωτερικής πληροφόρησης που παίρνει ειδικότερα τη μορφή συγκαλυμμένων συναλλαγών (stealth trading). Είναι άλλωστε γνωστό ότι τέτοιου είδους συναλλαγές που συνδέονται με την διάθεση πληροφοριών εκ των έσω, εντοπίζονται σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά, ανεξάρτητα από τον βαθμό ωρίμανσής της και το σύνολο των μέτρων αποτροπής (βλ. σχετικά Barclay and Warner (1993), Chakravarty (2001), Cai et al. (2006), Ascioglu et al. (2011)). Οι Barclay and Warner (1993) και Chakravarty (2001), μελετώντας την χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange - NYSE) συμφωνούν ότι η συγκαλυμμένη αξιοποίηση της εσωτερικής πληροφόρησης εκδηλώνεται με μεσαίου μεγέθους συναλλαγές⁷. Αυτές οι συναλλαγές αναφορικά με τις μετοχές μιας εταιρείας συνδέονται με σωρευτικές μεταβολές στην τιμή της μετοχής δυσανάλογα μεγάλες σε σχέση με το ποσοστό των συναλλαγών αυτών επί συνόλου των συναλλαγών και του όγκου. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τον Chakravarty, κύριοι φορείς έκφρασης αυτής της δραστηριότητας είναι οι θεσμικοί και τα ιδρύματα, οι οποίοι φαίνεται ότι δραστηριοποιούνται κατά κόρον στις μεσαίου μεγέθους συναλλαγές, αποτελώντας ένδειξη ότι έχουν πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση. Σε αντίθεση με τους Barclay-Warner (1993) και Chakravarty (2001), οι οποίοι μελετούν μια εξαιρετικά ώριμη και πλήρως

⁶ ως όγκος συναλλαγών.

⁷ Στη σχετική βιβλιογραφία η κατηγοριοποίηση των συναλλαγών ανάλογα με τον όγκο τους γίνεται ως εξής: Μικρή συναλλαγή: 1-499 μετοχές, Μεσαία συναλλαγή: 500-9.999 μετοχές, Μεγάλη συναλλαγή: >10.000 μετοχές. Οι Barclay-Warner (1993) υπολογίζουν ότι οι μεσαίου μεγέθους συναλλαγές μετοχών εταιρειών που έγιναν στόχος εξαγοράς είναι υπεύθυνες για το 92,8% της σωρευτικής μεταβολής στην τιμή της μετοχής την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς.

οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, οι Cai et al. (2006) επικεντρώνοντας στην αναδυόμενη χρηματιστηριακή αγορά της Σαγκάη (Shanghai Stock Exchange - SHSE) στην Κίνα, διαπιστώνουν ότι η μεγαλύτερη επίδραση στη μεταβολή των τιμών οφείλεται στις μεγάλες σε όγκο συναλλαγές. Ωστόσο, αυτό δεν συνδέεται απαραίτητα με το αναμφισβήτητο ασαφές ακόμη κανονιστικό πλαίσιο συναλλαγών που διέπει την εν λόγω αγορά και ενδεχομένως αφήνει περιθώρια για κρυφή δραστηριότητα, αλλά αποδίδεται μάλλον στην έλλειψη ώριμης συναλλακτικής κουλτούρας, η οποία είναι εξαιρετικά σημαντική για την προστασία των επόχων επενδυτών. Αποδεικνύεται έτσι, ότι οι αναδυόμενες αγορές αφήνουν πολλά περιθώρια χειραγώγησης τιμών μέσω μεγάλων συναλλαγών από τους γνωρίζοντες, σε αντίθεση με τις καλά οργανωμένες αγορές.

Εξάλλου, σε αντίστοιχα συμπεράσματα καταλήγει και η μελέτη των Ascioğlu et al. (2011) επί του χρηματιστηρίου του Τόκιο (Tokyo Stock Exchange), το οποίο αποτελεί το δεύτερο μεγαλύτερο χρηματιστήριο στον κόσμο και ίσως το πιο καλά οργανωμένο κανονιστικά παγκοσμίως. Τα αποτελέσματα της έρευνας συντείνουν στο ότι η σωρευτική μεταβολή της τιμής των μετοχών μιας εταιρείας εξαρτάται σημαντικά όχι μόνο από τις μεσαίες αλλά και από τις μικρές (σε μέγεθος όγκου) συναλλαγές, οι οποίες φαίνεται μάλιστα να επιδρούν περισσότερο. Αυτό, εκ πρώτης όψεως αντίκειται στην υπόθεση των Barclay-Warner (1993), εντούτοις εξηγείται αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι περίπου γύρω στο 2000 έχει διεθνώς περιοριστεί σημαντικά το σχετικό κόστος μικρών συναλλαγών⁸, ως απόρροια της μείωσης του βήματος μεταβολής στις τιμές των μετοχών. Το αποτέλεσμα είναι, σύμφωνα με τους Ascioğlu et al. (2011), οι αγοραστές με εσωτερική πληροφόρηση να στρέφονται πλέον και στις μικρότερου μεγέθους συναλλαγές. Παράλληλα, σε συμφωνία με τους Barclay-Warner (1993), τις ημέρες υψηλής εμπορευσιμότητας και ρευστότητας στο χρηματιστήριο, παρατηρείται επίσης μια σημαντική αύξηση των μεσαίου και μεγάλου όγκου συναλλαγών, με αντίστοιχη μεγάλη συνεισφορά στη σωρευτική μεταβολή της τιμής. Αυτό είναι μάλλον αναμενόμενο, δεδομένου ότι την υπόψη περίοδο οι έχοντες την εσωτερική πληροφόρηση δεν κρύβουν τη δράση τους και επιχειρούν ταυτόχρονα να περιορίσουν το ενδεχόμενο να στραφεί η αγορά εναντίον τους.

⁸ Οι Barclay-Warner (1993) και Chakravarty (2001) μελετούν περιόδους στις αρχές της δεκαετίας του '80 και '90 αντίστοιχα, όπου το κόστος των μικρών συναλλαγών ήταν αρκετά υψηλό σε σχέση με το κέρδος που θα μπορούσε κάποιος να αποκομίσει από την συγκαλυμμένη δραστηριότητα. Οι συναλλαγές μεσαίου όγκου θεωρούνταν οι πλέον κατάλληλες, καθώς δεν ήταν τόσο ακριβές όσο οι μικρές, ενώ δεν ήταν και τόσο μεγάλες ώστε να αποκαλυφθεί η δράση αυτή. Από το 2000 και μετά, οι μικρές συναλλαγές έγιναν εξίσου προσιτές, ακριβώς χάρη στη μείωση του σχετικού κόστους.

Από τα ανωτέρω, καθίσταται σαφές ότι, η συγκαλυμμένη δράση λόγω εσωτερικής πληροφόρησης είναι παρούσα σε μικρότερο η μεγαλύτερο βαθμό - ανάλογα με την αγορά και τις συνθήκες της - σε όλες τις περιπτώσεις Σ&Ε, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση των Kewon et al (1992) και Barclay-Warner (1993) ότι οι αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται με την ιδιωτική-εσωτερική πληροφόρηση των συναλλασσομένων γύρω από την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Σε αυτό το σημείο όμως πρέπει να επισημανθεί ότι οι Σ&Ε και οι αποδόσεις αυτών δεν είναι ανεξάρτητες από το περιβάλλον της αγοράς στο οποίο λαμβάνουν χώρα, αλλά αντίθετα παρατηρούμε ότι συσχετίζονται τόσο με την ωριμότητα της συναλλακτικής κουλτούρας (βλ. Cai et al., 2006) όσο και με την "ψυχολογική κατάσταση" στις εκτιμήσεις της αγοράς. Ο Petmezas (2009), επεκτείνοντας την ιδέα της ασύμμετρης πληροφόρησης, διαπιστώνει ότι σε περιόδους γενικευμένης ευφορίας, οι αισιόδοξες προβλέψεις και πεποιθήσεις των επενδυτών για την ανάπτυξη νέων συνεργειών και υπεραξίας, αποτελούν σπουδαίο παράγοντα απόδοσης των εξαγορών, καθώς αυξάνεται σημαντικά η τιμή των συγχωνευόμενων εταιρειών. Ωστόσο, η αύξηση αυτή είναι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων εφήμερη, καθώς η αγορά σταδιακά διαπιστώνει ότι πολλές από τις Σ&Ε της "θερμής περιόδου" (Petmezas, 2009: 55) δεν αξιολογήθηκαν σωστά, με αποτέλεσμα τα βραχυπρόθεσμα κέρδη να αντιστρέφονται πλήρως μέσα σε 1 με 3 χρόνια. Παρ' όλα αυτά, προφανώς η ψυχολογία της αγοράς δεν είναι η μόνη κατευθυντήριος για τις αποδόσεις των εταιρειών-αγοραστών, είναι όμως μια σημαντική παράμετρος.

Εξάλλου, όσο ελκυστική και αν είναι η ιδέα της τέλει αγοράς, οι ατέλειες είναι αυτές που έχουν καταλυτική επίδραση στα χρηματοοικονομικά τεκταινόμενα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ατελειών της αγοράς, με ιδιαίτερη επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών, είναι οι φήμες και τα δημοσιεύματα - λιγότερο ή περισσότερο έγκυρα - γύρω από τις Σ&Ε. Οι Gao and Oler (2011) εντοπίζουν έντονη κινητικότητα των μετοχών εταιρειών στο NYSE, όταν αυτές εμπλέκονται σε φήμες (δημοσιεύματα) για επικείμενες συγχωνεύσεις ή εξαγορές. Μάλιστα, η κινητικότητα αυτή εντοπίζεται πολύ πριν σε σχέση με εκείνες τις ανακοινώσεις εξαγορών για τις οποίες δεν υπήρξαν φήμες-δημοσιεύματα. Παρατηρούν επίσης ότι μεγάλος αριθμός μετόχων εταιρειών που βρίσκονται ή φέρονται να βρίσκονται στο στόχαστρο της εξαγοράς, πωλούν τις μετοχές τους, παρά το γεγονός ότι αναμένεται να έχουν σημαντικά βραχυπρόθεσμα κέρδη⁹. Η στρατηγική αυτή, αποδεικνύεται εν τέλει επωφελής, καθώς μόνο το 12,6% αυτών καταλήγει τελικά σε

⁹ Βλ. Draper-Paudyal (1999, 2006)

ανακοίνωση εξαγοράς. Βεβαίως, η έντονη αύξηση του όγκου των συναλλαγών που παρατηρείται κατά μέσο όρο 5 ημέρες πριν την σημαντική αύξηση των αποδόσεων και σχετίζεται με Σ&Ε, μπορεί εν μέρει να αποδοθεί σε τυχαίες κινήσεις των μετόχων που δεν αντιλαμβάνονται την πληροφόρηση από την αγοραστική κινητικότητα των "insiders" και θεωρούν ότι μπορούν να επωφεληθούν από την υπερεκτιμημένη τιμή της μετοχής. Εντούτοις, δεδομένου ότι συνήθως, μετά τα βραχυπρόθεσμα κέρδη, διαπιστώνεται μια σημαντική διόρθωση, η συμπεριφορά των μετόχων κρίνεται ορθολογική.

Σε αυτή τη διαπίστωση η μελέτη των Gao and Oler (2011) συνάδει με την άποψη των Pound and Zeckhauser (1990), που υποστηρίζουν ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις φήμες Σ&Ε. Οι Pound-Zeckhauser (1990) βέβαια, μελετώντας την τιμή των μετοχών εταιρειών που εμφανίζονται ως στόχοι εξαγορών σε δημοσιεύματα της στήλης "Heard on the Street"¹⁰, κατά μέσο όρο δε διαπιστώνουν υπερβάλλουσες μη κανονικές αποδόσεις για το διάστημα έως και έναν χρόνο μετά την πρώτη αυτοτελή δημοσίευση. Ερευνώντας πιο γενικά τη συστηματική επίδραση των φημών εξαγοράς στις τιμές ενός ομολογουμένως μικρού δείγματος φημολογούμενων στόχων κατέληξαν καταρχήν στο συμπέρασμα ότι η αγορά φαίνεται να ανταποκρίνεται στις συγκεχυμένες πληροφορίες και στις φήμες (δημοσιεύσεις) εξαγορών, με τρόπο όμοιο ως προς την αντίδραση στις πιο ολοκληρωμένες ή σοβαρές πληροφορίες, όπως είναι μια πραγματική προσφορά εξαγοράς ή τα δημοσιευόμενα οικονομικά αποτελέσματα, χωρίς να υφίστανται σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο διασποράς της φήμης. Ωστόσο, οι επενδύσεις σε εταιρείες στόχους φημολογούμενων εξαγορών κρίνονται εν τέλει εξαιρετικά ριψοκίνδυνες, εμφανίζοντας κατά περίπτωση και χωρίς ιδιαίτερη κανονικότητα ή προβλεψιμότητα, θετικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις έως και 70%¹¹. Επιπρόσθετα, οι Pound-Zeckhauser (1990), διαπιστώνουν ότι λιγότερο από το 50% των δημοσιευμάτων επιβεβαιώνονται ως εξαγορές, εντός ενός έτους από τη δημοσίευση. Το γεγονός ότι σε όμοια διαπίστωση καταλήγουν και οι Gao and Oler (2011), αποδεικνύει ότι οι φήμες δεν είναι απαραίτητα αποτέλεσμα έγκυρων διαρροών ή εσωτερικής πληροφόρησης, για επικείμενες εξαγορές.

Από τα ανωτέρω, ενισχύεται η υπόθεση των Pound-Zeckhauser (1990) περί εκκίνησης των φημών από επαγγελματίες της αγοράς που "ειδικεύονται" στο να αναζητούν - ή να κατασκευάζουν; - ενδείξεις ασυνήθιστης δραστηριότητας, η οποία είναι δυνατόν να συνδέεται με επικείμενες απόπειρες εξαγορών. Στο πλαίσιο αυτό, θεωρείται

¹⁰ Ίσως η στήλη της Wall Street Journal (WSJ) με τη μεγαλύτερη αναγνωσιμότητα.

¹¹ Βέβαια το τελικό αποτέλεσμα για το εξεταζόμενο δείγμα, όπως προαναφέρθηκε, είναι κατά μέσο όρο μηδενικό.

μάλλον αναμενόμενο το γεγονός ότι δεν εμφανίζεται συγκεκριμένη τάση αποδοτικότητας αυτών των φημών, ήτοι οι διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών εντός της ημέρας είναι μεγάλες, αλλά όχι με συγκεκριμένη φορά (θετική ή αρνητική), με αποτέλεσμα μηδενικές (κατά μέσο όρο) μη κανονικές αποδόσεις την ημέρα της δημοσίευσης. Δύο είναι οι κύριες δραστηριότητες που αναφέρονται στα δημοσιεύματα ως αιτίες ανάπτυξης φημών εξαγοράς: α. Η ασυνήθιστη συμπεριφορά όγκου και τιμών σε συγκεκριμένες εταιρείες, που οδηγούν τους αναλυτές να υποθέτουν ότι υποβόσκει δραστηριότητα απόκτησης ελέγχου. β. Η δράση (πραγματική ή φημολογούμενη) ενός βασικού επενδυτή ή μετόχου μιας εταιρείας, με στόχο τη βελτίωση της θέσης του. Έτσι, στη βάση της εν λόγω φημολογίας, έναν μήνα περίπου πριν την εμφάνιση του δημοσιεύματος οι εταιρείες στόχοι παρουσιάζουν κατά μέσο όρο θετικές σωρευτικές αποδόσεις της τάξης του 7%¹².

Παρ' όλα αυτά, όμως, το υπόψη φαινόμενο δε μπορεί να χαρακτηριστεί απολύτως πλασματικό, αλλά ενδεχομένως εμπεριέχει τις πραγματικές προσδοκίες της αγοράς που συχνά τροφοδοτούν τα δημοσιεύματα. Σε αυτήν την κατεύθυνση συντείνουν και τα συμπεράσματα των Jarrell and Poulsen (1989), οι οποίοι την περίοδο πριν την ανακοίνωση δημόσιας προσφοράς εξαγοράς εντοπίζουν μεν σημαντική μεταβολή στον όγκο των συναλλαγών και σημαντική αύξηση στην τιμή των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών που γίνονται στόχοι εξαγοράς, χωρίς όμως ισχυρές ενδείξεις ότι η υπόψη συμπεριφορά συνδέεται αποκλειστικά με μη νόμιμες δραστηριότητες, όπως οι συναλλαγές στο πλαίσιο εσωτερικής πληροφόρησης. Πράγματι, για τις εισηγμένες εταιρείες στόχους εξαγοράς, περίπου το 40% της συνολικής απόδοσης του εν λόγω γεγονότος έχει τη μορφή της σωρευτικής αύξησης της τιμής πριν την ανακοίνωση της δημόσιας προσφοράς. Συγχρόνως, η εμφάνιση στον τύπο δημοσιευμάτων αναφορικά με επικείμενες εξαγορές έχει την ισχυρότερη συσχέτιση με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις και την άνοδο των τιμών για τις εταιρείες αυτές την ίδια περίοδο. Από την άλλη, κατά τους Jarell-Poulsen (1989), οι μη αναμενόμενες αποδόσεις δεν επηρεάζονται σημαντικά από το είδος της εξαγοράς (εχθρική ή φιλική), αλλά ειδικά στις περιπτώσεις όπου η εξαγοράζουσα εταιρεία κατέχει ήδη ένα σημαντικό κομμάτι της εταιρείας στόχου, οι συνολικές μη αναμενόμενες αποδόσεις της εξαγοράς είναι μικρότερες, ενώ η προ της ανακοίνωσης άνοδος της τιμής της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι μεγαλύτερη. Τέλος, εντοπίζεται μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ της αύξησης των μη αναμενόμενων αποδόσεων και του επιχειρήματος της

¹² Σε όμοια σωρευτική τάση την περίοδο προ της δημοσίευσης ή της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς συγκλίνουν - με επιμέρους διαφοροποιήσεις - και οι Jarell and Poulsen (1989), Clements and Singh (2011) και Gao and Oler (2011).

εσωτερικής πληροφόρησης, η οποία συνυπάρχει με την προσδοκία και συνδιαμορφώνει την ψυχολογία της αγοράς.

Εμβαθύνοντας ακόμη περισσότερο στην ανάλυση της συναλλακτικής δραστηριότητας αναφορικά με μετοχές εταιρειών στόχων πριν την ανακοίνωση επιτυχημένων εξαγορών, οι Clements and Singh (2011) εντοπίζουν ισχυρές ενδείξεις συνύπαρξης τόσο συναλλαγών που συσχετίζονται με εσωτερική πληροφόρηση - τέτοια ευρήματα έχουν άλλωστε όλες σχεδόν οι σχετικές μελέτες¹³ - όσο και πρακτικών που κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση, αυτήν της πώλησης πριν την ανακοίνωση. Έτσι, σε συμφωνία και με τους Gao and Oler (2011), διαπιστώνουν μια χρονική διαφοροποίηση στην εμφάνιση ανάμεσα στον μη κανονικό όγκο συναλλαγών και στις θετικές μη κανονικές αποδόσεις¹⁴. Για την ακρίβεια, πρώτα εμφανίζονται αυξημένες συναλλαγές και οι μη κανονικές αποδόσεις ακολουθούν, συνιστώντας ένδειξη ότι για κάποιο - μικρό - χρονικό διάστημα πριν την ανακοίνωση μιας δημόσιας προσφοράς, τα δυνητικά κέρδη λόγω αύξησης της ζήτησης, αντισταθμίζονται από αυξημένη προσφορά εκ μέρους των υφιστάμενων μετόχων. Αναζητώντας μια λογική εξήγηση για την φαινομενικά ανορθολογική συμπεριφορά, οι Clements-Singh (2011) εξετάζουν την ωφελιμιστική διάσταση μιας τέτοιας πρακτικής, βασιζόμενοι στην υπόθεση ότι η αντι-δράση (πώληση) πληροφορημένων επενδυτών δε συνίσταται σε τυχαίες κινήσεις, αλλά σε ηθελημένες ενέργειες. Συμπεραίνουν, λοιπόν, ότι η πώληση μετοχών μιας εταιρείας όταν σύμφωνα με τις φήμες επίκειται εξαγορά αυτής, αποδεικνύεται στην πράξη ωφέλιμη πρακτική, καθώς η πλειοψηφία των φημών αποτυγχάνει να μετουσιωθεί σε εξαγορές. Σε αυτό το πλαίσιο εξηγείται τουλάχιστον ένα μέρος των πωλητήριων τάσεων, ενώ τα ευρήματα θετικής μη κανονικής διαφοράς ανάμεσα στην τιμή προσφοράς και ζήτησης απορρίπτει ταυτόχρονα την υπόθεση περί τάσεων ρευστοποίησης εν μέσω θετικού κλίματος.

Όσον αφορά στην εξέταση των αντιδράσεων σε συνθήκες κατεξοχήν θετικού κλίματος (αλλά και μετά από αυτό), εξαιρετικό ενδιαφέρον έχει η μελέτη των περιπτώσεων στις οποίες το χρηματιστήριο διανύει μια περίοδο "φούσκας", κατά τους Aharon, Gaviious and Yosef (2010). Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της έρευνάς τους για

¹³ Βλ. ενδεικτικά: Jarrel and Poulsen (1989), Pound-Zeckhauser (1990), Keown et al. (1992), Barclay and Warner (1993), Chakravarty (2001), Alexandridis, Antoniou and Zhao (2007), Draper and Paudyal (2008), Petmezas (2009) και Ascioglu et al. (2011).

¹⁴ Εξαιρετικά ενδιαφέρον είναι το γεγονός ότι οι Gao and Oler (2011) και Clements and Singh (2011), σε δύο παράλληλες μελέτες με όμοιο τρόπο επιλογής του δείγματος από τις εταιρείες στις ΗΠΑ και του διαστήματος μελέτης, και για διαδοχικές χρονικές περιόδους (1990-2001 και 2001-2006 αντίστοιχα), καταλήγουν σε όμοια συμπεράσματα, ενισχύοντάς τα ακριβώς χάρη στη διαχρονική τους σταθερότητα.

την περίοδο πριν και μετά το "σκάσιμο" της "τεχνολογικής φούσκας" στις ΗΠΑ¹⁵, οι Ε&Σ εμφανίζουν σημαντική αύξηση σε όλους τους επιχειρηματικούς τομείς, που όμως ακολουθείται σύντομα από διόρθωση στα προ-φούσκας επίπεδα καθώς και περαιτέρω μείωση τα επόμενα χρόνια, παρά τη γενική επάνοδο της αγοράς το ίδιο διάστημα. Την περίοδο φούσκα και όταν αυτή σκάσει η επενδυτική προσέγγιση βασίζεται περισσότερο σε μελλοντικές προσδοκίες για τις εταιρείες στόχους, και όχι στην πραγματική τους αποδοτικότητα. Το αντίθετο συμβαίνει τις περιόδους πριν και μετά τη φούσκα. Επιπλέον, σε συμφωνία με τα συμπεράσματα του Petmezas (2009), οι Aharon et al. (2010) διαπιστώνουν ότι στο πλαίσιο της γενικής ευφορίας της περιόδου φούσκα, οι επίδοξοι επενδυτές (εκτός χρηματιστηρίου), πήραν περισσότερα ρίσκα, επιδιώκοντας μεγαλύτερα οφέλη. Ωστόσο, έχοντας μάθει από αντίστοιχα γεγονότα είναι πιο προσεκτικοί, και επηρεάζονται λιγότερο από τα περιοδικά συναισθήματα ευφορίας και απογοήτευσης της αγοράς.

Σημαντικός παράγοντας αποφυγής τέτοιων φαινομένων είναι, αν μη τι άλλο, η θεσμική προστασία των επενδυτών. Βέβαια, όπως υποδεικνύουν οι Anderson, Marshall and Wales (2009), το νομοθετικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών καθορίζει σημαντικά τις αποδόσεις των εταιρειών-στόχων που υπόκεινται σε εξαγορές. Η μελέτη τους καλύπτει τον Ευρωπαϊκό χώρο, όπου αφενός η κοινωνική μέριμνα βρίσκεται παραδοσιακά σε υψηλά επίπεδα, αφετέρου η νομοθετική προστασία παρουσιάζει αναπόφευκτα διακυμάνσεις μεταξύ των κρατών - ειδικά του πυρήνα και της περιφέρειας. Αποδεικνύεται λοιπόν ότι οι αποδόσεις της περιόδου μετά την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς, για τις εταιρείες στόχους, είναι υψηλότερες στις χώρες, όπου υπάρχει ισχυρό προστατευτικό πλαίσιο για τους επενδυτές. Αυτό υποδηλώνει ότι οι εταιρείες που προβαίνουν σε εξαγορές, σε περιβάλλον αυξημένου προστατευτισμού, ενδεχομένως αναγκάζονται να προσφέρουν μεγαλύτερη τιμή εξαγοράς. Συγχρόνως, τα αποτελέσματα παρέχουν ισχυρές ενδείξεις ότι οι εταιρείες που γίνονται στόχοι εξαγορών αντλούν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ όταν το νομοθετικό πλαίσιο προστατεύει αποτελεσματικά τις επενδύσεις, ενώ σε συμφωνία και με τους Cai et al. (2006) και Ascioğlu et al. (2011), σε ένα τέτοιο περιβάλλον αναμένεται να είναι πιο σωστά διαμορφωμένη η συναλλακτική κουλτούρα, οπότε περιορίζονται και τα φαινόμενα χειραγώγησης τιμών ή συγκαλυμμένων συναλλαγών.

¹⁵ Περίοδος 1993-2005. Εξετάζονται 4 υποπερίοδοι: α. 1993-1997 (πριν την τεχνολογική φούσκα), β. 1998-Μάρτιος 2000 (περίοδος φούσκας), γ. Απρίλιος 2000-2002 (σκάσιμο της φούσκας), δ. 2003-2005 (περίοδος μετά το σκάσιμο).

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Bris and Cabolis (2008), οι οποίοι μελετώντας την επίδραση της επενδυτικής προστασίας στις διασυνοριακές συναλλαγές, εισάγουν στην έννοια της συγχώνευσης την παράμετρο μεταβολής στις συνθήκες εταιρικής διακυβέρνησης για τις εταιρείες στόχους. Αυτή η παράμετρος, είναι δυνατόν να αποτελεί κίνητρο για τις εταιρείες καθώς, σύμφωνα με το Διεθνές Δίκαιο, μέσω εξαγοράς του 100% η εξαγοραζόμενη εταιρεία εμπίπτει στο νομοθετικό - άρα και προστατευτικό - πλαίσιο της μητρικής. Με αυτό το δεδομένο, οι Bris and Cabolis (2008) διαπιστώνουν ότι η εξαγορά εταιρειών που βρίσκονται σε χώρες με ασθενές προστατευτικό επενδυτικό πλαίσιο από εταιρείες σε πιο ισχυρό περιβάλλον προστασίας, συνεπάγεται υψηλότερες αποδόσεις για τις εταιρείες στόχους, σε σύγκριση με μια αντίστοιχη εταιρεία, στόχο εγχώριας εξαγοράς, στην ίδια χώρα. Προφανώς, αυτό συνδέεται με τη βελτίωση των συνθηκών εταιρικής διακυβέρνησης, μιας και τα αποτελέσματα υποδεικνύουν επίσης ότι οι βελτιώσεις σε σημαντικές πτυχές των διαφοροποιημένων ανά εταιρεία κανονισμών λειτουργίας, χάρη στη συγχώνευση αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις μετά από αυτήν.

Τα μέχρι τώρα συμπεράσματα υποδηλώνουν ξεκάθαρα ότι οι Σ&Ε είναι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες που αποδεσμεύουν με διάφορους τρόπους, σημαντικότερες πληροφορίες για την κατάσταση των εμπλεκόμενων εταιρειών, και είναι δυνατόν να ενσωματώνουν στοιχεία επιρροής που περιλαμβάνουν από τις φήμες και την ψυχολογία της αγοράς, γενικά, έως την ικανότητα των managers, το είδος της εξαγοράς και εταιρειών, τον τρόπο πληρωμής, και όχι μόνο. Λαμβάνοντας υπόψη αυτό το πολυδιάστατο πλαίσιο, οι Fuller, Netter and Stegemoller (2002) ερευνούν την περίπτωση απόδοσης των εταιρειών που προβαίνουν σε πολλές εξαγορές - περισσότερες από πέντε - σε διάστημα τριών ετών. Σκοπός τους είναι ακριβώς να εξαλείψουν τον παράγοντα της ασύμμετρης πληροφόρησης, βασιζόμενοι στην υπόθεση ότι "αν οι ίδιες εταιρείες κάνουν πολλές και διαφοροποιημένες μεταξύ τους εξαγορές (εισηγμένων, μη εισηγμένων και θυγατρικών εταιρειών), και ο τρόπος πληρωμής διαφοροποιείται τυχαία μεταξύ των εταιρειών, τότε η διακύμανση στις αποδόσεις των εταιρειών θα πρέπει να αποδοθεί σε παράγοντες άλλους από τη νέα πληροφόρηση για τις εταιρείες" (Fuller et al., 2002: 1764), και άρα θα πρέπει να οφείλεται στα χαρακτηριστικά της εταιρείας-στόχου και της εξαγοράς. Με αυτόν τον τρόπο καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις όταν αποκτούν εισηγμένες, ενώ αντίθετα εμφανίζουν σημαντικά θετικές αποδόσεις όταν εξαγοράζουν άλλες μη εισηγμένες εταιρείες ή θυγατρικές, καθώς οι τελευταίες διαπραγματεύονται υπό καθεστώς μειωμένης σχετικής ρευστότητας, και είναι πιο πιθανό να υποχωρήσουν σε χαμηλότερο τίμημα, με συνέπεια

μεγαλύτερο κέρδος για τους αγοραστές. Όσον αφορά στον τρόπο πληρωμής, για εξαγορές εισηγμένων με μετρητά ή συνδυασμό μετρητών-μετοχών, οι εταιρείες-αγοραστές δεν έχουν σημαντικές αποδόσεις, ενώ στην περίπτωση της προσφοράς μόνο μετοχών προκύπτουν σημαντικές απώλειες. Στις περιπτώσεις μη εισηγμένων ή θυγατρικών, οι αποδόσεις για τους αγοραστές είναι σημαντικά θετικές, πολύ περισσότερο δε όταν ο τρόπος αποζημίωσης είναι με εμπράγματα δικαιώματα. Το υπόψη γεγονός συσχετίζεται με θέματα φορολόγησης των χρηματικών συναλλαγών, που αποφεύγεται με την προσφορά μετοχών. Τέλος, οι Fuller et al. (2002) παρέχουν και μια ένδειξη σχετική με το μέγεθος της εταιρείας-στόχου εξαγοράς. Σύμφωνα με αυτήν, το μεγαλύτερο μέγεθος της εξαγοραζόμενης εταιρείας (που είναι συνήθως αρκετά μικρότερη από την εταιρεία-αγοραστή¹⁶) συνεπάγεται σημαντικότερες θετικές απολαβές για τον αγοραστή όταν πρόκειται για μη εισηγμένη ή θυγατρική και απώλειες όταν πρόκειται για εξαγορά εισηγμένης.

Παρά τα σημαντικά της ευρήματα, η έρευνα των Fuller et al. (2002) επικεντρώνει στις βραχυπρόθεσμες "συνέπειες" των εξαγορών στην οικονομική κατάσταση των μετόχων των εταιρειών που προβαίνουν σε εξαγορές. Ως εκ τούτου, είναι ευάλωτη στην κριτική των Antoniou, Petmezas and Zhao (2007), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι τα συμπεράσματα που βασίζονται μόνο σε βραχυπρόθεσμη ανάλυση γύρω από την εξαγορά δεν είναι δυνατόν να είναι αξιόπιστα. Οι Antoniou et al. μελετούν επίσης εταιρείες που εμπλέκονται σε πολλές εξαγορές και εισάγουν στην ανάλυσή τους την έννοια της αναποτελεσματικότητας της αγοράς, εξαιτίας της οποίας τα βραχυπρόθεσμα συμπεράσματα μπορεί να είναι παραπλανητικά, χωρίς το βάθος και τη νηφαλιότητα της μακροπρόθεσμης παρατήρησης. Έτσι, σε σύμπνοια με τους Fuller et al (2002), προκύπτει αφενός ότι οι εταιρείες που εξαγοράζουν μη εισηγμένες ή θυγατρικές εμφανίζουν σημαντικά κέρδη βραχυπρόθεσμα, αφετέρου ότι η εξαγορά εισηγμένων εταιρειών προσφέρει κατά μέσο όρο μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις. Από την άλλη, οι εταιρείες που κάνουν συχνά εξαγορές παρουσιάζουν τελικά, σε βάθος τριών χρόνων και ήδη από τον πρώτο χρόνο, μεγάλες απώλειες ανεξάρτητα από το είδος της εξαγοράς, αποδεικνύοντας ότι η συμπληρωματική μακροπρόθεσμη μελέτη είναι όντως απαραίτητη, ώστε να αμβλυνθούν οι επιρροές των ατελειών της αγοράς και των υπεραισιόδοξων επενδυτών.

Δεδομένου ότι τα αποτελέσματα αυτά προέρχονται από πολλές εξαγορές που αφορούν αναπόφευκτα σε διαφορετικές εταιρείες, ανακύπτει σχεδόν αβίαστα το ζήτημα της

¹⁶ Σύμφωνα με τους Draper and Paudyal (2008) η εξαγοράζουσα εταιρεία συνήθως είναι μεγαλύτερη έως και 18 φορές.

διασποράς δραστηριοτήτων, η οποία σύμφωνα με τους Doukas, Holmen and Travlos (2002) επιφέρει διόγκωση του λειτουργικού κόστους και τελικά αναποτελεσματικότητα σε βαθμό που υπερβαίνει τα οφέλη της εξαγοράς. Αποδεικνύεται ότι θετικές αποδόσεις μέσα στα επόμενα τρία χρόνια προκύπτουν μόνο από επενδύσεις-εξαγορές που σχετίζονται με το βασικό πυρήνα δραστηριοτήτων της εταιρείας. Επίσης σημαντικά κέρδη εμφανίζουν οι εταιρείες που γίνονται στόχοι εξαγοράς από άλλες εταιρείες του ίδιου ομίλου (ενδοομιλικές Σ&Ε). Αντίθετα, οι εξαγορές εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικό τομέα (εξαγορές διασποράς/διαφοροποίησης δραστηριοτήτων) επισείουν αρνητικά αποτελέσματα αποδόσεων για τις εταιρείες-αγοραστές, κατά μέσο όρο $-\$10$ εκ. γύρω από την περίοδο ανακοινώσεων, και μακροπρόθεσμα της τάξης του -4% (τρία χρόνια αργότερα), εκτός από τις περιπτώσεις ενδοομιλικών Σ&Ε¹⁷.

Επιπλέον, οι μελέτες των Fuller et al. (2002), Antoniou et al. (2007), Draper-Paudyal (2006, 2008) και Faccio et al. (2006) αναδεικνύουν το ζήτημα του μεγέθους των εταιρειών είτε κάνουν εξαγορές είτε γίνονται στόχοι. Τα ευρήματά τους προσφέρουν ενδείξεις για τη σημασία αυτής της παραμέτρου, σε συνδυασμό και με τη μέθοδο πληρωμής, αναφορικά με την επιτυχία των Σ&Ε. Ωστόσο, οι Moeller, Schlingemann and Stulz (2004) είναι οι πρώτοι που θέτουν αμιγώς το ζήτημα του μεγέθους των εταιρειών που προβαίνουν σε εξαγορές σε σχέση με τις αποδόσεις αυτής της δραστηριότητας. Ουσιαστικά, ερευνούν "την επίδραση του μεγέθους" (the size effect) στις εξαγορές, ήτοι την διαφορά των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) μεταξύ μικρών και μεγάλων εταιρειών που εμπλέκονται σε αυτές. Τα αποτελέσματα είναι σημαντικά, υπονοώντας σαφώς ότι οι μικρές εταιρείες έχουν καλύτερες βραχυπρόθεσμες¹⁸ αποδόσεις και απολαβές, και μάλιστα ιδιαιτέρως εντυπωσιακές, σε σχέση με τις μεγαλύτερες όταν ανακοινώνουν μια εξαγορά. Αυτό ισχύει γενικά, πλην των περιπτώσεων εξαγοράς εισηγμένων εταιρειών με ανταλλαγή μετοχών, όπου οι μη κανονικές αποδόσεις είναι μηδενικές, ενώ δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η ως άνω επίδραση του μεγέθους στις μελλοντικές αποδόσεις αντιστρέφεται με το πέρασμα του χρόνου. Οι μέτοχοι των μεγάλων εταιρειών, αντιθέτως, έχουν μεγάλες απώλειες όταν αυτές ανακοινώνουν εξαγορές εισηγμένων εταιρειών ανεξαρτήτως του τρόπου εξόφλησης. Εξάλλου, δε θα πρέπει να παραγνωρίζεται ότι στις αποφάσεις μεγάλων εταιρειών για εξαγορές, συχνά ενυπάρχει η αλαζονεία των managers.

¹⁷ Στις ενδοομιλικές Σ&Ε οι απολαβές για τις εξαγοράζουσες εταιρείες είναι μηδενικές, ανεξάρτητα από τον τομέα παραγωγής της εταιρείας-στόχου.

¹⁸ Σημ.: -1 έως $+1$ ημέρες γύρω από την ανακοίνωση.

Οι Faccio et al. (2006) επεκτείνουν τη μελέτη τους σε 17 ευρωπαϊκές Χώρες, και εξετάζοντας το "listing effect", δηλαδή τη διαφοροποίηση των κερδών ανάλογα με το αν η εταιρεία στόχος είναι εισηγμένη ή όχι, επιβεβαιώνουν ότι οι εταιρείες που εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρείες έχουν μηδενικές ή ελαφρώς αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο της ανακοίνωσης της συγχώνευσης (-2 έως +2 ημέρες), σε αντίθεση με εκείνες που εξαγοράζουν μη εισηγμένες εταιρείες, όπου οι Σωρευτικές Μη κανονικές Αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns - CAR) είναι θετικές και μάλιστα σημαντικές. Η αύξηση πλούτου είναι σημαντικά μεγαλύτερη στη δεύτερη περίπτωση και αυτό διαπιστώνεται διαχρονικά και σε όλες τις περιπτώσεις χωρών. Μάλιστα φαίνεται να μην εξαρτάται από κανέναν παράγοντα παρά μόνο από το μέγεθος της εταιρείας που κάνει την εξαγορά και το αν η εταιρεία-στόχος είναι εντός ή εκτός χρηματιστηρίου, όπως άλλωστε και στις ΗΠΑ. (βλ. Chang (1998), Fuller et al. (2002)).

Οι Draper-Paudyal (2006), πέρα από το ζήτημα του σχετικού μεγέθους των δύο εταιρειών, το οποίο επηρεάζει τα κέρδη της εξαγοράς, διαπιστώνουν επίσης ισχυρές ενδείξεις εξαρτημένης σχέσης από το είδος και την κατάσταση της εταιρείας-στόχου, τον τρόπο πληρωμής και φυσικά έναν συνδυασμό αυτών. Σε αυτή την κατεύθυνση, μελετώντας ένα εξαντλητικό δείγμα από 8.597 εξαγορές εισηγμένων και μη εταιρειών στο HB, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η απόκτηση μιας μη εισηγμένης εταιρείας από μια εισηγμένη, που αποτελεί και το 80% των περιπτώσεων, είναι μια εξαιρετικά ελκυστική επιλογή για την μεγέθυνση των οικονομικών στοιχείων της εξαγοράζουσας εταιρείας και των μετόχων αυτής, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Επεκτείνοντας τα αποτελέσματα των Fuller et al. (2002), διαπιστώνεται ότι στο θέμα των εξαγορών υπεισέρχονται παράμετροι όπως τα κίνητρα της Διοίκησης των εταιρειών που κάνουν τις εξαγορές, η ελλιπής ρευστότητα της Αγοράς μη εισηγμένων, το διαπραγματευτικό περιθώριο της Διοίκησης μιας μη εισηγμένης εταιρείας, ο τρόπος πληρωμής και το σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών. Το αποτέλεσμα υποδεικνύει ότι η εξαγορά μη εισηγμένων εταιρειών αποφέρει περισσότερα κέρδη σε σχέση με την εξαγορά εισηγμένων, και μάλιστα το όφελος είναι ακόμη μεγαλύτερο όταν η πληρωμή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών. Αυτό οφείλεται τόσο στη σχετικά μειωμένη ρευστότητα των μη εισηγμένων εταιρειών, που τις αναγκάζει να δεχθούν μειωμένη τιμή σε σχέση με την αξία τους, όσο και στο γεγονός ότι μια μη εισηγμένη είναι συνήθως πιο μικρή και η εξαγορά της δεν επηρεάζεται από αλαζονικές τάσεις της Διοίκησης. Όσον αφορά δε στο μέγεθος, οι εξαγορές που έχουν στόχο σχετικά μεγαλύτερες εταιρείες αποφέρουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Εξειδικεύοντας στον τρόπο αντίληψης των εξαγορών εκ μέρους της Διοίκησης (CEO και Managers), οι Doukas and Petmezas (2007) και Malmendier and Tate (2008), πραγματεύονται τη συσχέτιση της υπεροπτικής, σε βαθμό αλαζονείας, συμπεριφοράς της Διοίκησης, με τις αποδόσεις των εξαγορών και την αντίδραση των αγορών σε αυτές. Οι Doukas-Petmezas (2007), εξετάζουν τις βραχυπρόθεσμες (-2 έως +2 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς) και μακροπρόθεσμες (1, 2 και 3 χρόνια μετά την ανακοίνωση της πρώτης εξαγοράς) αποδόσεις σε ένα μεγάλο δείγμα 5.334 επιτυχημένων εξαγορών μη εισηγμένων, εγχώριων και ξένων, εταιρειών στόχων από βρετανικές εταιρείες εισηγμένες στο London Stock Exchange (LSE). Άλλωστε, η μελέτη εξαγορών μη εισηγμένων στόχων είναι σαφώς προτιμητέα: Πέραν του ότι αποτελεί το 91% των βρετανικών εξαγορών της υπό εξέταση περιόδου (1980-2004), *"παρέχει εξαιρετικό πεδίο για να εξεταστεί η υπόθεση της υπεροπτικής στάσης, καθώς η δημόσια πληροφόρηση για τις μη εισηγμένες είναι σαφώς περιορισμένη και συνεπώς η απόφαση για τη διενέργεια μιας εξαγοράς είναι πιο πιθανό να βασίζεται στην πεποίθηση της Διοίκησης σχετικά με την προοπτική συνεργειών και μελλοντικών ταμειακών ροών."* (Doukas-Petmezas, 2007:574). Σε αυτή τη βάση, διαπιστώνεται ότι οι εξαγορές που οφείλονται σε υπερόπτες managers παράγουν σημαντικά μικρότερες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης και φτωχή απόδοση μακροπρόθεσμα, σε σχέση και με τις εταιρείες με "φυσιολογική" Διοίκηση. Με αυτόν τον τρόπο επιβεβαιώνεται η υπόθεση αυξημένης αυτοεκτίμησης και υπερεμπιστοσύνης στις δυνάμεις τους, που οδηγεί τους managers σε υπεροπτικές συμπεριφορές. Αισθανόμενοι ότι διαθέτουν ανώτερα προσόντα και ανταγωνιστικές ικανότητες σε σχέση με τους υπόλοιπους, πολύ συχνά οι υπεροπτικές Διοικήσεις βασίζονται στη λανθασμένη κρίση τους και εμπλέκονται σε πολλαπλές και συχνές εξαγορές, υποτιμώντας/υπερεκτιμώντας τους κινδύνους/ωφέλειες που συνδέονται με τις Σ&Ε. έχοντας συγχρόνως την πεποίθηση ότι προάγουν το συμφέρον των μετόχων. Εξετάζοντας λοιπόν ειδικά τις περιπτώσεις εταιρειών που προβαίνουν σε πολλαπλές εξαγορές¹⁹, οι Doukas-Petmezas (2007) παρατηρούν ισχυρές ενδείξεις ότι η διαχειριστική υπεροψία στις περιπτώσεις των εξαγορών εκπορεύεται από την αντίληψη της προσωπικής συνεισφοράς. Για το λόγο αυτό, οι πρώτες σε σειρά ανακοίνωσης εξαγορές, παρουσιάζουν σαφώς καλύτερες αποδόσεις σε σύγκριση με τις επόμενες, υπονοώντας ξεκάθαρα ότι οι αρχικές επιτυχίες αυξάνουν κατακόρυφα την αυτοπεποίθηση των managers που αποδίδουν το αποτέλεσμα στις

¹⁹ Πέντε ή περισσότερες εξαγορές μέσα σε διάστημα τριών ετών.

προσωπικές τους ικανότητες, και οδηγούν αναπόφευκτα σε μεγαλύτερη πιθανότητα υβριστικής συμπεριφοράς, άρα και εμπλοκής σε περισσότερες εξαγορές.

Από την άλλη, οι Malmendier and Tate (2008) εξετάζουν το φαινόμενο υπεροπτικής συμπεριφοράς της Διοίκησης στις εξαγορές, υπό το πρίσμα του οικονομικού μεγέθους των εταιρειών, μελετώντας εξαγοράζουσες που έχουν εμφανιστεί τουλάχιστον 4 φορές στις λίστες του Forbes με τις μεγαλύτερες εταιρείες των ΗΠΑ, το διάστημα 1984-1994. Σε συμφωνία με τις παρατηρήσεις των Doukas-Petmezas (2007) αλλά και των Moeller et al. (2004) και Faccio et al. (2006), προκύπτει ότι στις μεγάλες εταιρείες με άφθονους εσωτερικούς πόρους, η πιθανότητα διενέργειας εξαγορών αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η αυτοπεποίθηση των CEO, σε σχέση με τους λιγότερο υπερόπτες. Εξάλλου, εφόσον οι αλαζόνες CEO διεξάγουν γενικά περισσότερες εξαγορές, το μέσο αποτέλεσμα από την ανακοίνωση εξαγορών είναι τελικά χαμηλότερο από εκείνο που προκύπτει ως μέσος όρος των αποτελεσμάτων από τις ανακοινώσεις εξαγορών των πιο ορθολογικών CEO.

Προφανώς, η Διοίκηση ενός οργανισμού έχει σοβαρή συνεισφορά στην απόδοση του. Για το λόγο αυτό, η παραδοσιακή οικονομική θεωρία, όπου οι εξαγορές προσλαμβάνονται ως ενέργειες απόκτησης ελέγχου, διατείνεται ότι το πεδίο των εξαγορών συνιστά έναν μηχανισμό "τιμωρίας" των Διοικήσεων που αποτυγχάνουν να παραγάγουν υπεραξία. Κατά συνέπεια, η αντικατάσταση του CEO ή των managers θεωρείται αναπόφευκτη, με στόχο την καλύτερη αξιοποίηση των υφιστάμενων πόρων. Σε αυτό το μήκος κύματος, οι Kennedy and Limmack (1996), παρατηρούν ότι οι μετοχές των εταιρειών που γίνονται στόχος εξαγοράς εμφανίζουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις σε ένα διάστημα έως πέντε ετών (60 μήνες) πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, σε αντίθεση με τις εξαγοράζουσες εταιρείες, οι οποίες έχουν σημαντικά κέρδη το ίδιο διάστημα, ενώ σε διάστημα 2 ετών από την εξαγορά παρατηρείται σημαντική αύξηση στις αλλαγές Διοικήσεων των εταιρειών στόχων. Καθίσταται έτσι σαφές ότι οι εταιρείες στόχοι εξαγορών είναι γενικά μάλλον ευάλωτες όσον αφορά στη θεωρία "πειθαρχικής προσέγγισης" και ενισχύεται η υπόθεση ότι ειδικά στην περίπτωση των εισηγμένων στο LSE οι εξαγορές σχετίζονται με μη αποδοτικές Διοικήσεις που αλλάζουν σύντομα. Εξάλλου, οι εταιρείες των οποίων η Διοίκηση (CEO) αλλάζει μέσα σε δύο χρόνια από την εξαγορά, εμφανίζουν μικρότερες αποδόσεις την περίοδο πριν την εξαγορά. Ταυτόχρονα, τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι προσφέρεται στους μετόχους αυτών καλύτερη τιμή, πιθανώς ανακλώντας την προοπτική για μελλοντικά κέρδη. Ωστόσο, τα αποτελέσματα μετά την εξαγορά για τις αποκτούσες εταιρείες αποδεικνύει υπερκτιμημένη αυτή την προοπτική, ένδειξη ότι η αλλαγή της

Διοίκησης στις εταιρείες στόχους συνήθως δεν αρκεί, αλλά πρέπει να συνοδεύεται και από την αντίστοιχη κουλτούρα.

Σύμφωνα με την πειθαρχική αντίληψη της αγοράς, αν και κάπως ιδιαίτερη, θεωρείται και η προσέγγιση των Masulis, Wang and Xie (2007) ως προς την Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance) και τις αποδόσεις των εξαγορών. Οι Masulis et al. (2007) υποστηρίζουν ότι οι εσωτερικές εταιρικές προβλέψεις και περιορισμοί σε θέματα εξαγορών επηρεάζουν την αποδοτικότητα των επενδύσεων, και δη τον πλούτο των μετόχων, στις εταιρείες που προβαίνουν σε εξαγορές. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες οι Διοικήσεις των οποίων εφαρμόζουν σε συνεχή ή σποραδική βάση μέτρα με σκοπό να αποτρέψουν ή να αποθαρρύνουν ανεπιθύμητες εξαγορές, όταν προβαίνουν οι ίδιες σε εξαγορές εν τέλει εμφανίζουν σημαντικά χαμηλότερες μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς, σε σχέση με τις υπόλοιπες. Ουσιαστικά, φαίνεται ότι οι managers που υπόκεινται στον επιβαλλόμενο από την αγορά έλεγχο πειθαρχίας σε ζητήματα εξαγορών, κάνουν γενικά πιο συνετές επιλογές. Αυτή η ένδειξη επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι οι Διοικήσεις των εταιρειών που προστατεύονται με αντίμετρα εξαγορών, είναι μονωμένες παράλληλα και από τον έλεγχο της αγοράς, έχοντας έτσι περισσότερες πιθανότητες να ενδώσουν σε λιγότερο συνετές εξαγορές, που καταστρέφουν τον πλούτο των μετόχων. Τέλος, τα αποτελέσματα της μελέτης των Masulis et al. (2007) παρέχουν σαφείς ενδείξεις ότι οι αρχικές προβλέψεις και προσδοκίες της χρηματαγοράς εν σχέσει με μια επικείμενη εξαγορά βασίζονται μεν στις ατελείς προσλήψεις πριν την πραγματική ανακοίνωση, στη συνέχεια όμως προσαρμόζονται ανάλογα στις νέες πληροφορίες, γεγονός που αποτυπώνεται στη μεταβολή της τιμής γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Ωστόσο, ο ακριβής βαθμός επίδραση της νέας πληροφόρησης συσχετίζεται ισχυρά με την ποιότητα της διοίκησης και διαχείρισης των εταιρειών που κάνουν εξαγορές. Έτσι, σε συμφωνία και με το πλαίσιο που τίθεται κατά τους Lang, Stulz and Walking (1989), οι εξαγοράζουσες εταιρείες με καλή και συνετή διαχείριση εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης συγκριτικά με τις χειρότερες διαχειριστικά εταιρείες.

Σε μια άλλη διάσταση, με το ζήτημα της εξαγοράς, εισηγμένων και μη, από εταιρείες με έδρα το ΗΒ έχουν ασχοληθεί εκτενώς και οι Conn, Cosh and Hudges (2005), εξετάζοντας ωστόσο, τόσο εγχώριες όσο και διασυννοριακές εξαγορές. Τα αποτελέσματά τους συνάδουν με εκείνα των Chang (1998), Fuller et al. (2002), Draper-Paudyal (2006) και Faccio et al. (2006), προσφέροντας ισχυρές ενδείξεις ότι οι εξαγορές εισηγμένων εταιρειών είναι σημαντικά ζημιογόνες για τους αγοραστές, τόσο βραχυπρόθεσμα, όσο και

μακροπρόθεσμα (-22% για εγχώριες και -32% για τις εκτός συνόρων, μέσα σε τρία χρόνια από την εξαγορά), ανεξάρτητα αν πρόκειται για εγχώριες ή εκτός συνόρων δραστηριότητες. Επίσης, όμοια με τις σχετικές μελέτες, οι εξαγορές μη εισηγμένων - που άλλωστε κυριαρχούν στο δείγμα - είτε εντός είτε εκτός, έχουν σημαντικά θετικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις ανακοίνωσης και μηδενικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Πρέπει όμως να επισημανθεί ότι οι αποδόσεις είναι γενικά μικρότερες όταν υφίστανται μεγάλες πολιτισμικές διαφορές με την εξαγοραζόμενη εταιρεία σε άλλο κράτος. Τέλος, οι Conn et al. παρατηρούν ότι οι εξαγορές με μετρητά έχουν γενικά καλύτερες αποδόσεις.

Ακριβώς σε αυτό το θέμα, του τρόπου πληρωμής και των επιδράσεων στις εξαγορές έχουν εμβαθύνει τα 20 τελευταία χρόνια πολλές μελέτες. Κατ' αρχήν, ο Travlos (1987) επισημαίνει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες που πληρώνουν με ανταλλαγή μετοχών, εμφανίζουν σημαντικές απώλειες κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς, σε αντιδιαστολή με τους μετόχους εκείνων που πληρώνουν με μετρητά, οι οποίοι εμφανίζουν σημαντικά, αλλά "κανονικά" κέρδη την περίοδο ανακοίνωσης. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σταθερά ανεξάρτητα από το αν πρόκειται για συγχώνευση, δημόσια προσφορά ή άλλο είδος εξαγοράς²⁰. Επιπλέον, φαίνεται ότι η προσφορά μετοχών αποφέρει αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις ανεξάρτητα από την ολοκλήρωση ή μη της εξαγοράς, ενώ και οι κάτοχοι μη μετατρέψιμων ομολογιών εμφανίζονται να μην κερδίζουν από τις εξαγορές. Τα ανωτέρω αποτελέσματα συντείνουν στην υπόθεση ότι η χρηματοδότηση της εξαγοράς με κοινές μετοχές αποτελεί ένδειξη ότι οι μετοχές της εταιρείας είναι υπερεκτιμημένες. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Travlos υπάρχουν ενδείξεις ότι ταυτόχρονα με τις αρνητικές επιπτώσεις της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς με ανταλλαγή μετοχών, συνυπάρχουν θετικές επιδράσεις από αυτή καθαυτή ανακοίνωση της εξαγοράς, οι οποίες μετριάζουν το αρνητικό αποτέλεσμα. Επισημαίνεται εντούτοις ότι ο Travlos (1987) μελετά μόνο περιπτώσεις εταιρειών εισηγμένων στο NYSE, άρα αποκλείοντας τις εξαγορές μη εισηγμένων, που από τις υπάρχουσες μελέτες φαίνεται ότι αποτελούν την πλειοψηφία²¹ της δραστηριότητας Σ&Ε.

Από την άλλη, ο Chang (1998) εξετάζει τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις που προκύπτουν από τις εξαγορές μη εισηγμένων εταιρειών, σε σχέση και με τον τρόπο πληρωμής και διαπιστώνει ότι οι εταιρείες που προσφέρουν κοινές μετοχές ως αποζημίωση κατά την εξαγορά, εμφανίζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, σε αντίθεση

²⁰ Ως Δημόσια Προσφορά (Tender Offer) νοείται η προσφορά για εξαγορά που κατατίθεται δημόσια, προς όλους τους μετόχους της εταιρείας στόχου. Η Συγχώνευση αντίθετα έχει την έννοια της προσφοράς που κατατίθεται στη Διοίκηση της εταιρείας στόχου.

²¹ βλ. ενδεικτικά Draper-Paudyal (2008).

με εκείνες που πληρώνουν με μετρητά και έχουν μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις. Η εξήγηση για αυτή τη συμπεριφορά εδράζεται σε δύο άξονες: Πρώτον, δεδομένου ότι στις μη εισηγμένες συνήθως η ιδιοκτησία είναι ισχυρά συγκεντρωμένη σε λίγα χέρια, η εξαγορά τέτοιων εταιρειών με ανταλλαγή μετοχών δημιουργεί αναπόφευκτα νέους μεγαλομετόχους στην νέα εταιρεία. Αποδεικνύεται λοιπόν ότι η παρουσία νέων μεγαλομετόχων από την εταιρεία στόχο καθώς και το μέγεθος του συνόλου των μετοχών που μεταβιβάστηκαν συσχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις της εξαγοράζουσας εταιρείας. Αυτό συνάδει με την άποψη ότι οι μεγαλομέτοχοι είναι παράγοντας ελέγχου της διαχειριστικής απόδοσης της εταιρείας, βελτιώνοντας τις προοπτικές κατά τη διαδικασία της εξαγοράς. Δεύτερον, ενισχύεται το επιχείρημα ότι η επιθυμία (καλά πληροφορημένων και ορθολογικών) επενδυτών να αναλάβουν ισχυρές "θέσεις" μέσα σε μία εταιρεία αποκαλύπτει θετικές πληροφορίες για αυτήν, και η επίδραση αυτών των πληροφοριών είναι πολύ ισχυρότερη στις περιπτώσεις μη εισηγμένων εταιρειών που η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι μεγαλύτερη (βλ. Alexandridis et al. 2007, Draper-Paudyal, 2008). Εκ πρώτης όψεως τα αποτελέσματα διαψεύδουν πλήρως τις διαπιστώσεις του Travlos (1987). Παρ' όλα αυτά, η αντίθεση έγκειται στη διαφορά μεταξύ των εισηγμένων με τις μη εισηγμένες, η οποία φαίνεται ότι είναι ειδοποιός, ειδικά όταν πρόκειται για εξαγορά με προσφορά μετοχών. Πράγματι, ο Chang (1998) επισημαίνει ότι τα αποτελέσματα της έρευνάς του αντιτίθενται σε εκείνα των εταιρειών που εξαγοράζουν εισηγμένες, και εμφανίζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.

Μια επισκόπηση, αναφορικά με τον τρόπο χρηματοδότησης των εξαγορών στην Ευρώπη επιχειρούν οι Faccio-Masulis (2005), οι οποίοι όμως εισάγουν επιπρόσθετα τις παραμέτρους εταιρικού ελέγχου και πρόσβασης σε χρηματοδότηση. Κατ' αρχήν, διαπιστώνεται ότι όταν ο βασικός μέτοχος της εταιρείας που κάνει την εξαγορά κατέχει ένα ενδιάμεσο ποσοστό 20-60%, προτιμάται η πληρωμή με μετρητά, γεγονός που συνδέεται αναντίρρητα με γενικότερες κινήσεις αποτροπής της απώλειας ελέγχου της εταιρείας. Το ίδιο συμβαίνει και όταν απειλείται η δυνατότητα ελέγχου μέσω της ψήφου ιδίως όταν οι μετοχές της εταιρείας στόχου εμφανίζουν αυξημένη συγκέντρωση σε λίγους μετόχους. Αυτή φαίνεται ότι είναι κοινή στάση στις εξαγορές μη εισηγμένων στόχων ή θυγατρικών, όπου επιλέγεται η πληρωμή με μετρητά στο πλαίσιο αποτροπής της συσσώρευσης μετοχών στα χέρια των βασικών μετόχων της εταιρείας στόχου. Επιπλέον, παρατηρείται ότι οι ευρωπαϊκές εταιρείες αγοραστές έχουν την τάση να προτιμούν την πληρωμή με μετοχές, όσο περισσότερο αδυνατίζει η οικονομική εποπτεία και απόδοση, ενώ στην επιλογή χρηματοδότησης E&Σ στις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, λαμβάνονται

υπόψη τα οικονομικά μεγέθη και κατάσταση της εταιρείας αγοραστή πέρα από την προαναφερθείσα διατήρηση του ελέγχου αυτής. Έτσι, στις περιπτώσεις που η εταιρεία στόχος είναι ήδη υπό τον έλεγχο του αγοραστή η πληρωμή γίνεται με μετοχές. Πέραν αυτών, πολύ σημαντική είναι η διαπίστωση ότι οι εταιρείες που ανήκουν σε κάποιο τραπεζικό όμιλο ή έχουν εν γένει πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση πληρώνουν με μετρητά. Δεδομένου ότι η εξεταζόμενη περίοδος (1997-2000) έχει χαρακτηριστεί ως "φούσκα" (Aharon et al. 2010), είναι αναμενόμενο η πρόσβαση στην τραπεζική χρηματοδότηση να είναι ευκολότερη, και άρα να αυξάνονται οι Σ&Ε.

Οι Draper-Paudyal (1999), σε μία εκτενή μελέτη αναφορικά με εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο LSE, υποστηρίζουν ότι ο τρόπος χρηματοδότησης της εξαγοράς, είναι μια παράμετρος με αυξημένη βαρύτητα, καθόσον αποκαλύπτει σημαντικές πληροφορίες για τη εξαγοράζουσα, εκλαμβανόμενη ως η αντανάκλαση της αντίληψης της Διοίκησης για την ίδια της την εταιρεία. Έτσι, οι αποδόσεις για τους μετόχους εξαρτώνται από τον τρόπο πληρωμής: Η αξία των εταιρειών-στόχων αυξάνεται περισσότερο όταν για την πληρωμή υπάρχει η δυνατότητα επιλογής (μετρητά ή μετοχές). Επιπλέον, εξάγονται και άλλα πολύτιμα συμπεράσματα. Οι μέτοχοι των εταιρειών που υπόκεινται σε εξαγορά, επωφελούνται σημαντικά από την ανακοίνωση προσφοράς εξαγοράς, με αθροιστικές αποδόσεις πάνω από 11% στο διάστημα ανακοίνωσης, σε αντίθεση με τις εξαγοράζουσες εταιρείες που εμφανίζουν σημαντικές απώλειες της τάξης του -1%. Μια μικρή υπεραξία προστίθεται στη συνολική αξία των δύο εταιρειών: Η εξαγορά παράγει αξία, και οι μεν κερδίζουν σημαντικά, οι δε δεν ζημιώνονται. Η ωφέλεια από τις ανακοινώσεις εξαγορών εμφανίζει διακύμανση ανάλογα με τα χρόνια, και φθίνει. Η μεταβολή όμως το διάστημα των ανακοινώσεων είναι περίπου ίδια όλες τις χρονιές. Ακόμη παρατηρείται ότι η ανακοίνωση της εξαγοράς επιφέρει αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας και για τις δύο εμπλεκόμενες εταιρείες, με αφετηρία μία ημέρα πριν την ανακοίνωση. Τέλος, η ανακοίνωση της εξαγοράς ακολουθείται από σημαντική μείωση της διαφοράς τιμής προσφοράς και ζήτησης, λόγω αύξησης του όγκου σε κάθε συναλλαγή, και της αυξημένης εμπορευσιμότητας.

Εξίσου όμως σημαντική για την απόδοση των εξαγορών θεωρείται η αποδοτικότητα των εταιρειών που εμπλέκονται σε αυτές, ως έκφραση του δείκτη q ²². Οι Lang, Stultz and Walking (1989) και Servaes (1991), εντοπίζουν ισχυρές ενδείξεις ότι οι εταιρείες που βρίσκονται σε καλή οικονομική και διοικητική κατάσταση, έχουν καλύτερες αποδόσεις

²² Tobins' q: Ορίζεται ως το κλάσμα "Book Market Value/Replacement Value"

από τις εξαγορές. Πιο αναλυτικά, οι εταιρείες-αγοραστές με υψηλό (>1) δείκτη q , επωφελούνται σημαντικά από τις δημόσιες προσφορές, αλλά κυρίως όταν αυτές απευθύνονται προς εταιρείες με χαμηλό q . Οι εταιρείες-στόχοι εξαγορών, με υψηλό δείκτη q , εμφανίζουν μικρότερες ωφέλειες από τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, σε σχέση με εκείνες που έχουν χαμηλό δείκτη q . Συνολικά, το μέγιστο όφελος προκύπτει στις εξαγορές εταιρειών με χαμηλό q από εταιρείες με υψηλό δείκτη. Συμπερασματικά, οι ανωτέρω μελέτες συντείνουν στο γεγονός ότι οι χρηματαγορές γενικά ανταμείβουν τις εταιρείες που ακολουθούν προσεγμένη και συνετή διαχείριση. Ωστόσο, σύμφωνα με τους Lang et al. (1989), ανεξήγητο θεωρείται το για ποιο λόγο η ανακοίνωση μιας εξαγοράς εκλαμβάνεται από την αγορά ως θετική για τις προοπτικές μια εταιρείας με υψηλό q , και ως αρνητική εξέλιξη για μια εταιρεία με χαμηλό q . Σε αυτό το σημείο, πιθανώς υπεισέρχονται και άλλες μεταβλητές, λιγότερο ή περισσότερο εύκολες να ελεγχθούν, όπως είναι η ιδεοληψία και η ψυχολογία της αγοράς, καθώς και η επιβράβευση της σωστής διοίκησης. Εξάλλου, το επιχείρημα της αποκάλυψης πληροφοριών σε σχέση με την κατάσταση της εταιρείας είναι απορριπτικό, δεδομένου ότι ο δείκτης q ήταν γνωστός πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Ένα άλλο επιχείρημα που σχετίζεται με τους δείκτες απόδοσης q είναι ότι οι υψηλές απολαβές στις περιπτώσεις εξαγοράς εταιρειών με χαμηλό q πιθανώς εμπεριέχουν την δυνατότητα ανάπτυξης λόγω εσωτερικών επενδυτικών ευκαιριών, ήτοι ανάπτυξης χάρη σε νέα, σωστότερη διοίκηση και διαχείριση. Οι Sharma and Ho (2002), μελετώντας την αγορά της Αυστραλίας, ελέγχουν αυτό το επιχείρημα βασιζόμενοι στην εξής υπόθεση: "Αν η αύξηση στη συνδυαστική αξία των εταιρειών λόγω της εξαγοράς οφείλεται στις οικονομικές απολαβές που αναμένεται να προκύψουν από τη συνέργεια, τότε η αύξηση την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς θα πρέπει να συνοδεύεται από αντίστοιχες λειτουργικές επιδόσεις μακροπρόθεσμα." Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους διαψεύδουν αυτήν την υπόθεση, καθώς σε βάθος τριετίας δεν παρατηρείται αξιοσημείωτη θετική μεταβολή στη λειτουργική αποδοτικότητα των εταιρειών, ενώ σε πολλές περιπτώσεις, κυρίως εσφαλμένων επιλογών Σ&Ε, η μακροχρόνια αποδοτικότητα φθίνει σημαντικά. Αντί αυτού, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι οι εξαγορές εταιρειών από διαφορετικούς επιχειρηματικούς τομείς έχουν παρόμοιες επιδράσεις με εκείνες που σχετίζονται με τον πυρήνα των κύριων δραστηριοτήτων της εταιρείας. Τέλος, ασήμαντη είναι και η διαφοροποίηση στη λειτουργική αποδοτικότητα που οφείλεται στο διαφορετικό τρόπο χρηματοδότησης.

Οι Ekkayokkaya, Holmes and Paudyal (2009), εξειδικεύουν τις παρατηρήσεις τους στις Σ&Ε μεταξύ Τραπεζικών Ιδρυμάτων και Ομίλων της ΕΕ, υπό το πρίσμα του Ευρώ και

της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Τα συμπεράσματά τους είναι σημαντικά, εκτός των άλλων, γιατί εισάγουν στη μελέτη των Σ&Ε μία νέα παράμετρο, αυτήν της παγκοσμιοποίησης, μέσω της ευρωπαϊκής ενοποίησης. Για τους σκοπούς της μελέτης, η έρευνα χωρίζεται σε τρεις υποπεριόδους: 1990-1995 (περίοδος πριν το ευρώ), 1996-1998 (περίοδος υιοθέτησης και αναμονής του ευρώ) και 1999-2004 (περίοδος μετά την εφαρμογή του κοινού νομίσματος), και το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι τα κέρδη της περιόδου ανακοίνωσης δείχνουν να φθίνουν σημαντικά με την εξέλιξη της νομισματικής ένωσης. Αυτό συνάδει με την υπόθεση ότι η ενοποίηση της Ευρωζώνης και η εξάλειψη των περιορισμών της διασυνοριακής συνεργασίας καθιστά την ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά πιο ευνοϊκή ως προς τις Σ&Ε, ενώ ταυτόχρονα οι αναδιατάξεις στο χώρο τον καθιστούν περισσότερο ανταγωνιστικό²³. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώνεται ότι την περίοδο πριν την υιοθέτηση του Ευρώ, οι εγχώριες εξαγορές είναι συναλλαγές μηδενικής προστιθέμενης αξίας σε αντίθεση με τις εξωτερικές εξαγορές που αποφέρουν σημαντικές αποδόσεις. Εντούτοις, το τοπίο αλλάζει μετά το 1996, οπότε οι εξαγορές αποφέρουν μηδενικές αποδόσεις, ανεξαρτήτως αν έχουν εσωτερικούς ή εξωτερικούς στόχους. Όταν δε οι τράπεζες εξαγοράζουν στόχους εντός ευρωζώνης, ανεξάρτητα αν οι ίδιες είναι μέσα ή έξω από εκείνη, εμφανίζουν ουδέτερη απόδοση τις περιόδους πριν το ευρώ και σημαντικές απώλειες στη μετά ευρώ περίοδο. Ωστόσο, δεν ισχύει το ίδιο για εξαγορές που αφορούν σε τραπεζικά ιδρύματα εκτός ευρωζώνης. Όσον αφορά στις εξαγορές στόχων με διαφορετικές δραστηριότητες, παρατηρείται βελτίωση των αποδόσεων σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Αντίθετα εξαγορές ιδρυμάτων με όμοιες δραστηριότητες, ανεξαρτήτως χώρας επιφέρουν σημαντικές απώλειες στη μετά ευρώ εποχή. Τέλος, οι μικρές τράπεζες που κάνουν εξαγορές κερδίζουν σχετικά περισσότερα από τις μεγάλες, ενώ και τα κέρδη είναι μεγαλύτερα όταν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά.

Σε κάθε περίπτωση πάντως, οι Σ&Ε πρέπει να αντιμετωπίζονται ως δραστηριότητες που έχουν πρώτιστο στόχο τη δημιουργία συνεργειών και τη διαμόρφωση συνθηκών καλύτερης απόδοσης. Αυτές με τη σειρά τους είναι ικανές να τροφοδοτήσουν την εταιρική-οργανική ανάπτυξη, να βελτιώσουν την ισχύ της στην αγορά και να δώσουν ώθηση στην κερδοφορία, βελτιώνοντας τελικά την οικονομική θέση των μετόχων. Σύμφωνα με αυτήν την αντίληψη οι εξαγορές θα έπρεπε να έχουν μόνο θετικές αποδόσεις καθαρής παρούσας αξίας. Από τη μέχρι τώρα ανασκόπηση, δυστυχώς προκύπτει μάλλον το αντίθετο, και αυτό πιθανόν οφείλεται στο υπερβολικά ανταγωνιστικό περιβάλλον των

²³ Άλλωστε, ουσιαστικά στην πιο γενική μορφή της αυτής υπόθεσης στηρίχθηκε η απόφαση για την νομισματική ενοποίηση και Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση. Βλ. σχετικά τη "Συνθήκη της Λισαβόνας".

χρηματιστηρίων του Δυτικού κόσμου. Πράγματι, κατά τους Alexandridis, Petmezas and Travlos (2010) που μελετούν το φαινόμενο των Σ&Ε σε παγκόσμιο επίπεδο, η ανακοίνωση δημόσιων εξαγορών σε όλο τον κόσμο γενικά βελτιώνει τη θέση των εταιρειών αγοραστών, εκτός από τις περιπτώσεις των πιο ανταγωνιστικών αγορών (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδάς - ΗΗΚ), όπου ο ανταγωνισμός είναι μεγαλύτερος και οι εξαγορές δεν αποδίδουν το ίδιο. Ακόμη, οι συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή μετοχών δεν φαίνεται να έχουν τόσο αρνητικές συνέπειες στον υπόλοιπο κόσμο όσο στις ΗΗΚ, ίσως λόγω της φθηνότερης τιμής, απόρροια και του μειωμένου ανταγωνισμού. Ομοίως, οι εξαγορές γενικά παράγουν κέρδη, όμως η κατανομή τους μεταξύ αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιρειών εξαρτάται από το βαθμό ανταγωνιστικότητας εντός της αγοράς, με πιο άνιση κατανομή στις λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές. Συνεπώς, πρέπει να τονιστεί ότι οι εμπειρικές μελέτες που συσχετίζουν τις εξαγορές δημόσιων εταιρειών με μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση για τις εταιρείες-αγοραστές, ή με αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις όταν χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή μετοχών, αναφέρονται κυρίως στις πιο ανεπτυγμένες ανταγωνιστικές αγορές της Δύσης.

Αναφορικά με το ζήτημα των Σ&Ε μεταξύ εταιρειών σφαιρικά, σημαντική είναι η συνεισφορά των Betton, Eckbo and Thorburn (2008), οι οποίοι σε μια περιεκτικότατη μελέτη έχουν καταγράψει όλα τα δομικά συστατικά που αφορούν στην υπόψη δραστηριότητα. Όπως αναφέρουν χαρακτηριστικά, *"οι εταιρικές εξαγορές συμπεριλαμβάνονται μεταξύ των μεγαλύτερων επενδυτικών δράσεων που πρόκειται να πάρει μια επιχείρηση"* (Betton, Eckbo and Thorburn, 2008: 292), και ως εκ τούτου απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή, σωστό σχεδιασμό και συνετή διαχείριση για να αποδώσει τα μέγιστα. Όσον αφορά, δε, στο θέμα των οικονομικών απολαβών που συνδέονται με τις εξαγορές, διαφαίνεται ότι οι εταιρείες-στόχοι εμφανίζουν σημαντικά κέρδη στις τιμές τους την περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς, με τα σημαντικότερα κέρδη να εμφανίζονται στις περιπτώσεις πληρωμής τοις μετρητοίς. Επιπλέον, οι εταιρείες που κάνουν τις εξαγορές υποφέρουν από απώλειες, στις οποίες καίριο ρόλο διαδραματίζει όχι η πληρωμή με μετοχές, όπως πιστευόταν παλιότερα, αλλά το μέγεθος τους και το εάν η εξαγοραζόμενη εταιρεία είναι εισηγμένη ή μη.

Κλείνοντας, θα πρέπει να τονιστεί ότι, όπως προαναφέρθηκε, όλες οι μελέτες των Σ&Ε βασίζονται αναπόφευκτα σε παραδοχές και υποθέσεις, και θεμελιώνουν τα αποτελέσματα της χρησιμοποιούμενης μεθόδου στη βάση της αποδοχής ή απόρριψης του μοντέλου της "Αποτελεσματικής Αγοράς". Παρ' όλα αυτά, κατά τον Fama (1998), σε

συνάφεια και με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς σύμφωνα με την οποία οι παρατηρούμενες μη κανονικότητες στις τιμές των μετοχών είναι συχνά τυχαίες, προκύπτει ότι η υπερβολική αντίδραση της αγοράς στην πληροφόρηση συνυπάρχει με την ελλιπή αντίδραση, σε βαθμό που το τελικό αποτέλεσμα να προκύπτει ως μια διελκυστίνδα μοντελοποίησης. Όμοια, η μετά την εξαγορά συνέχιση των μη κανονικών αποδόσεων είναι εξίσου συχνή με την αντιστροφή των προ εξαγοράς αποτελεσμάτων. Η υπόθεση του Fama (1998) υπονοεί ότι οι παρατηρούμενες μη κανονικότητες συχνά οφείλονται στη μεθοδολογία, γεγονός που επιβεβαιώνεται καθώς τα περισσότερα μη κανονικά μακροπρόθεσμα ευρήματα αναιρούνται με λογικές αλλαγές στην τεχνική της μελέτης.

Σε αυτήν την κατεύθυνση, αν και από διαφορετική αφετηρία, κινείται άλλωστε και η μελέτη των Netter, Stegemoller and Wintoki (2011), υποστηρίζοντας ότι κατά τη διαδικασία της έρευνας στο πεδίο Σ&Ε η εφαρμογή κοινά χρησιμοποιούμενων περιορισμών, όπως ο αποκλεισμός μη εισηγμένων εταιρειών που κάνουν εξαγορές, η μη εξέταση μικρών εταιρειών στόχων, ή τα όρια αποκοπής μικρών σε αξία συναλλαγών είναι δυνατόν να στρεβλώσουν τα αποτελέσματα. Για το λόγο αυτό, ερευνούν τις επιδράσεις των Σ&Ε σε ένα τεράστιο δείγμα από 311.894 εξαγορές την περίοδο 1992-2009, από εισηγμένες ή μη κρατικές και ιδιωτικές εταιρείες, θέτοντας ως μόνο περιορισμό η εξαγοράζουσα να κατέχει ποσοστό μικρότερο του 50% της εταιρείας στόχου πριν την εξαγορά και μεγαλύτερο του 50% μετά²⁴. Τα αποτελέσματά τους ενσωματώνουν και αμβλύνουν σχεδόν όλα τα έως σήμερα συμπεράσματα, δεδομένου ότι τα κύρια χαρακτηριστικά των συμφωνιών Σ&Ε, όπως είναι ο αριθμός και το μέγεθος των συναλλαγών, η σημασία των μη εισηγμένων εταιρειών και οι εκτός συνόρων εξαγορές εμφανίζουν μεγάλη διακύμανση και ποικιλία όταν αρθούν οι περιορισμοί στην επιλογή του δείγματος. Ωστόσο, αποδεικνύεται ότι ενώ οι μεγάλες συναλλαγές αποτελούν ένα μικρό ποσοστό του συνόλου των συναλλαγών, η αξία αυτών συνεισφέρει σχεδόν αποκλειστικά στη συνολική αξία του όγκου των συναλλαγών. Επιπλέον, οι Σ&Ε δεν εμφανίζουν τόσο πολλές ή μεγάλες διακυμάνσεις περιοδικής εμφάνισης, όπως έχει βρεθεί σε άλλες έρευνες με μικρό δείγμα. Περιόδους κορύφωσης και ύφεσης παρουσιάζουν κυρίως οι δραστηριότητες εξαγορών στις οποίες προβαίνουν εισηγμένες εταιρείες, και οι μεγάλες συναλλαγές. Όταν συμπεριληφθούν μικρότερες σε αξία συμφωνίες, και μη εισηγμένες εταιρείες η τάση αυτή φαίνεται να εξομαλύνεται, τόσο γενικά όσο και ανά κατηγορία βιομηχανικής δραστηριότητας. Συγχρόνως, προκύπτει ότι μικρή είναι η

²⁴Ο υπόψη περιορισμός είναι εύλογος, γιατί διαφορετικά δεν μπορεί να τεκμηριωθεί η έννοια της εξαγοράς.

συσχέτιση μεταξύ Σ&Ε και Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς. Η δραστηριότητα Σ&Ε φαίνεται να αυξάνει το συνολικό πλούτο της αγοράς, ενώ και οι εταιρείες-αγοραστές εμφανίζουν κέρδη στην πλειοψηφία των Σ&Ε, παρά τη σημαντική μείωση που παρατηρείται από το 1992 έως το 2009. Τέλος, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετοχές δεν επιφέρουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας. Εξάλλου φαίνεται ότι αυτός ο τρόπος πληρωμής-χρηματοδότησης είναι ο πιο συνηθισμένος, και μάλιστα ανεξάρτητα από το αν τελικά παράγονται σημαντικά θετικές ή αρνητικές αποδόσεις.

Από όλα τα ανωτέρω, γίνεται αντιληπτό ότι, το φαινόμενο των εταιρικών Σ&Ε είναι εξαιρετικά πολύπλοκο και πολυδιάστατο, ενσωματώνοντας όχι μόνο στοιχεία οικονομικο-τεχνικά, αλλά και κοινωνικο-ψυχολογικά που το καθιστούν ακόμη πιο απρόβλεπτο. Η μελέτη δεδομένων με επίκεντρο ένα γεγονός, γνωστή ως event-study, αποτελεί τον πιο πρόσφορο τρόπο αξιολόγησης των αντιδράσεων της αγοράς (εταιρειών, μετοχών, μετόχων, επενδυτών) στις Σ&Ε. Ωστόσο, αυτή η μέθοδος προσέγγισης απαιτεί συγκεκριμένες παραδοχές και υποθέσεις εργασίας και συγκεκριμένη μεθοδολογία.

Κεφάλαιο 3. Υποθέσεις και Μεθοδολογία

3.1 Μέθοδος και ανάπτυξη των Υποθέσεων

Κινούμενη στο πνεύμα του συνόλου της βιβλιογραφίας των Σ&Ε, η παρούσα μελέτη πραγματεύεται το ζήτημα της "Αποτελεσματικότητας της Αγοράς". Εξετάζει δηλαδή κατά πόσον η ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά είναι αποδοτική και αποτελεσματική στο να αντιδρά σε γεγονότα οικονομικο-χρηματιστηριακής φύσεως και να τα ενσωματώνει στις τιμές των μετοχών. Ο πιο πρόσφορος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό είναι η παρατήρηση και αξιολόγηση της μεταβολής στην τιμή της μετοχής, καταρχήν γύρω από το γεγονός (βραχυπρόθεσμα) και στη συνέχεια σε ένα εύλογο διάστημα μετά από αυτό (μεσο-/μακρο-πρόθεσμα).

Η μέθοδος που χρησιμοποιούμε είναι η "Event-study Method", καθώς η μελέτη επικεντρώνεται στις αντιδράσεις γύρω από συμβάντα, και συγκεκριμένα γύρω από την ανακοίνωση Σ&Ε. Η πιο συνηθισμένη προσέγγιση αυτής της μεθόδου είναι η εξέταση της αντίδρασης στις τιμές των μετοχών για ένα σύνολο x ημερών/μηνών πριν την ανακοίνωση έως και y ημέρες/μήνες μετά²⁵. Σύμφωνα με τη θεωρία, αν η αγορά είναι πληροφοριακά αποδοτική, οι τιμές/όγκος των μετοχών την περίοδο της μελέτης θα πρέπει να αντιδρούν πλήρως όταν προκύπτουν ανακοινώσεις εξαγορών, και μάλιστα όλη η πληροφορία θα πρέπει να έχει ενσωματωθεί στη μεταβολή τιμής/όγκου μέχρι το τέλος της ημέρας (ή της επομένης) ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Για να το θέσουμε διαφορετικά, μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, θα πρέπει να αναμένουμε ότι οι μετοχές των εταιρειών κατά μέσο όρο δε θα εμφανίζουν διακυμάνσεις που να σχετίζονται με την προσφορά εξαγοράς. Βεβαίως αυτό δε σημαίνει ότι η αγορά αντιλαμβάνεται πλήρως όλες τις συνέπειες κάθε εξαγοράς, αλλά ότι μετά την εξάλειψη του παράγοντα που προκαλεί την αντίδραση (ανακοίνωση/προσφορά/εξαγορά) θα πρέπει να εξαλειφθούν επίσης οι στρεβλώσεις, εξαιτίας του πληροφοριακού περιεχομένου, τις οποίες θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί κάποιος επενδυτής ώστε να αποκτήσει πλεονέκτημα, υπό την προϋπόθεση ότι δεν υπεισέρχονται άλλοι παράγοντες, όπως φαινόμενα συγκαλυμμένων συναλλαγών ή χειραγώγησης των επενδυτών²⁶.

²⁵ Το x καθορίζεται συνήθως από το πόσο διάστημα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς είναι λογικό να θεωρείται ότι η χρηματαγορά μπορεί να την αναμένει ή να την προσδοκά. Αντίστοιχα, το y εξαρτάται από το βάθος χρόνου στο οποίο ο ερευνητής θέλει να επεκτείνει τη μελέτη (βραχυ-, μεσο- ή μακρο- πρόθεσμη).

²⁶ Βλ. ενδεικτικά Tuch-O'Sullivan (2007), Draper-Paudyal (2008), Asciglu et al (2011).

Στην κατεύθυνση προσδιορισμού της πληροφοριακής αποδοτικότητας της ελληνικής χρηματαγοράς ως προς την αντίδραση στις Σ&Ε, αναπτύσσουμε και ελέγχουμε την εξής υπόθεση²⁷:

Υπόθεση

- $Y1_0$ (null): Η ανακοίνωση συγχώνευσης/εξαγοράς έχει μηδενική επίδραση στην τιμή για τη μετοχή της εξαγοράζουσας εταιρείας.
- $Y1_1$ (alternative): Η ανακοίνωση εξαγοράς έχει σημαντική επίδραση, είτε θετική είτε αρνητική, στην τιμή για τη μετοχή της εξαγοράζουσας εταιρείας.

Η ανωτέρω υπόθεση ουσιαστικά εξετάζει την αντίδραση της αγοράς στο γεγονός της ανακοίνωσης εξαγορών, μέσω του ελέγχου εμφάνισης μη κανονικών αποδόσεων στις μετοχές των εταιρειών-αγοραστών. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, γενικά παρατηρούνται αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις²⁸ για τις μετοχές των εταιρειών που κάνουν εξαγορές. Αυτές οι αποδόσεις είναι κατά περίπτωση λιγότερο ή περισσότερο στατιστικά σημαντικές, παρέχουν ωστόσο μια ένδειξη τάσης.

Η συμβολή της παρούσας μελέτης κινείται στην αναζήτηση ενδείξεων διαφορετικής συμπεριφοράς των μετοχών πριν και μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης. Καθώς η κατάρρευση της εικόνας οικονομικής ευημερίας συνιστά από μόνη της ένα οικονομικό γεγονός, αναμένουμε αλλαγή στάσης των αγορών στην ανακοίνωση Σ&Ε.

3.2 Μεθοδολογία

Για τον έλεγχο των υποθέσεων λοιπόν, διερευνούμε την παρουσία μη κανονικών αποδόσεων στις τιμές των μετοχών εταιρειών που προβαίνουν σε εξαγορά, για την περίοδο [-30, +30] ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς, σύμφωνα με τη μεθοδολογία των Brown and Warner (1985). Η μεθοδολογία αυτή περιλαμβάνει τρεις διαφορετικές διαδικασίες για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων:

α. *"Market adjusted excess returns"*: Ως μέτρο προσδιορισμού της κανονικότητας λαμβάνεται ο σταθμισμένος μέσος όρος της απόδοσης για το σύνολο ή ένα σχετικό

²⁷ Η κάθε υπόθεση διακρίνεται στη μηδενική (null) και την εναλλακτική της (alternative). Η μηδενική υπόθεση διαμορφώνεται με τη συνθήκη απουσίας του φαινομένου που προκαλεί την υπό εξέταση αντίδραση.

²⁸ βλ. ενδεικτικά Draper-Paudyal (1999), Fuller et al (2002), Conn. et al (2005), Faccio et al. (2006).

υποσύνολο της υπό εξέταση αγοράς για μια περίοδο εκτίμησης πριν την ανακοίνωση του συμβάντος. Την εν λόγω μέθοδο, χρησιμοποιούν και οι Draper and Paudyal (1999).

β. *"Mean Adjusted excess returns"*, όπου ως μέτρο σύγκρισης λαμβάνεται ο μέσος όρος των αποδόσεων και όγκου συναλλαγών της ίδιας μετοχής ένα εύλογο χρονικό διάστημα x , πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς. Το x προσδιορίζεται από τον εκάστοτε ερευνητή και οφείλει να απέχει από την ανακοίνωση ικανό διάστημα, ώστε οι εμφανιζόμενες αποδόσεις/όγκος να μην επηρεάζονται από την πιθανή αναμονή, προσδοκία ή φήμη της εξαγοράς. Υπό αυτό το πρίσμα, οι Brown and Warner (1985) μελετούν το διάστημα $[-244, -6]$ (ημέρες) σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης ($t=0$). Από την άλλη, ο Travlos (1987) εξετάζει το διάστημα $[-31, -6]$ και οι Draper-Paudyal (1999) τις ημέρες $[-520, -21]$.

γ. *"Market Model adjusted excess returns"* ή *"Market Regression Model excess returns"* ή *"Market Ordinary Least Squares (OLS) Model"*, σύμφωνα με το οποίο οι μέσες ημερήσιες αποδόσεις υπολογίζονται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Επίσης εδώ, εφαρμόζεται η τακτική της επιλογής ενός διαστήματος προσδιορισμού των κανονικών αποδόσεων (Estimation Period - EP), η οποία διαφοροποιείται κατά περίπτωση από τους ερευνητές. Εκτός από τους Brown and Warner (1985) που επιλέγουν διάστημα $[-244, -6]$, την υπόψη μέθοδο έχουν εφαρμόσει στις μελέτες τους με μικρές επιμέρους τεχνικές διαφοροποιήσεις οι Travlos (1987), Draper-Paudyal (1999), Moeller et al (2004), Conn et al (2005), Clements and Singh (2011).

Εξάλλου, πέραν των ανωτέρω, στη βιβλιογραφία²⁹ απαντάται και μια παραλλαγή του μοντέλου των Brown and Warner (1985), γνωστή ως *"Modified Market Model"*. Το υπόψη μοντέλο εφαρμόζεται τα τελευταία χρόνια, κυρίως για τις περιπτώσεις πολλαπλών και συχνών εξαγορών από την ίδια εταιρεία, που θεωρείται ότι είναι δυνατόν να "μολύνουν" την περίοδο προσδιορισμού της κανονικότητας, πριν από κάθε εξαγορά. Όπως θα αναλυθεί και παρακάτω, το δείγμα μας δεν περιλαμβάνει συχνές εξαγορές και ως εκ τούτου το μοντέλο αυτό δεν χρησιμοποιείται.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της μεθοδολογίας, πρέπει να σημειωθεί ότι, όπως σε όλες τις μελέτες επιδράσεων γεγονότων (event studies), έτσι και εν προκειμένω, εφαρμόζουμε την έννοια της *"χρονικής στιγμής του γεγονότος"*, που είναι σχετική κατά περίπτωση. Έτσι, ως $t=0$ λογίζεται η ημέρα³⁰ στην οποία έχουμε την ανακοίνωση της

²⁹ Fuller et al (2002), Faccio et al (2006), Draper and Paudyal (2008), Ekkayokkaya et al (2009).

³⁰ Στις περιπτώσεις όπου μελετώνται μηνιαίες αποδόσεις, ως $t=0$ λαμβάνεται ο μήνας της ανακοίνωσης. Στην έρευνά μας, ο χρόνος t υπολογίζεται σε ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς.

εξαγοράς, και η μελετώμενη περίοδος καθορίζεται γύρω από αυτή την ημερομηνία, που είναι εν γένει διαφορετική σε κάθε περίπτωση. Η μεταβλητή που εξετάζεται είναι η ημερήσια τιμή της μετοχής και ο υπολογισμός του ημερήσιου βήματος μεταβολής γίνεται με τη μέθοδο των πρώτων διαφορών (first differences)³¹.

3.2.1 Returns, Excess Returns (ER), Abnormal Returns (AR)

Στην παρούσα μελέτη, εξετάζονται οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (Excess Returns) της επένδυσης σε μετοχές εταιρειών που κάνουν εξαγορές, την περίοδο [-30, +30] ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς³². Ως περίοδος εκτίμησης (estimation period) καθορίζεται το διάστημα [-150, -31] ημέρες, πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς. Θεωρούμε ότι το εν λόγω διάστημα είναι επαρκές για να προσδιορίσει την κανονικότητα, χωρίς την επιρροή από κινητικότητα σχετική με την εξαγορά.

Κατόπιν τούτου, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τρεις διαφορετικές μεθόδους:

α. Mean adjusted Excess Returns:

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - \overline{R_{i,t}} \quad (1)$$

όπου $R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}] * 100$, με $P_{i,t}$ την τιμή της μετοχής i την ημέρα t , και $\overline{R_{i,t}}$ είναι ο μέσος όρος του $R_{i,t}$ κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης.

β. Markets mean adjusted Excess Returns:

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - \overline{R_{m,t}} \quad (2)$$

όπου $R_{m,t}$ είναι το ποσοστό της ημερήσιας μεταβολής για το σύνολο της Αγοράς (Γενικός Δείκτης) την ημέρα t , σε σχέση με την ημέρα $t-1$, και $\overline{R_{m,t}}$ ο μέσος όρος μεταβολής του Γενικού Δείκτη για την περίοδο εκτίμησης.

γ. Market Regression Model Excess Returns:

³¹ Η μέθοδος των πρώτων διαφορών επιλέγεται καθώς στην εξίσωση της μορφής $y = ax + b$, για $x = 0, 1, 2, 3, \dots$ οι πρώτες διαφορές του y είναι σταθερές και ίσες με a .

³² Η περίοδος αυτή περιλαμβάνει τα υποσύνολα $(-1, +1)$, $(-2, +2)$, $(-3, +3)$, $(-5, +5)$, $(-10, +10)$, $(-20, +20)$ $(-30, +30)$, για τα οποία υπολογίζονται οι Σωρευτικές μη Κανονικές Αποδόσεις (CARs).

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - ExR_{i,t} \quad (3)$$

όπου $ExR_{i,t}$ οι αναμενόμενες αποδόσεις (Expected Returns) για την κάθε μετοχή την υπό εξέταση περίοδο, και συγκεκριμένα για κάθε μία από τις 61 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση $[-30, +30]$. Ο υπολογισμός των ExR γίνεται με χρήση ενός μοντέλου παλινδρόμησης-εκτίμησης των τιμών της μετοχής επί των τιμών της αγοράς ανά ημέρα, που έχει τη μορφή:

$$ExR_{i,t} = a_i + b_i * R_{m,t} + u_{i,t}, \text{ για } t = -30, -29, \dots, +30 \quad (4)$$

Τα a_i και b_i είναι οι εκτιμητές του μοντέλου της αγοράς και υπολογίζονται με χρήση της τεχνικής μοντελοποίησης της αγοράς μέσω παλινδρόμησης των αποδόσεων³³. Έτσι, $ExR_{i,t}$ είναι η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t , $R_{m,t}$ η απόδοση της αγοράς την ημέρα t , a_i η τομή της ευθείας με τον άξονα των x , b_i η κλίση της ευθείας, και $u_{i,t}$ η σταθερά σφάλματος.

3.2.2 Σωρευτικές Μη κανονικές Αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns)

Στη συνέχεια, σύμφωνα με την event study methodology, υπολογίζονται οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις, για κάθε μία μέθοδο προσδιορισμού των μη κανονικών αποδόσεων που προαναφέρθηκε. Αυτό γίνεται για κάθε εταιρεία του δείγματος αλλά και για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος το υπό μελέτη διάστημα.

Οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) στο διάστημα $[-30, +30]$ ³⁴ δίνονται από τον τύπο:

$$CAR_{i,t} = \quad m = 1, 2, 3, 5, 10, 20, 30 \quad (5)$$

Για τον προσδιορισμό της στατιστικής σημαντικότητας, γίνεται χρήση της μεθόδου διατμηματικού στατιστικού ελέγχου (cross-sectional test statistic), που έχει εφαρμοστεί πρώτα από τους Brown-Warner (1985) και εν συνεχεία από τους Draper-Paudyal (1999) και Clements-Singh (2011). Σε αυτό το πλαίσιο, οι Σωρευτικές Μη Κανονικές Αποδόσεις στα επιμέρους διαστήματα της περιόδου $[-30, +30]$, διαιρούνται με την τυπική απόκλιση

³³ Κατά Brown and Warner (1985).

³⁴ ο.π. σημ. 29.

(standard deviation) των $AR_{i,t}$ το αντίστοιχο διάστημα, δίνοντας τον παράγοντα στατιστικής σημαντικότητας T-statistics ως εξής:

$$\frac{\frac{1}{m} \sum_{i=1}^m \left(\frac{AR_{i,t}}{\sigma_{AR_{i,t}}} \right)^2}{\frac{1}{m} \sum_{i=1}^m \left(\frac{AR_{i,t}}{\sigma_{AR_{i,t}}} \right)^2} \quad (8)$$

όπου

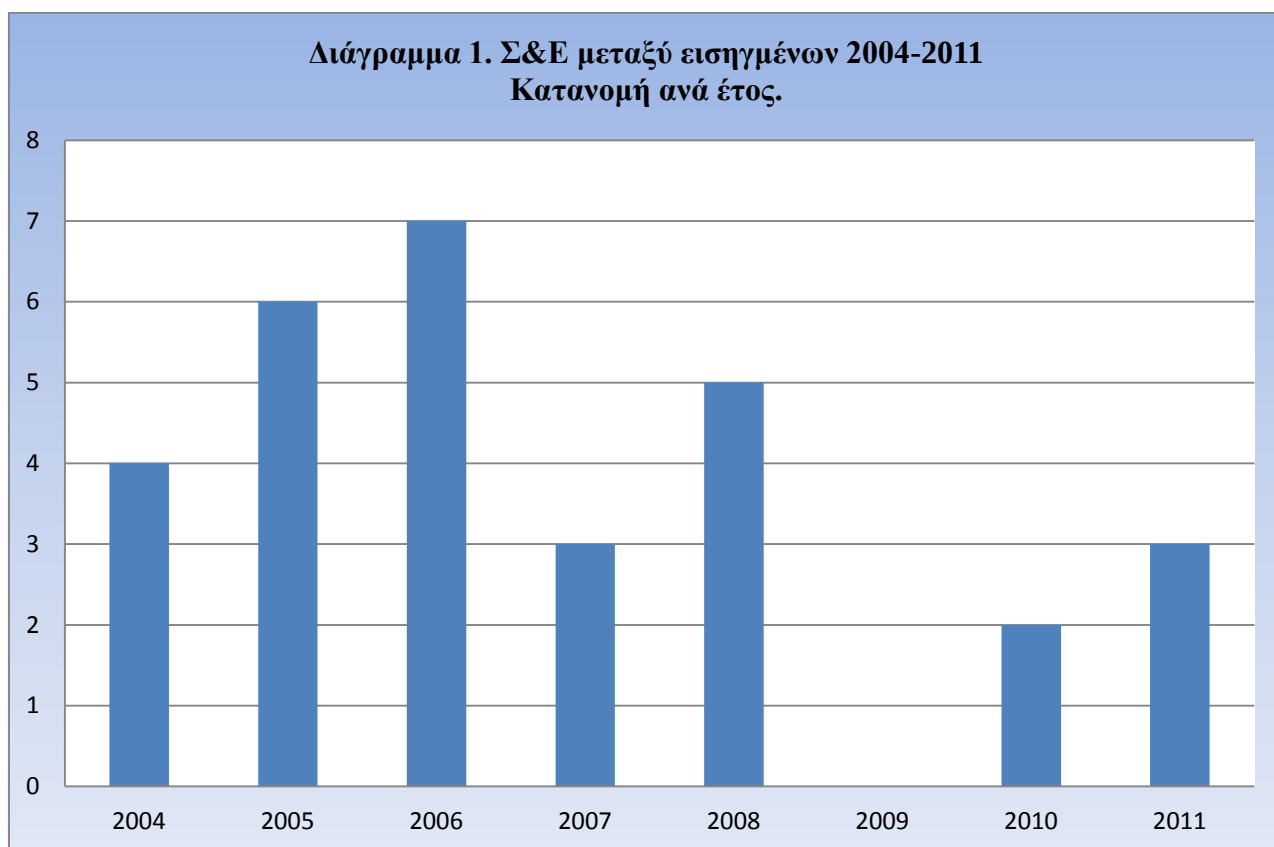
$$\frac{1}{m} \sum_{i=1}^m \left(\frac{AR_{i,t}}{\sigma_{AR_{i,t}}} \right)^2$$

με $\sigma_{AR_{i,t}}$ για $m = 1, 2, 3, 5, 10, 20, 30$.

Κεφάλαιο 4. Ανάλυση του Δείγματος

4.1 Πλαίσια της Έρευνας

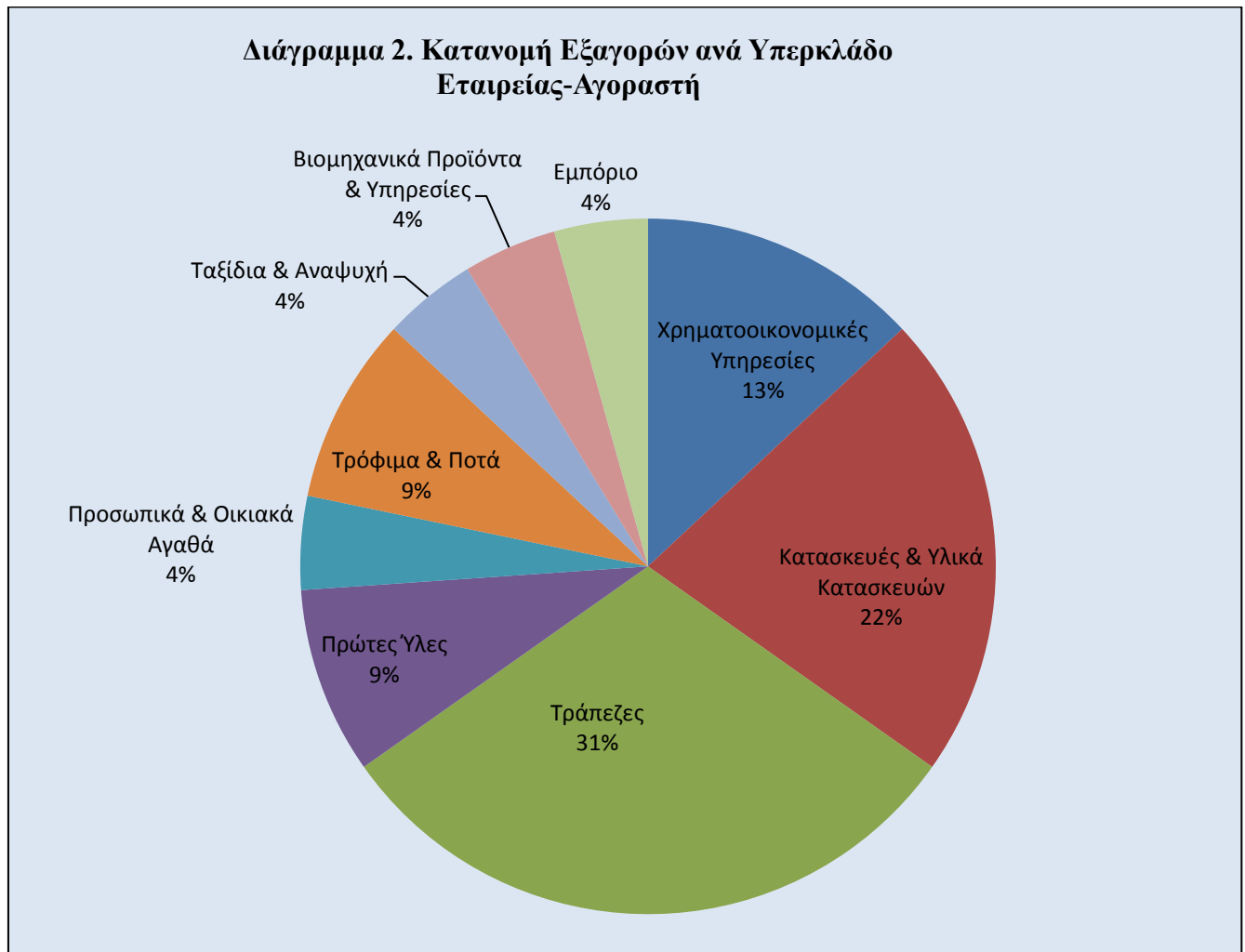
Η παρούσα μελέτη πραγματεύεται την αποδοτικότητα της ελληνικής χρηματαγοράς γύρω από οικονομικά γεγονότα, όπως είναι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, πριν και μετά την οικονομική κρίση στην οποία έχει περιέλθει η παγκόσμια και η ελληνική οικονομία τα τελευταία χρόνια. Στο πλαίσιο αυτό μελετώνται οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν στην ελληνική κεφαλαιαγορά, πριν και μετά την κρίση. Ως γεγονός ορόσημο της έναρξης της οικονομικής κρίσης διεθνώς, λαμβάνεται η κατάρρευση της Lehman Brothers, που έλαβε χώρα την 15 Σεπ 2008.



Η περίοδος εξέτασης της έρευνάς μας εκτείνεται από το 2004 έως το 2011. Η τάση εταιρικών μετασχηματισμών στην Ελλάδα ακολουθεί εν γένει τις διεθνείς τάσεις³⁵, αν και σαφώς σε χαμηλότερα επίπεδα (Διάγραμμα 1). Έτσι, ενώ έως το 2007 ο αριθμός Σ&Ε παρουσιάζει ετήσια αύξηση, από το 2007 έως και το 2009 εντοπίζεται μια κάμψη - το

³⁵ βλ. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσιες Εκθέσεις.

2009 δεν πραγματοποιήθηκε καμία Σ&Ε μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ. Ακολούθως, εντός 2010 και 2011 υπήρξε μια ανάκαμψη, η οποία μεταφράζεται σε μόλις 5 Σ&Ε, από τις οποίες οι 2 είχαν ανακοινωθεί πολύ νωρίτερα (εντός 2008). Τέλος, στο Διάγραμμα 2 φαίνεται η διάρθρωση του δείγματος εν σχέση με τον υπερκλάδο δραστηριοποίησης των εταιρειών που προβαίνουν σε εξαγορές.



4.2 Περιγραφή και Σχολιασμός του Δείγματος

Το υπό εξέταση δείγμα περιλαμβάνει τις ανακοινώσεις επιτυχημένων Σ&Ε μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ, που ολοκληρώθηκαν την περίοδο 2004-2011, και έχουν συμπεριληφθεί στις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς³⁶ για τα υπόψη έτη. Ως επιτυχημένη Σ&Ε - σε συμφωνία με τους Brown and da Silva Rosa (1998) - θεωρείται εκείνη όπου επιτεύχθηκε πραγματική συγχώνευση και η εξαγοραζόμενη επιχείρηση απορροφήθηκε πλήρως από την εξαγοράζουσα, χάνοντας την οικονομική της υπόσταση, ή η περίπτωση όπου η εξαγοράζουσα απέκτησε ένα σημαντικό μερίδιο (άνω του 50%) στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου. Παρά το γεγονός ότι ουσιαστικός έλεγχος μιας εταιρείας μπορεί να επιτευχθεί και με ποσοστό μικρότερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου, ο ανωτέρω ορισμός αναφορικά με την επιτυχία των Σ&Ε διασφαλίζει ότι οι συμφωνίες που μελετώνται είναι ξεκάθαρο ότι κατέληξαν σε μεταβίβαση του ελέγχου της εταιρείας στόχου στην απορροφούσα εταιρεία. Επιπρόσθετα, οι συγχωνεύσεις που συνίστανται σε απορρόφηση περισσότερων της μίας εταιρειών-στόχων, λογίζονται ως μία περίπτωση, εφόσον έχουν ανακοινωθεί ταυτόχρονα.

Με βάση τα ανωτέρω, το αρχικό δείγμα αποτελείται από 30 Σ&Ε μεταξύ εισηγμένων οι οποίες ολοκληρώθηκαν το υπό εξέταση διάστημα. Από αυτό εξαιρέθηκαν οι Σ&Ε στις οποίες οι εξαγοράζουσες εταιρείες έχουν παύσει τη διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Επίσης εξαιρέθηκαν οι εταιρικές αναδιαρθρώσεις όπου τα στοιχεία ήταν ανεπαρκή, λόγω μετονομασίας ή μη διαθεσιμότητας, καθώς και οι περιπτώσεις εταιρειών υπό εκκαθάριση. Τέλος, στις περιπτώσεις εξαγορών από την ίδια εταιρεία όπου η περίοδοι μελέτης αλληλεπικαλύπτονται, μελετάται μόνον η εξαγορά που ανακοινώθηκε πρώτη, με στόχο να αποκλειστεί το ενδεχόμενο επηρεασμού των στοιχείων των επόμενων εξαγορών.

Έτσι προέκυψαν 23 Σ&Ε (Πίνακας 1) που έλαβαν χώρα την περίοδο 2004-2011, για τις οποίες ως $t=0$ ελήφθη υπόψη η ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόθεσης ή της έναρξης διαδικασιών συγχώνευσης με βάση τις επίσημες ανακοινώσεις στην ιστοσελίδα του ΧΑΑ. Πολλαπλές Σ&Ε που ανακοινώνονται ταυτόχρονα, θεωρούνται και εξετάζονται ως μία. Σημειώνεται δε, ότι στις περιπτώσεις που η απόφαση του ΔΣ για έναρξη διαδικασιών

³⁶ Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.) είναι ΝΠΔΔ αρμόδιο για την επιτήρηση και την εφαρμογή της νομοθεσίας στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Εκδίδει σε ετήσια βάση Εκθέσεις όπου αναλύονται τα πεπραγμένα του προηγούμενου έτους. Στην παρούσα μελέτη αντλήθηκαν στοιχεία από τις εκθέσεις των ετών 2004 έως 2011.

διαφέρει από την ημερομηνία της ανακοίνωσης, ως $t=0$ ελήφθη η πρώτη ημερομηνία, θεωρώντας ότι η πληροφορία θα έχει ήδη διαχυθεί μέχρι την επίσημη ανακοίνωση.

Πίνακας 1. Εξεταζόμενες Σ&Ε μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ, 2004-2011

Α' Υποομάδα	Έτος Υλοποίησης	Εξαγοράζουσα	Απορροφώμενη	Ημερομηνία Ανακοίνωσης	
	1	2004	Alpha Trust Ανδρομέδα ΑΕΕΧ	Alpha Trust Asset Management ΑΕΕΧ	11/12/2003
	2	2004	Ερμής Επιχειρήσεις Ακινήτων ΑΕ	Γενική Εταιρία Κατασκευών ΑΕ	10/2/2004
	3	2005	Alpha Bank ΑΕ	ΔΕΛΤΑ Singular ΑΕ	10/6/2004
				ARROW ΑΕΕΧ	
	4	2005	PROTON Επενδυτική Τράπεζα ΑΕ	ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΕΕΧ	30/3/2005
				ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΕΕΧ	
	5	2005	Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ	Ελληνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ΑΕ Πειραιώς REAL ESTATE DEVELOPMENT FINANCING ΑΕ	7/4/2005
	6	2005	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΕ	13/5/2005
	7	2005	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΕ	10/6/2005
	8	2006	ΑΕΓΕΚ ΑΕ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΤΕ	28/6/2005
	9	2006	ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	FITCO ΑΕ	30/1/2006
	10	2006	SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕ	ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΕΕΧ	31/1/2006
	11	2006	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ	FANCO ΑΕ	17/3/2006
	12	2007	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ	12/2/2007
13	2007	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΔΕΛΤΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΡΓΑ	28/3/2007	
14	2008	ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	ΚΕΓΟ ΑΕ	19/12/2007	
15	2008	ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ	ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΕ	29/1/2008	

B' Υποομάδα

16	2008	ATTICA AE ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΕ	26/2/2008
17	2008	ΓΕΚ ΑΕ	ΤΕΡΝΑ ΑΕ	7/4/2008
18	2008	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ	GLOBAL ΑΕΕΧ	20/6/2008
19	2010	IMPERIO ΑΡΓΩ	BALLAUF ΑΓΕΤΕΚ	12/12/2008
20	2010	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ ΑΤΕΝΕ	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ ΑΕ	19/12/2008
21	2011	MARFIN POPULAR BANK PUB CO LTD	MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ	15/5/2009
22	2011	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ (FOLLI FOLLIE GROUP)	FOLLI FOLLIE - ELMEC SPORTS	24/6/2010
23	2011	EFG EUROBANK ERGASIAS	ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ	1/11/2010

Πίνακας 2. Σ&Ε που εξαιρέθηκαν από το δείγμα

	Έτος Υλοποίησης	Εξαγοράζουσα	Απορροφώμενη	Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Λόγος Εξαίρεσης
1	2004	Comm Group ΑΕ	Marfin Classic ΑΕΕΧ	26/5/2003	Δεν διαπραγματεύεται πλέον στο ΧΑ
2	2004	Εμπορική Τράπεζα Ελλάδος ΑΕ	Εμπορική Επενδυτική ΑΕ	14/5/2004	Δεν διαπραγματεύεται πλέον στο ΧΑ
3	2005	ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	FEEDUS ΑΒΕΕ	29/12/2004	Ανεπαρκή Στοιχεία
4	2006	INTERINVEST ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	NEXUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	28/7/2005	Υπό εκκαθάριση
5	2006	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΑΕ	29/7/2005	Επικαλύπτεται
6	2006	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	CHIPITA INTERNATIONAL ΑΕ GOODY'S ΑΕ ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΑΕ	16/12/2005	Δεν διαπραγματεύεται πλέον στο ΧΑ
7	2007	VETERIN ΑΒΕΕ	ΛΑΜΔΑ ΝΤΙΤΕΡΤΖΕΝΤ ΑΒΕΕ ΕΒΙΚ ΑΕ	11/2/2007	Ανεπαρκή Στοιχεία λόγω μετονομασίας (ALAPIS SA)

Η περίοδος μελέτης αφορά [-150,+150] ημέρες γύρω από το σημείο $t=0$, από την οποία οι [-150,-30] ημέρες πριν την ανακοίνωση αποτελούν την περίοδο εκτίμησης της κανονικότητας, ενώ οι [-30,+30] ημέρες την περίοδο προσδιορισμού των Μη Κανονικών Αποδόσεων (Excess/Abnormal Returns - ERs/ARs) και των Σωρευτικών Μη Κανονικών Αποδόσεων (CARs).

Τα στοιχεία που απαιτήθηκαν για την παρούσα μελέτη αντλήθηκαν καταρχήν από την επίσημη ιστοσελίδα του ΧΑΑ, από ελληνικές οικονομικές ιστοσελίδες³⁷, και από τις ιστοσελίδες επιμέρους Εταιρειών. Εν συνεχεία διασταυρώθηκαν, συμπληρώθηκαν και ολοκληρώθηκαν με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία σε ξένες οικονομικές ιστοσελίδες³⁸, συνιστώντας την τελική εικόνα.

Αξιοσημείωτο είναι ότι όλες οι Σ&Ε μεταξύ εισηγμένων που έλαβαν χώρα στην ελληνική κεφαλαιαγορά το υπό εξέταση διάστημα, έγιναν με ανταλλαγή μετοχών. Αυτό εν γένει συνάδει με τη διεθνή τάση όπως καταγράφεται από το σύνολο της βιβλιογραφίας, όπου η πλειοψηφία των Σ&Ε μεταξύ εισηγμένων είναι με προσφορά μετοχών της εταιρείας αγοραστή - λιγότερο συχνά σε συνδυασμό και με χρηματική αποζημίωση, όταν κρίνεται "μη δίκαιη" η ανταλλαγή. Σε αυτή τη βάση, αίρεται ο περιορισμός που τίθεται από τη βιβλιογραφία σχετικά με την επίδραση του τρόπου πληρωμής στις αποδόσεις αγοραστών και εταιρειών στόχων³⁹.

Για το σκοπό της παρούσας μελέτης, το τελικό δείγμα διαιρείται σε δύο υποομάδες, σε σχέση με την ημερομηνία κατάρρευσης της Lehman Brothers. Η πρώτη υποομάδα περιλαμβάνει τις Σ&Ε όπου η περίοδος εξέτασης [-150,+150], τελειώνει πριν την 15 Σεπ 2008, ώστε το διάστημα [-30,+30] να θεωρείται "καθαρό" από ενδεχόμενη επιρροή του γεγονότος της κατάρρευσης. Η υποομάδα αυτή αποτελείται από συνολικά 15 συγχωνεύσεις. Οι υπόλοιπες τοποθετούνται στην δεύτερη υποομάδα, ως επηρεαζόμενες από τη διεθνή οικονομική συγκυρία. Βεβαίως, με αυτόν τον τρόπο υπάρχει το ενδεχόμενο οι εξαγορές με ημερομηνία ανακοίνωσης σε διάστημα εντός έτους γύρω από τις 15 Σεπ 2008 να έχουν επηρεαστεί από την "ευφορία πριν την κρίση", κρίση που στην Ελλάδα έφτασε αναμφισβήτητα με κάποια καθυστέρηση. Ωστόσο, η ημερομηνία κατάρρευσης της Lehman Brothers χρησιμοποιείται ως ορόσημο της κρίσης, διεθνώς αποδεκτό.

³⁷ βλ. <http://www.ase.gr>, <http://greece.capitallink.gr>, <http://www.naftemporiki.gr>

³⁸ βλ. <http://finance.yahoo.com>, <http://www.bloomberg.com>, <http://www.reuters.com>.

³⁹ βλ. μεταξύ άλλων Travlos (1987), Chang (1998), Draper-Paudyal (1999) και Faccio-Masulis (2005).

Κεφάλαιο 5. Ερευνητικά Αποτελέσματα

5.1 Η έννοια της "Nested-event Study"

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης, σχετικά με τις αποδόσεις στις μετοχές των εταιρειών που ανακοινώνουν Σ&Ε στην Ελλάδα. Όπως κατέστη σαφές από την Ανασκόπηση της Βιβλιογραφίας και Αρθρογραφίας (Κεφάλαιο 2), οι αντιδράσεις των τιμών των μετοχών γύρω από γεγονότα οικονομικής φύσεως, όπως οι Σ&Ε, έχει μελετηθεί εκτενώς. Είναι επίσης γνωστό ότι υπάρχουν ενδείξεις τόσο για εμφάνιση αρνητικών - ή μηδενικών - μη κανονικών αποδόσεων για τις μετοχές των εταιρειών που κάνουν εξαγορές⁴⁰, όσο και για θετικές μη κανονικές αποδόσεις⁴¹, είτε βραχυπρόθεσμα είτε μεσο-μακροπρόθεσμα. Εξάλλου, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τέτοιου είδους αποδόσεις συσχετίζονται με πλήθος παραγόντων - οικονομικών, κοινωνικών, ψυχολογικών -, που είναι δυνατόν να εκτείνονται από τον τρόπο αποζημίωσης και το είδος ή το μέγεθος της εξαγοράς έως την αδιαλλαξία ή αλαζονεία της Διοίκησης.

Ακόμη σημαντικότερη όμως είναι η προσέγγιση των Aharon, Gaviious and Yosef (2010) και Ekkayokkaya, Holmes and Paudyal (2009), οι οποίοι εισάγουν στην "Event Study Methodology" την έννοια της επιρροής ευρύτερων οικονομικών γεγονότων, όπως είναι το Φαινόμενο της (οικονομικής) φούσκας και η Ευρωπαϊκή Νομισματική ενοποίηση. Κινούμενοι στην ίδια κατεύθυνση, στο παρόν κεφάλαιο επιχειρούμε μια προσέγγιση αναφορικά τις αιτίες που ενδεχομένως διαφοροποιούν την αντίδραση των μετοχών εταιρειών που εμπλέκονται σε Σ&Ε, πριν και μετά την οικονομική κρίση, όπως αυτή οριοθετείται από την κατάρρευση της Lehman Brothers. Τη διαδικασία αυτή την ορίζουμε ως *Μελέτη Επίδρασης Εμφωλευμένων Γεγονότων - Nested Event Study*⁴².

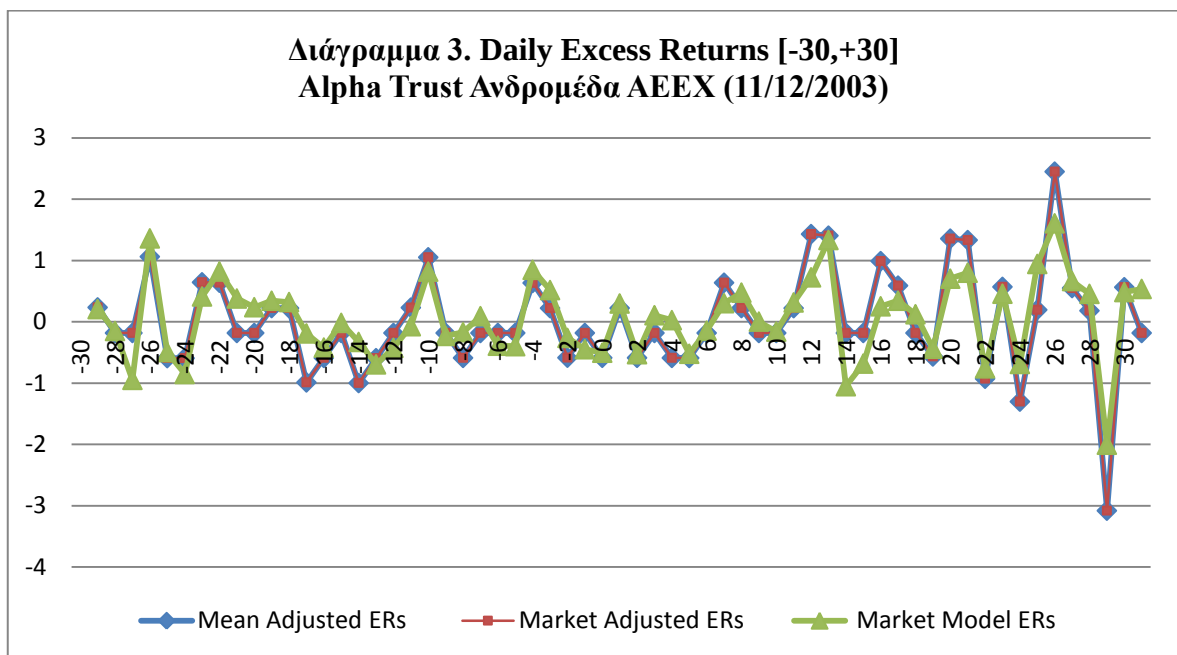
⁴⁰ ο.π. σημ. 25.

⁴¹ βλ. ενδεικτικά Fama (1998), Netter et al. (2011).

⁴² Δανειζόμαστε τον όρο από την έννοια των Εμφωλευμένων Παιγνίων (Nested Games) του Tsebelis (1988)

5.2 Έκτακτες Αποδόσεις Α' Υποομάδας (προ κρίσης)

Για κάθε εξεταζόμενη εταιρεία του δείγματος (Πίνακας 1), παρατίθεται το Διάγραμμα Έκτακτων Αποδόσεων (Excess Returns - ERs), για την περίοδο [-30,+30] ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς (σε παρένθεση), όπως προκύπτει από τη χρήση και των τριών μεθόδων υπολογισμού. Επιπρόσθετα, παρατίθεται και ο αντίστοιχος Πίνακας Σωρευτικών Μη κανονικών Αποδόσεων (Cumulative Abnormal Returns - CARs), για τα επιμέρους διαστήματα⁴³. Οι επιμέρους πίνακες Ημερήσιων Έκτακτων Αποδόσεων παρατίθενται στο Παράρτημα Β.



Στο Διάγραμμα 3, παρατηρούμε ότι γενικά οι έκτακτες αποδόσεις που υπολογίζονται για την εταιρεία Alpha Trust Ανδρομέδα AEEX με τις μεθόδους Mean Adjusted και Market Adjusted, συμβαδίζουν, εμφανίζοντας σημαντική αύξηση την -10 και +26 ημέρα, με εξίσου έντονη διόρθωση την +29 ημέρα. Τα αποτελέσματα της μεθόδου παλινδρόμησης, έχουν κάποιες διαφοροποιήσεις, ακολουθώντας όμως την ίδια τάση, ενισχύοντας την εγκυρότητα και τη συνοχή των στοιχείων.

⁴³ Στους πίνακες των CARs, για την κάθε μέθοδο στην πρώτη γραμμή δίνονται οι σωρευτικές αποδόσεις σε ποσοστό επί τοις εκατό. Η δεύτερη γραμμή (ST) έχει την τυπική απόκλιση για κάθε διάστημα και η τρίτη γραμμή το T-statistics, που αποδίδει τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων, ως εξής:

- Για $|T| > 1,645 \Rightarrow$ Στατιστικά σημαντικό στο 10% (βαθμός εμπιστοσύνης 90%)
- Για $|T| > 1,96 \Rightarrow$ Στατιστικά σημαντικό στο 5% (βαθμός εμπιστοσύνης 95%)
- Για $|T| > 2,58 \Rightarrow$ Στατιστικά σημαντικό στο 1% (βαθμός εμπιστοσύνης 99%)

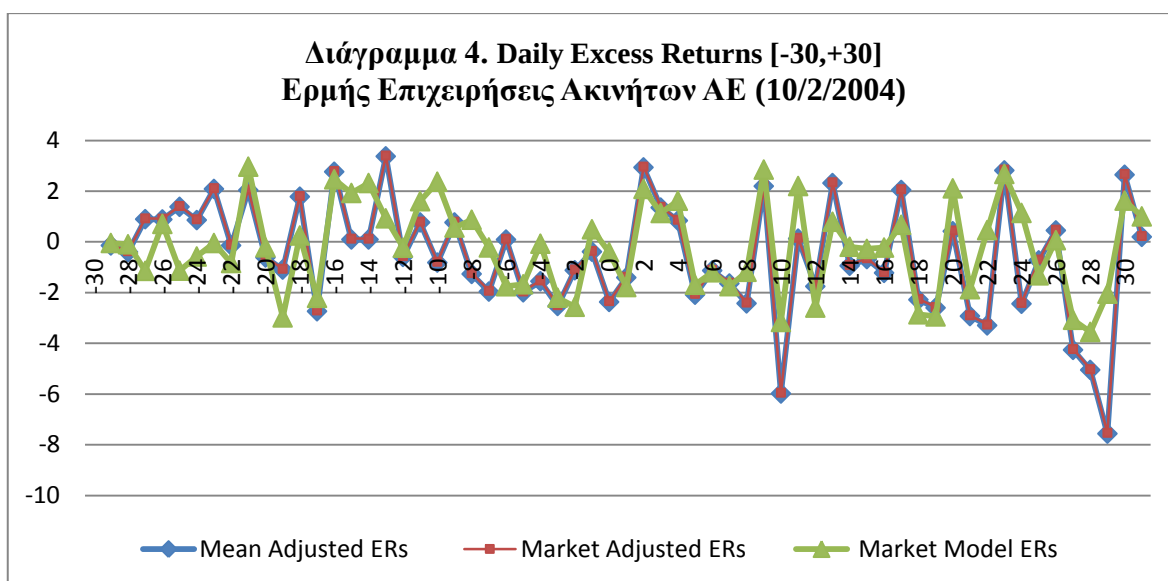
Εξετάζοντας τον Πίνακα 3, διαπιστώνουμε ότι και οι τρεις μέθοδοι δίνουν μικρές αρνητικές σωρευτικές αποδόσεις στα επιμέρους διαστήματα (-1, +1), (-2, +2), (-3, +3), (-5, +5), (-10, +10), οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές. Στα διαστήματα (-20, +20), (-30, +30) οι αποδόσεις είναι μεν θετικές, αλλά όχι στατιστικά σημαντικές. Ομοίως, από το Διάγραμμα 3, φαίνεται ότι στα διαστήματα πιο κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης οι έκτακτες αποδόσεις είναι μικρές μεν, κυρίως αρνητικές δε.

Πίνακας 3. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] Alpha Trust Ανδρομέδα AEEEX (11/12/2003)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	0,79	1,13*	-3,03***	-2,42***	-2,50***	-1,32***	-0,95**
	ST	0,80	0,65	0,38	0,42	0,32	0,34	0,47
	T	0,98	1,75	-7,89	-5,70	-7,83	-3,89	-2,04
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	0,92	1,22*	-2,99***	-2,40***	-2,48***	-1,31***	-0,95**
	ST	0,80	0,65	0,38	0,42	0,32	0,34	0,47
	T	1,14	1,88	-7,77	-5,64	-7,78	-3,86	-2,02
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	3,30***	0,64	-0,79**	-0,62	-1,32***	-1,08***	-0,74***
	ST	0,64	0,51	0,39	0,46	0,33	0,39	0,24
	T	5,12	1,27	-2,03	-1,34	-3,97	-2,78	-3,08

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



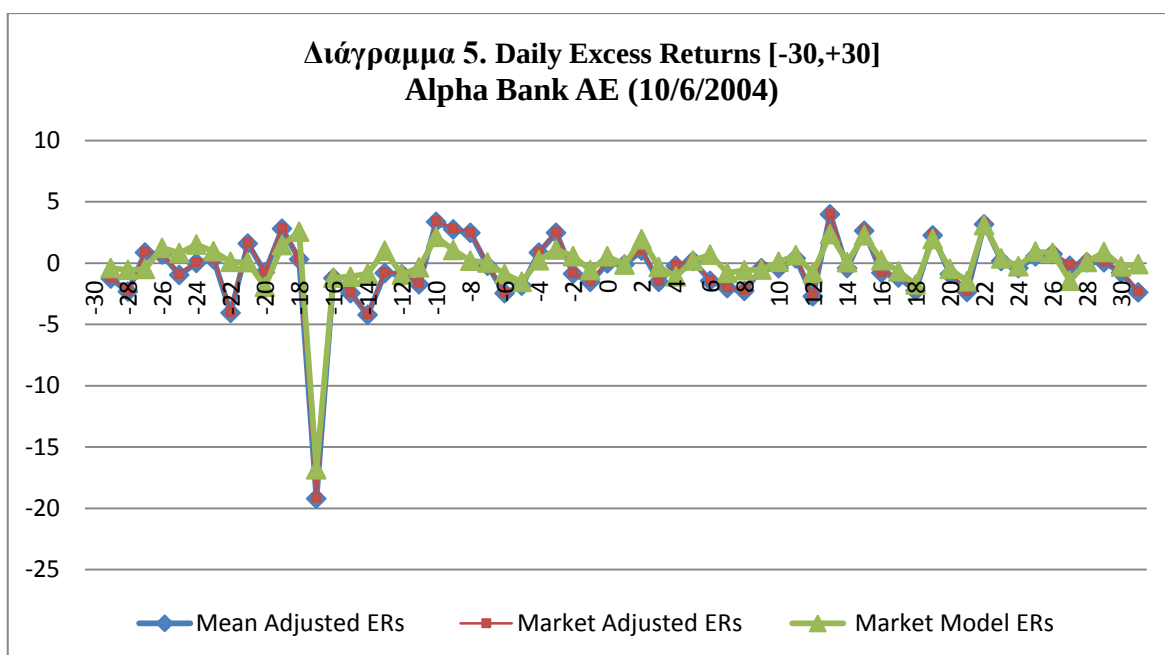
Για την Ερμής Επιχειρήσεις Ακινήτων ΑΕ παρατηρούνται θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 2 ημέρες μετά την ανακοίνωση. Ωστόσο, οι θετικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις το διάστημα $(-2,+2)$ δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4, τα διαστήματα $(-30,+30)$, $(-20,+20)$, $(-10,+10)$, $(-5,+5)$ χαρακτηρίζονται από σημαντικές αρνητικές σωρευτικές αποδόσεις, κυρίως λόγω των αρνητικών αποδόσεων τις ημέρες +9 και +28. Παρά τη μικρότερη ένταση των αποδόσεων που εμφανίζει η μέθοδος της παλινδρόμησης, οι τρεις μέθοδοι δίνουν την ίδια τάση.

Πίνακας 4. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] Ερμής Επιχειρήσεις Ακινήτων ΑΕ (10/2/2004)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted								
	CARs	-33,91***	-23,53***	-19,54***	-7,46***	-0,16	0,12	-0,84
	ST	2,20	1,93	1,94	1,72	1,83	2,13	2,83
	T	-15,42	-12,20	-10,05	-4,34	-0,09	0,06	-0,30
Markets mean Adjusted								
	CARs	-31,93***	-22,20***	-18,86***	-7,10***	0,07	0,28	-0,74
	ST	2,20	1,93	1,94	1,72	1,83	2,13	2,83
	T	-14,52	-11,51	-9,70	-4,13	0,04	0,13	-0,26
Market Regression Model								
	CARs	-12,10***	-8,69***	-7,79***	-4,56***	0,60	1,54	-0,10
	ST	1,75	1,81	1,72	1,60	1,75	1,48	2,51
	T	-6,92	-4,81	-4,53	-2,85	0,34	1,04	-0,04

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



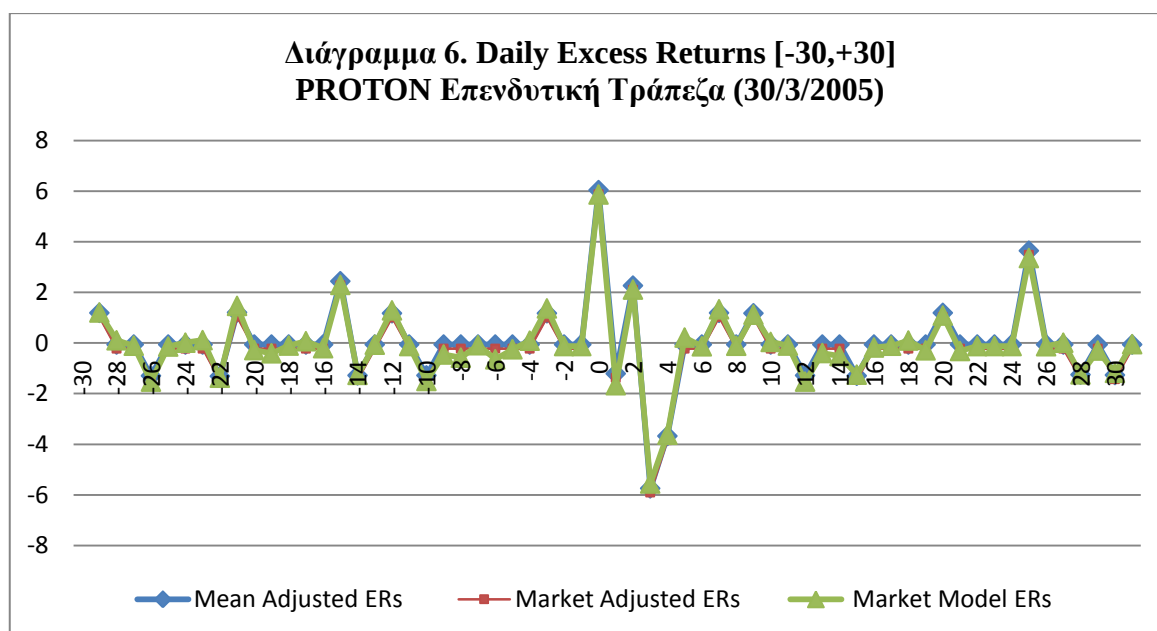
Η Alpha Bank AE εμφανίζει αυξημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις, θετικές και αρνητικές, σε όλο το διάστημα εξέτασης [-30,+30], αποφέροντας στατιστικά σημαντικές αρνητικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για τα διαστήματα (-30,+30) και (-20,+20). Η μέθοδος παλινδρόμησης υπολογίζει σημαντικές θετικές CARs της τάξης του 3%, για τα διαστήματα (-1,+1) και (-5,+5).

Πίνακας 5. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] Alpha Bank AE (10/6/2004)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-36,44***	-31,38***	-5,43***	-1,31	-3,32***	-2,22**	0,86
	ST	3,00	3,51	1,53	1,24	0,92	1,10	0,63
	T	-12,14	-8,95	-3,54	-1,05	-3,63	-2,03	1,35
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-31,68***	-28,18***	-3,79*	-0,45	-2,78***	-1,83*	1,09*
	ST	3,00	3,51	1,53	1,24	0,92	1,10	0,63
	T	-10,55	-8,04	-2,47	-0,36	-3,03	-1,67	1,72
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-6,14**	-11,58***	0,86	3,15**	0,94	1,46	2,37***
	ST	2,45	2,89	0,83	0,83	0,99	1,01	0,14
	T	-2,50	-4,01	1,03	3,80	0,95	1,44	16,69

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



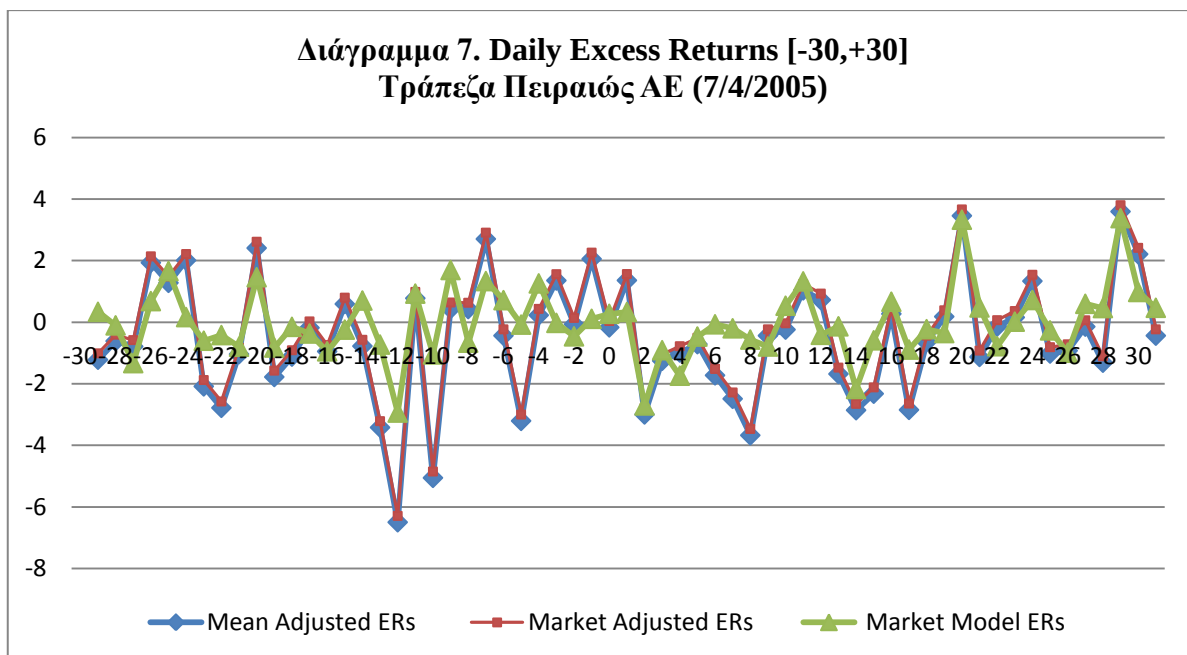
Η περίπτωση της "PROTON Επενδυτική Τράπεζα" έχει εξαιρετικό ενδιαφέρον καθώς οι τρεις μέθοδοι υπολογισμού δίνουν ταυτόσημες ERs (Διάγραμμα 6), γεγονός που υποδηλώνει αρμονία στις αποδόσεις μεταξύ Μετοχής και Γενικού Δείκτη. Στατιστικά σημαντικές θετικές CARs εντοπίζονται μόνο τις 3 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της Συγχώνευσης. Η περίοδος (-30,+30) χαρακτηρίζεται από σημαντικές αρνητικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις.

Πίνακας 6. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] PROTON Επενδυτική Τράπεζα (30/3/2005)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-0,61	-0,73	0,41	-1,46	-2,45	1,29	7,09*
	ST	1,48	1,65	2,16	3,01	3,84	4,35	3,62
	T	-0,41	-0,44	0,19	-0,49	-0,64	0,30	1,96
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-10,49***	-7,37***	-2,99	-3,24	-3,59	0,48	6,60*
	ST	1,48	1,65	2,16	3,01	3,84	4,35	3,62
	T	-7,08	-4,46	-1,38	-1,08	-0,93	0,11	1,82
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-5,13***	-4,71**	-1,31	-1,57	-3,11	0,64	6,31***
	ST	1,47	1,64	2,14	2,95	3,75	4,25	0,78
	T	-3,48	-2,87	-0,61	-0,53	-0,83	0,15	8,11

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



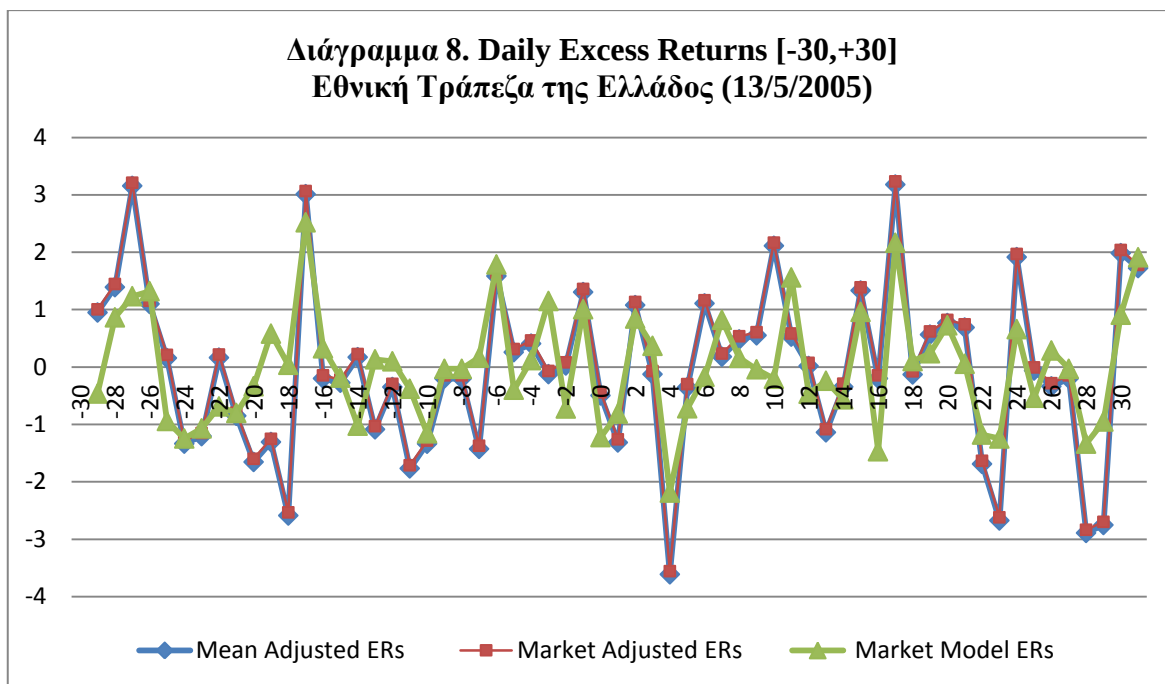
Στην περίπτωση της Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ, παρατηρούνται αυξημένες αρνητικές υπερβάλλοντες αποδόσεις 13, 12 και 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, που συνδυάζονται με στατιστικά σημαντικές αρνητικές CARs, το διάστημα (-20,+20). Σημαντικές αρνητικές CARs εντοπίζονται επίσης 11 ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Πίνακας 7. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ (7/4/2005)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted								
	CARs	-31,67***	-34,08***	-8,81***	-2,92*	-2,06	-1,01	-1,81
	ST	1,94	1,99	1,71	1,49	1,68	2,03	2,21
	T	-16,36	-17,10	-5,16	-1,96	-1,22	-0,50	-0,82
Markets mean Adjusted								
	CARs	-19,11***	-25,64***	-4,49**	-0,66	-0,62	0,02	-1,19
	ST	1,94	1,99	1,71	1,49	1,68	2,03	2,21
	T	-9,87	-12,86	-2,63	-0,44	-0,37	0,01	-0,54
Market Regression Model								
	CARs	-1,36	-7,00***	-1,09	-4,40***	-5,10***	-2,90**	-2,10***
	ST	1,13	1,14	1,05	1,08	1,14	1,29	0,30
	T	-1,20	-6,13	-1,04	-4,08	-4,46	-2,25	-7,05

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



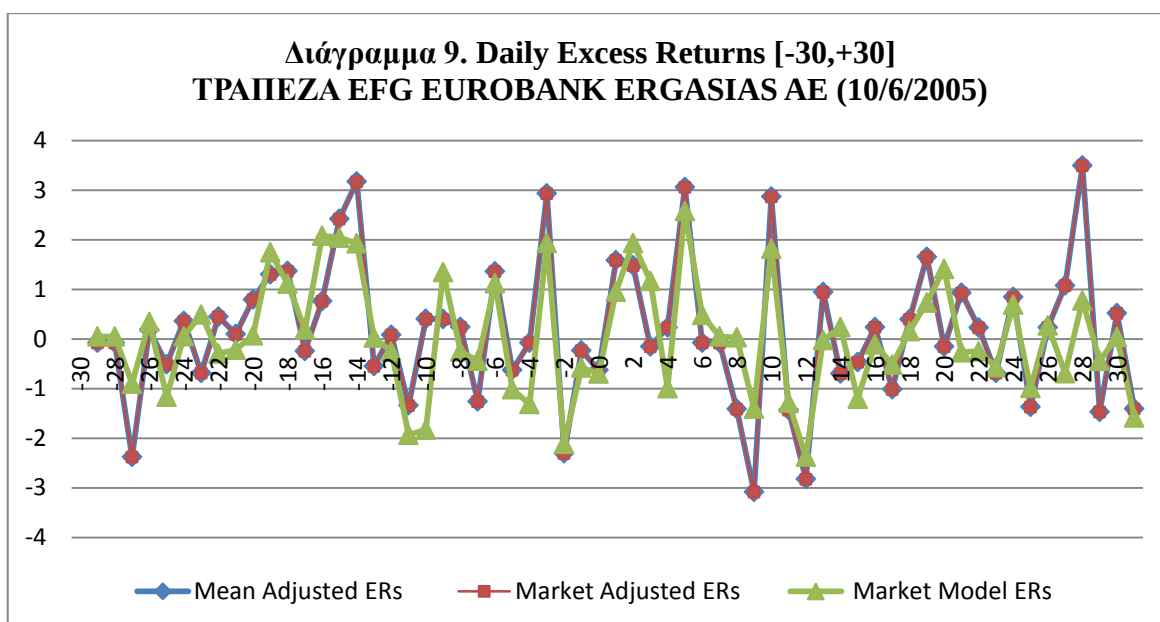
Στο Διάγραμμα 8, φαίνεται ότι η μετοχή της ΕΤΕ παρουσιάζει μικρές διακυμάνσεις στις υπερβάλλουσες αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Το μοντέλο παλινδρόμησης δίνει στατιστικά σημαντικές CARs, θετικές 4% το διάστημα (-20,+20), και αρνητικές της τάξης του 2% για την περίοδο (-5,+5).

Πίνακας 8. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (13/5/2005)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-2,36	0,76	1,76	-2,11	-3,14*	0,44	-0,73
	ST	1,45	1,30	1,21	1,38	1,66	1,10	1,22
	T	-1,63	0,59	1,46	-1,53	-1,89	0,41	-0,60
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	1,01	3,03**	2,92**	-1,50	-2,76*	0,72	-0,57
	ST	1,45	1,30	1,21	1,38	1,66	1,10	1,22
	T	0,70	2,32	2,41	-1,09	-1,66	0,66	-0,47
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	0,30	3,92***	1,45	-2,34**	-2,72**	0,19	-1,19***
	ST	0,97	0,95	0,94	1,03	1,17	1,00	0,45
	T	0,31	4,15	1,54	-2,26	-2,32	0,19	-2,63

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



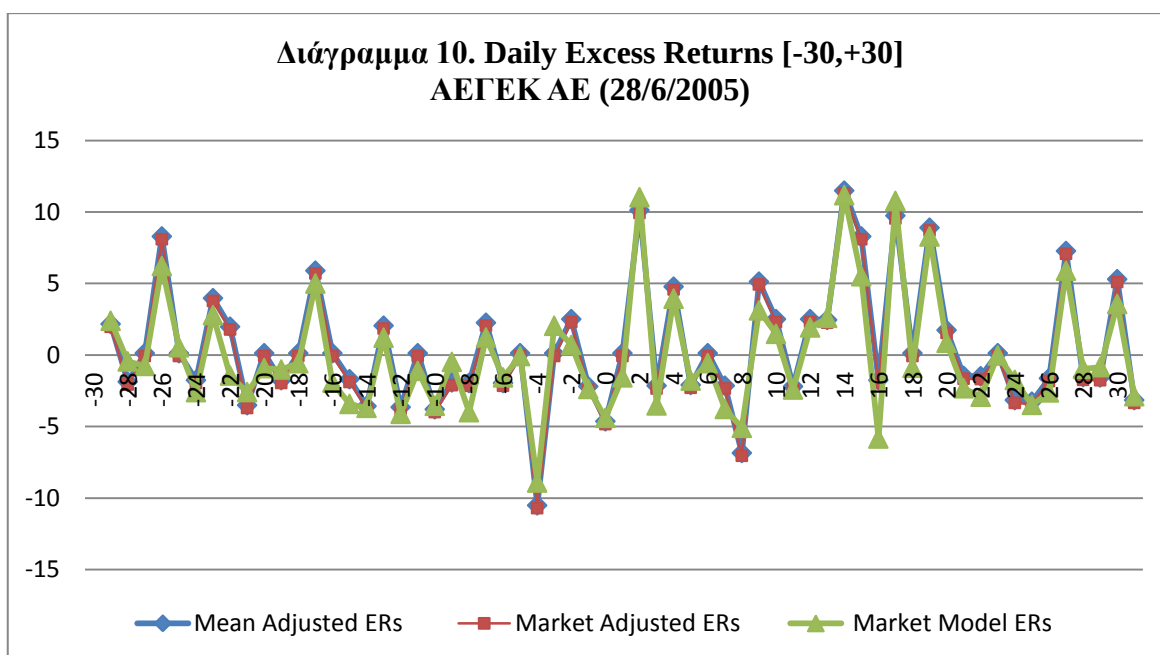
Στην περίπτωση ανακοίνωσης από την ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS ΑΕ της συγχώνευσης με την "ΠΡΟΟΔΟΣ" παρατηρούνται σημαντικές θετικές μη κανονικές αποδόσεις σε όλα τα επιμέρους διαστήματα της περιόδου μελέτης. Οι ημερήσιες υπερβάλλοντες αποδόσεις είναι θετικές και σημαντικές 5 ημέρες μετά την ανακοίνωση, ενώ και οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις είναι παρεμφερείς με όλες τις μεθόδους υπολογισμού.

		Πίνακας 9. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS AE (10/6/2005)						
Μέθοδος								
		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean	CARs	8,97***	9,29***	2,86*	5,85***	0,00	2,07**	2,45*
Adjusted	ST	1,40	1,49	1,64	1,59	1,33	1,04	1,25
	T	6,39	6,23	1,74	3,67	0,00	1,99	1,96
Markets		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
mean	CARs	8,58***	9,03***	2,72*	5,77***	-0,05	2,03*	2,43*
Adjusted	ST	1,40	1,49	1,64	1,59	1,33	1,04	1,25
	T	6,11	6,05	1,66	3,62	-0,04	1,95	1,95
Market		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Regression	CARs	2,34**	6,57***	3,37**	3,38**	-0,31	2,79**	2,19***
Model	ST	1,14	1,31	1,33	1,54	1,43	1,15	0,83
	T	2,06	5,02	2,54	2,20	-0,22	2,43	2,63

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



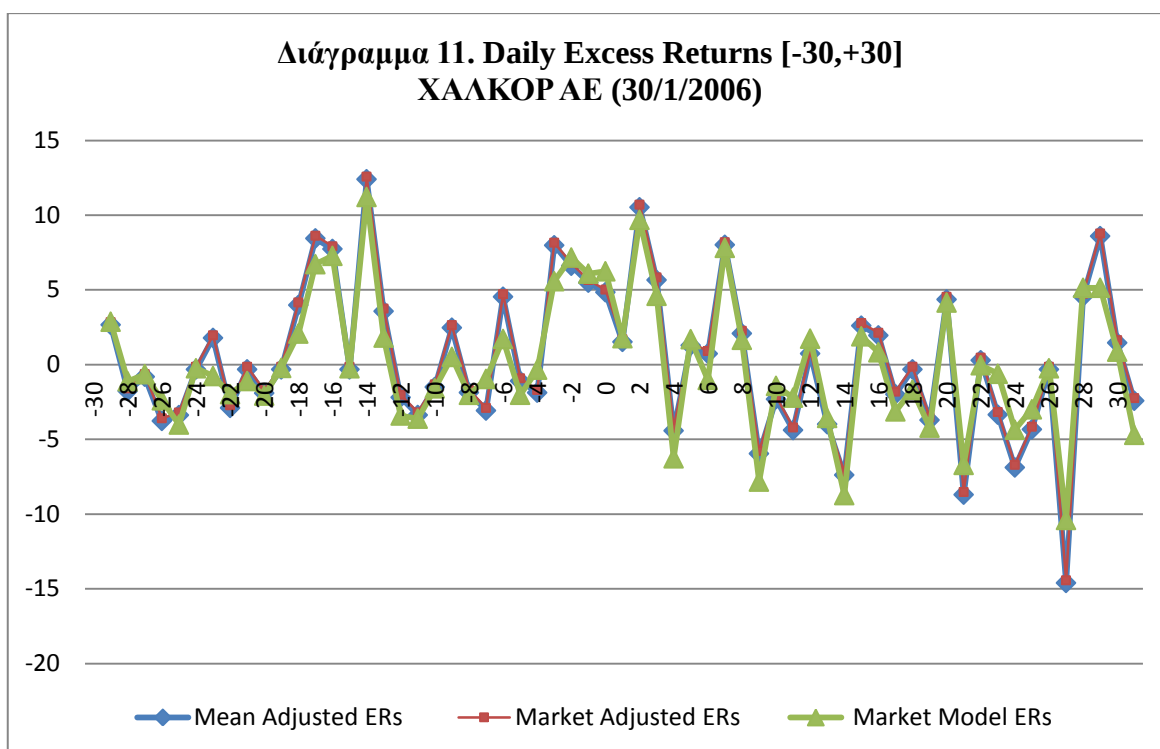
Όσον αφορά στην ΑΕΓΕΚ ΑΕ, 2 ημέρες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς οι υπερβάλλοντες αποδόσεις αγγίζουν το 10%. Οι μέθοδοι Mean Adjusted και Market Adjusted προσδιορίζουν σημαντικές θετικές σωρευτικές αποδόσεις στα διαστήματα (-30,+30) και (-20,+20), σε αντίθεση με το διάστημα (-10,+10), όπου οι CARs είναι σημαντικά αρνητικές, ανεξαρτήτως μεθόδου υπολογισμού.

Πίνακας 10. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ΑΕΓΕΚ ΑΕ (28/6/2005)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	31,51***	25,00***	-10,85**	-3,82	8,54*	1,26	5,61
	ST	4,24	4,61	4,34	5,26	5,04	5,77	7,53
	T	7,42	5,43	-2,50	-0,73	1,70	0,22	0,74
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	19,61***	17,00***	-14,94***	-5,96	7,18	0,29	5,03
	ST	4,24	4,61	4,34	5,26	5,04	5,77	7,53
	T	4,62	3,69	-3,44	-1,13	1,43	0,05	0,67
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-1,02	1,83	-17,01***	-5,43	3,81	-0,83	5,07
	ST	4,04	4,53	4,06	5,12	5,41	6,35	4,41
	T	-0,25	0,40	-4,19	-1,06	0,70	-0,13	1,15

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



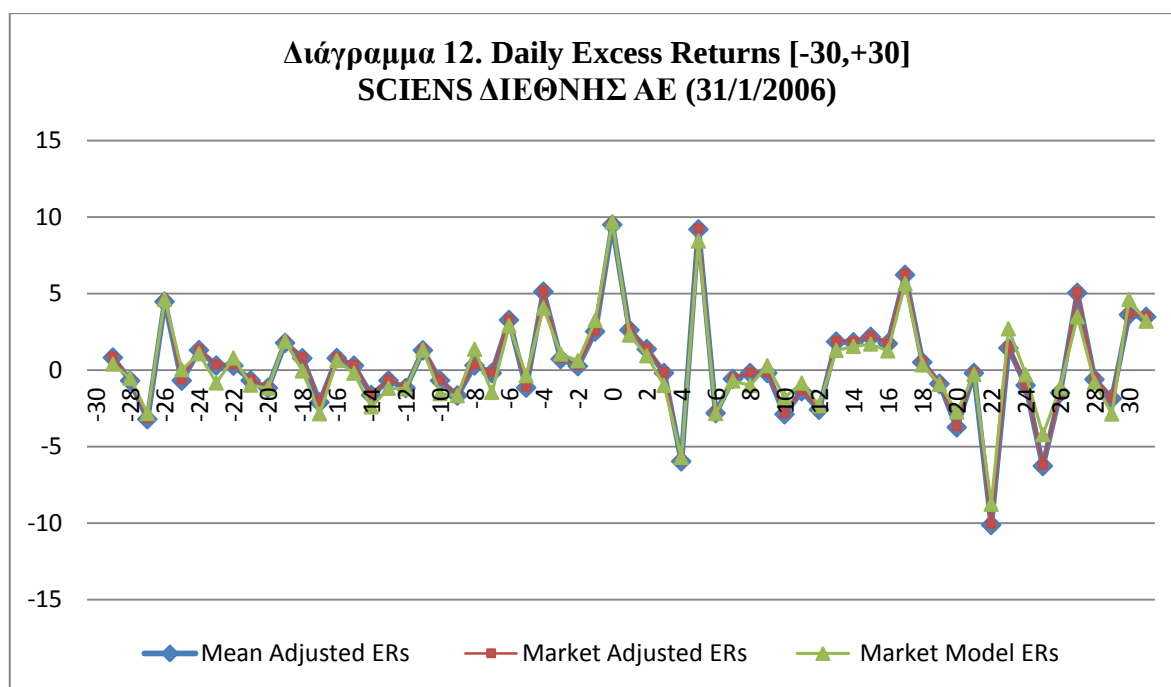
Η εταιρεία ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ, εμφανίζει σημαντικές υπερβάλλουσες ημερήσιες αποδόσεις την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αυτό μεταφράζεται και σε αυξημένες, θετικές και στατιστικά σημαντικές CARs, για όλα τα επιμέρους διαστήματα μελέτης, ανεξαρτήτως μεθόδου υπολογισμού.

Πίνακας 11. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ (30/1/2006)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	21,15***	48,83***	36,80***	38,36***	30,23***	28,04***	16,89***
	ST	4,94	4,92	4,67	4,45	4,68	3,22	4,55
	T	4,28	9,92	7,88	8,63	6,46	8,71	3,71
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	31,92***	56,07***	40,51***	40,30***	31,47***	28,92***	17,42***
	ST	4,94	4,92	4,67	4,45	4,68	3,22	4,55
	T	6,46	11,39	8,67	9,07	6,72	8,98	3,83
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	7,57*	31,14***	30,50***	35,22***	29,30***	28,40***	17,70**
	ST	4,41	4,71	4,58	4,55	5,20	2,87	7,88
	T	1,72	6,61	6,66	7,74	5,63	9,89	2,25

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



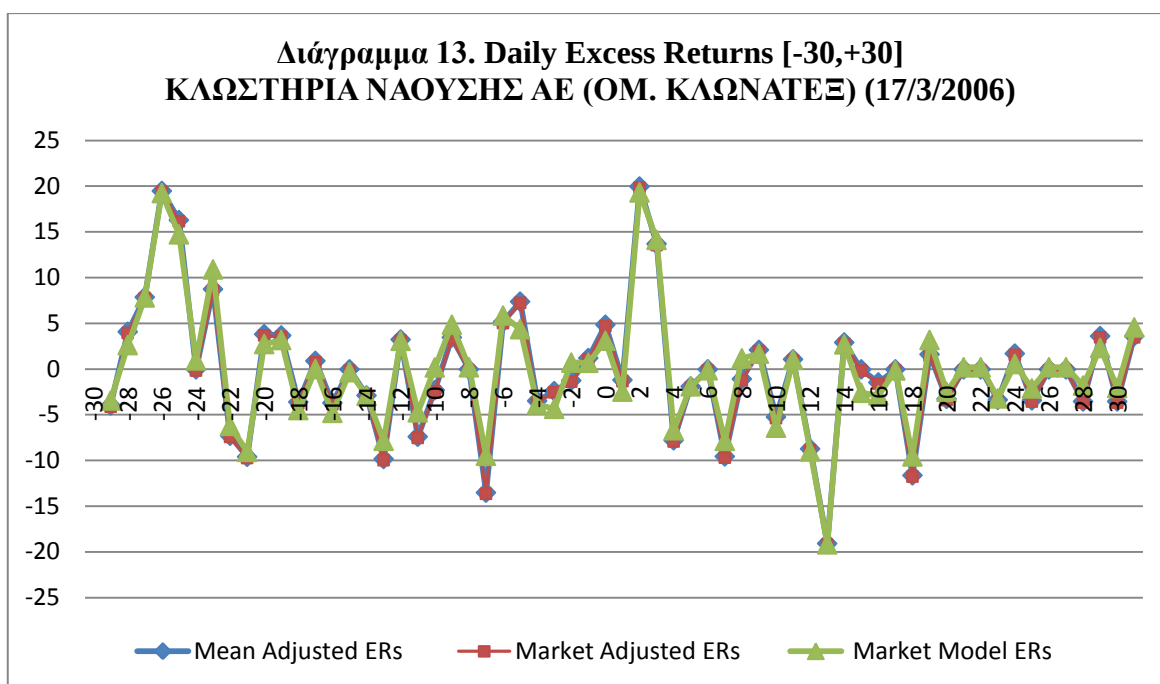
Στην περίπτωση της SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕ, προκύπτουν ιδιαίτερα υψηλές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για όλα τα επιμέρους διαστήματα της περιόδου μελέτης, και είναι στατιστικά σημαντικές. Τα αποτελέσματα είναι κοινά και για τις τρεις μεθόδους, υποδεικνύοντας ταυτόσημες τάσεις Μετοχής και ΓΔ.

Πίνακας 12. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕ (31/1/2006)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	15,70***	22,87***	17,52***	22,26***	10,06**	15,77***	13,46***
	ST	3,19	3,01	3,68	4,63	4,59	3,72	4,38
	T	4,93	7,59	4,76	4,80	2,19	4,24	3,07
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	19,49***	25,42***	18,82***	22,94***	10,49**	16,08***	13,65***
	ST	3,19	3,01	3,68	4,63	4,59	3,72	4,38
	T	6,12	8,44	5,12	4,95	2,29	4,32	3,12
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	13,25***	17,01***	17,30***	20,67***	10,01**	15,11***	12,88***
	ST	2,97	2,89	3,52	4,49	4,65	4,04	0,68
	T	4,46	5,89	4,92	4,60	2,15	3,74	18,92

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



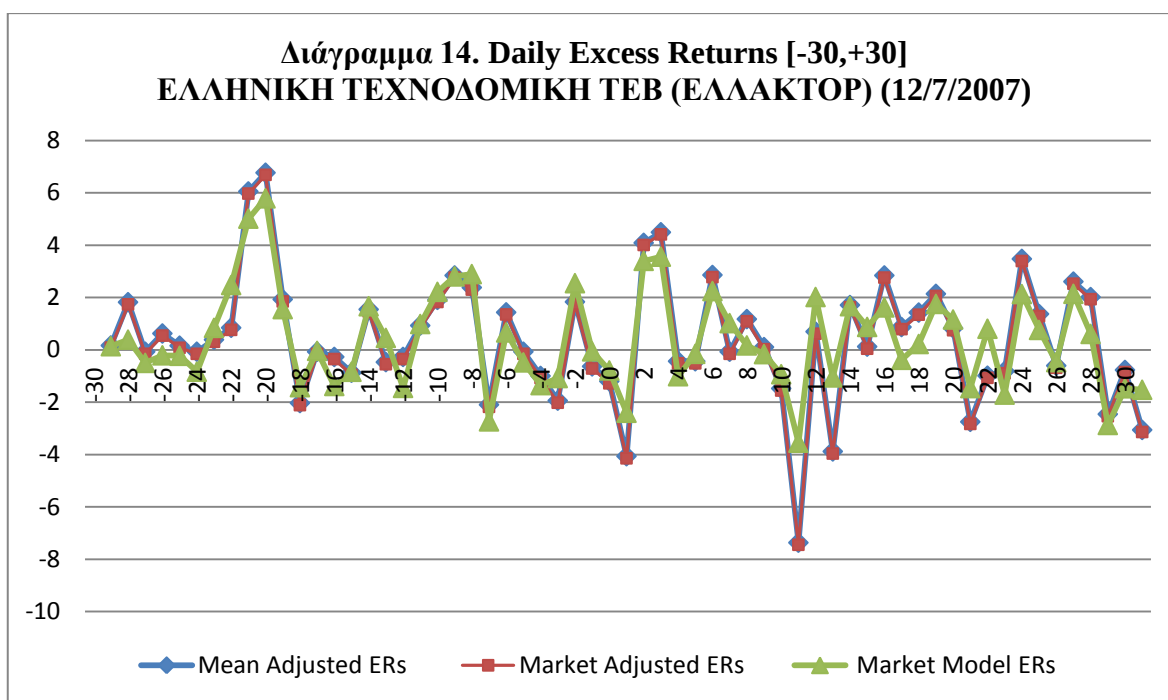
Στην περίπτωση ανακοίνωσης εξαγοράς της FANCO ΑΕ από την ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ, εντοπίζονται σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις στο διάστημα (-5,+5) γύρω από την ανακοίνωση. Στη συνέχεια όμως προκύπτει ότι τα δεδομένα αντιστρέφονται με τη μετοχή να καταγράφει σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -50% στο διάστημα (-20,+20) ημερών.

2006		Πίνακας 13. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30]						
Μέθοδος		ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ (ΟΜ. ΚΛΩΝΑΤΕΞ) (17/3/2006)						
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-16,68**	-50,77***	11,15	21,53***	29,40***	38,46***	23,59**
	ST	7,03	6,80	7,39	8,09	9,58	8,89	10,90
	T	-2,37	-7,46	1,51	2,66	3,07	4,33	2,16
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-24,68***	-56,15***	8,40	20,09**	28,48***	37,81***	23,19**
	ST	7,03	6,80	7,39	8,09	9,58	8,89	10,90
	T	-3,51	-8,25	1,14	2,48	2,97	4,25	2,13
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-5,85	-44,82***	13,76**	18,47**	28,73***	34,73***	19,93***
	ST	6,64	6,39	6,85	8,00	9,27	9,32	5,36
	T	-0,88	-7,02	2,01	2,31	3,10	3,73	3,72

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



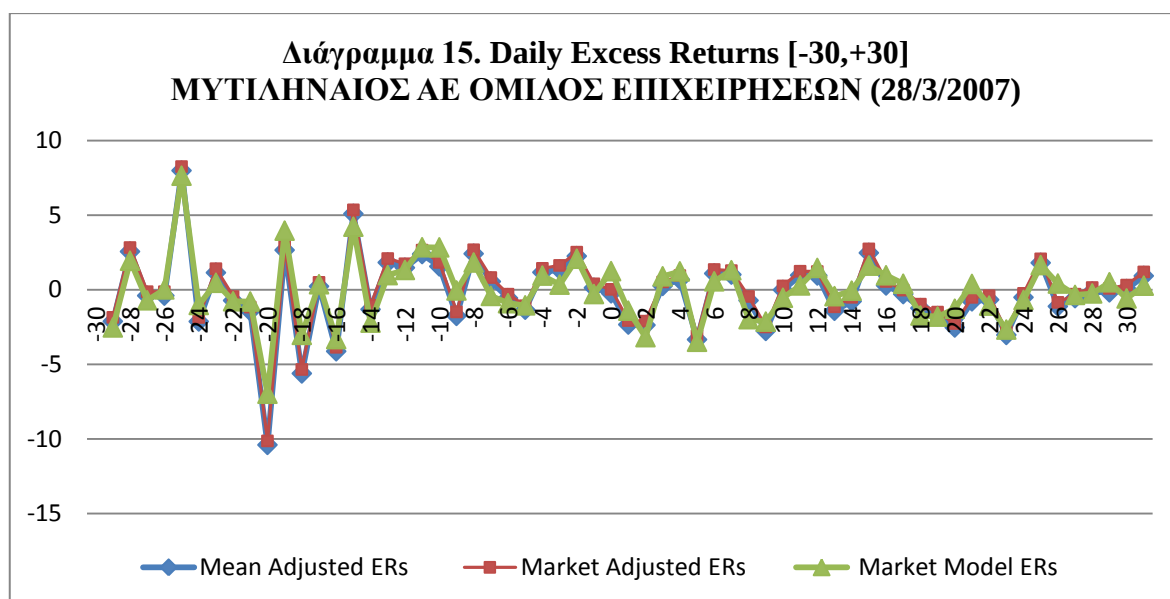
Το Διάγραμμα και ο Πίνακας 14 παρουσιάζουν την εικόνα μη αναμενόμενων αποδόσεων της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. Οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις της περιόδου (-30,+30) είναι θετικές, της τάξης του 20% και είναι στατιστικά σημαντικές. Συνολικά, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της περιόδου, βελτιώνουν σημαντικά τη θέση των μετόχων.

		Πίνακας 14. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30]						
Μέθοδος		ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ (ΟΜΙΛΟΣ ΕΛΛΑΚΤΟΡ) (12/2/07)						
		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean	CARs	24,11***	6,68***	0,39	3,55	4,07	2,68	-1,18
Adjusted	ST	2,34	2,27	2,74	2,66	3,07	3,67	4,13
	T	10,31	2,94	0,14	1,33	1,33	0,73	-0,29
Markets		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
mean	CARs	19,22***	3,40	-1,30	2,67	3,51	2,27	-1,42
Adjusted	ST	2,34	2,27	2,74	2,66	3,07	3,67	4,13
	T	8,22	1,49	-0,47	1,00	1,14	0,62	-0,34
Market		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Regression	CARs	24,00***	12,74***	4,59**	4,90**	5,24**	3,70	0,20
Model	ST	1,85	1,71	2,05	2,10	2,39	2,64	0,61
	T	12,98	7,44	2,24	2,34	2,20	1,40	0,33

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



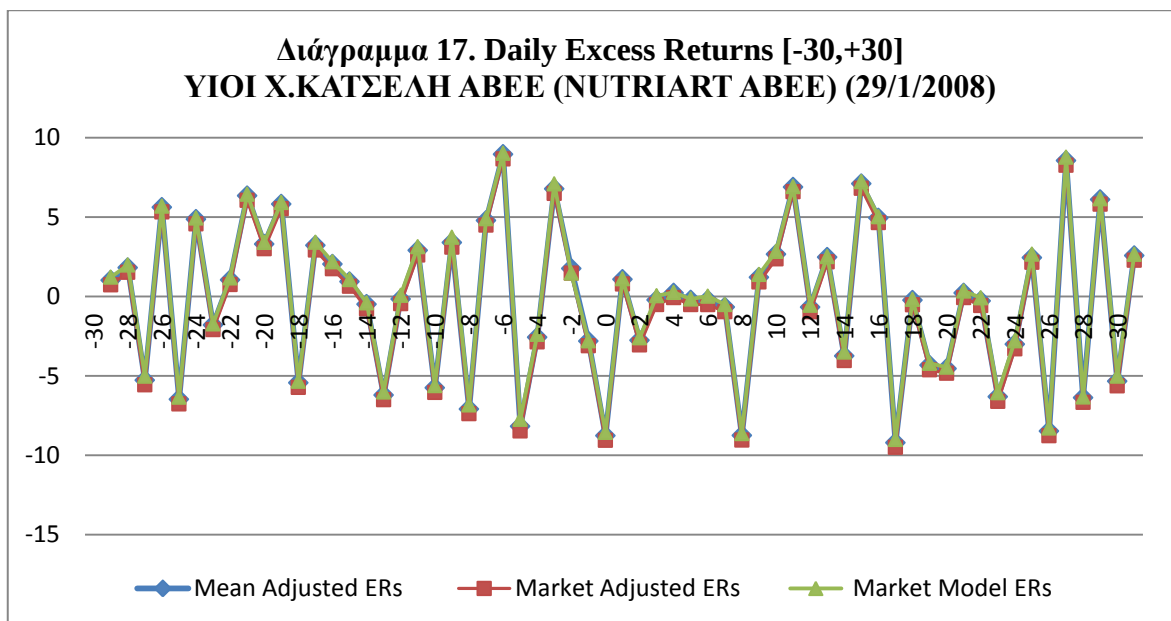
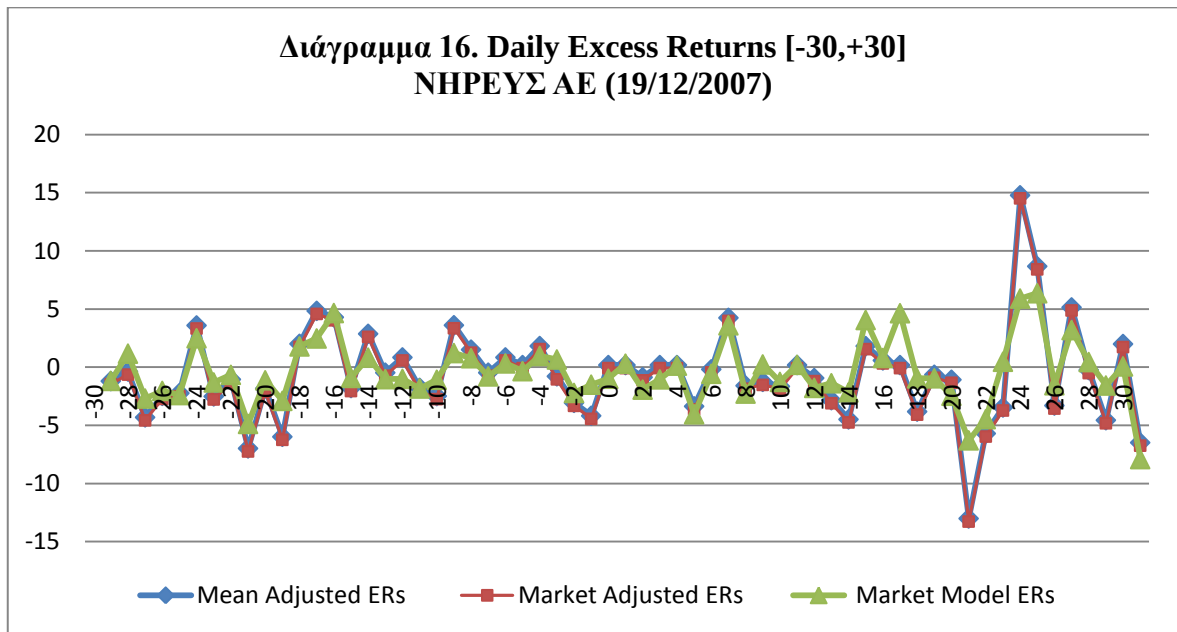
Από το Διάγραμμα 15 και τον Πίνακα 15, φαίνεται ότι η μετοχή της εταιρείας ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ παρουσιάζει υψηλές υπερβάλλουσες αποδόσεις εντός 30 ημερών πριν την ανακοίνωση. Οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις της περιόδου εξέτασης είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές σύμφωνα με τα μοντέλα Mean Adjusted και Market Regression Model, ενώ είναι θετικές αλλά όχι σημαντικές σύμφωνα με το Market Mean Adjusted Model.

Πίνακας 15. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (28/3/2007)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-14,07***	-4,66**	-3,65**	-1,40	-1,66	-4,58***	-4,96***
	ST	2,50	2,07	1,63	1,79	1,65	1,33	1,22
	T	-5,62	-2,25	-2,24	-0,78	-1,01	-3,45	-4,07
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	2,19	6,27***	1,95	1,53	0,21	-3,25**	-4,16***
	ST	2,50	2,07	1,63	1,79	1,65	1,33	1,22
	T	0,87	3,03	1,20	0,86	0,12	-2,45	-3,41
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-2,89	2,67	-4,79***	-1,10	0,55	-2,75	-3,35*
	ST	2,14	1,88	1,56	1,84	1,84	1,80	1,94
	T	-1,35	1,42	-3,07	-0,60	0,30	-1,52	-1,72

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



Τέλος, για τις περιπτώσεις του Υπερκλάδου Τροφίμων και Ποτών, παρατηρούμε ότι οι εταιρείες ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ και ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ έχουν χαμηλές υπερβάλλουσες αποδόσεις τις 5 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Παράλληλα καταγράφουν μεγάλες και σημαντικές απώλειες σωρευτικά σε όλη την περίοδο (-30, +30) (Πίνακες 16 & 17).

Πίνακας 16. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] NHPEYΣ AE (12/12/2007)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-38,42***	-25,99***	-4,20**	-9,84***	-7,35***	-4,48**	-0,49
	ST	3,93	3,12	2,04	1,85	1,82	1,89	0,61
	T	-9,78	-8,34	-2,06	-5,33	-4,03	-2,37	-0,81
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-54,35***	-36,69***	-9,68***	-12,71***	-9,18***	-5,78***	-1,27**
	ST	3,93	3,12	2,04	1,85	1,82	1,89	0,61
	T	-13,83	-11,77	-4,75	-6,88	-5,03	-3,06	-2,09
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-25,39***	-13,82***	-8,42***	-10,17***	-7,20***	-5,13***	-2,60
	ST	2,62	2,19	1,59	1,47	0,96	0,84	2,95
	T	-9,68	-6,30	-5,30	-6,91	-7,48	-6,13	-0,88

Πίνακας 17. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ ABEE (NUTRIART ABEE) (29/1/2008)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-15,63***	-15,87***	-4,64	-7,79**	-11,53***	-13,50***	-10,46**
	ST	4,81	4,71	5,06	3,79	3,60	3,78	4,96
	T	-3,25	-3,37	-0,92	-2,05	-3,20	-3,57	-2,11
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-33,37***	-27,79***	-10,75**	-10,99***	-13,57***	-14,95***	-11,33**
	ST	4,81	4,71	5,06	3,79	3,60	3,78	4,96
	T	-6,94	-5,90	-2,12	-2,90	-3,77	-3,95	-2,28
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-6,72	-10,03**	-1,54	-6,56*	-11,10***	-12,81***	-10,06*
	ST	4,78	4,68	5,03	3,79	3,51	3,75	5,32
	T	-1,41	-2,14	-0,31	-1,73	-3,16	-3,42	-1,89

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.

Λαμβάνοντας υπόψη τους Πίνακες των περιπτώσεων εξαγορών της πρώτης υποομάδας (δηλαδή τους Πίνακες 3 έως 17), διαπιστώνουμε ότι ενώ υπάρχουν επιμέρους διαφοροποιήσεις μεταξύ των εξαγορών και των μεθόδων υπολογισμού, παρατηρείται μια τάση στις αποδόσεις των μετοχών. Αυτή η τάση συνίσταται κυρίως στην ύπαρξη στατιστικά σημαντικών αρνητικών CARs στο διάστημα $(-5,+5)$ ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς, που φθίνουν τόσο σε ένταση όσο και σημαντικότητα, όσο μικραίνει το διάστημα υπολογισμού. Το φαινόμενο είναι δυνατόν να οφείλεται στο ότι η πρόταση εξαγοράς γίνεται με προσφορά μετοχών, γεγονός που στη βιβλιογραφία συνδέεται με υποαποδόσεις, λόγω της υποτίμησης εκ μέρους των επενδυτών.

Η εικόνα αυτή διατηρείται έως τα τέλη του 2005, οπότε και οι CARs στις περιπτώσεις εξαγορών για το 2006 (Πίνακες 11 έως 14) είναι μάλλον θετικές και σημαντικές, ειδικά για τα διαστήματα $(-10, +10)$ και $(-5, +5)$ διατηρώντας την ίδια τάση μείωσης κατά τον περιορισμό του διαστήματος υπολογισμού. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι η ελληνική χρηματαγορά βρίσκεται εκείνη την περίοδο στην καλύτερη ψυχολογία της δεκαετίας, γεγονός που αποτυπώνεται και στον αριθμό των Σ&Ε που ανακοινώνονται και πραγματοποιούνται εκείνη τη χρονιά. Άλλωστε, όπως έχει παρατηρήσει και ο Petmezas (2009), σε περιόδους γενικής ευφορίας, κάθε γεγονός, όπως η ανακοίνωση μιας εταιρικής αναδιάρθρωσης, λαμβάνεται περισσότερο θετικά, και αυτό αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής.

Στη συνέχεια, όσο απομακρυνόμαστε από την περίοδο της ευφορίας και προχωράμε προς την κρίσιμη καμπή (Πίνακες 15 έως 17), είναι εμφανές ότι οι αρνητικές, και μάλιστα σημαντικά, αποδόσεις επανέρχονται, υποδηλώνοντας ίσως ότι οι συνέργειες που αναμένεται να προκύψουν από μια επικείμενη Σ&Ε εκλαμβάνονται πλέον ως ένδειξη αδυναμίας και όχι ευρωστίας. Εξάλλου, δε θα πρέπει να παραγνωρίζεται το γεγονός ότι οι παίκτες της αγοράς, προερχόμενοι από μια περίοδο συχνών Σ&Ε, ενδεχομένως τείνουν να είναι λιγότερο επιφυλακτικοί, βιώνοντας τελικά μεγάλες απώλειες⁴⁴.

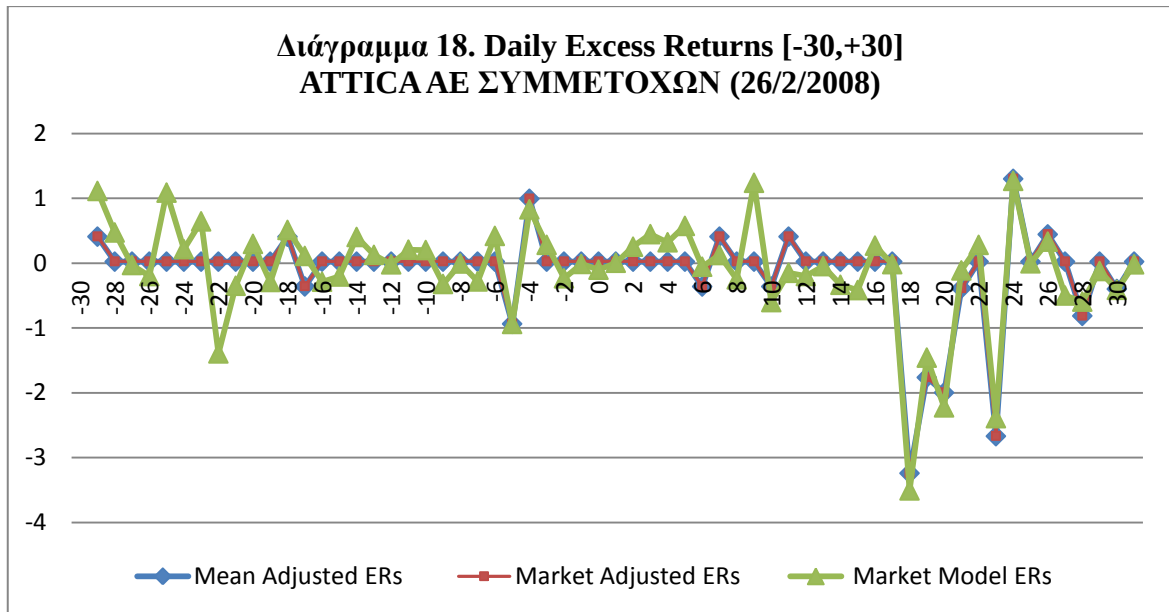
⁴⁴ βλ σχετικά Aharon et al. (2010)

5.3 Έκτακτες Αποδόσεις Β' Υποομάδας (μετά την κρίση)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που προκύπτουν για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις της Β' υποομάδας του δείγματος, εξάγεται το συμπέρασμα ότι υπάρχουν σαφείς ενδείξεις μεταστροφής του τρόπου αντίδρασης των μετοχών, πριν και μετά την κρίση.

Έτσι, παρατηρούμε ότι οι ανακοινώσεις Σ&Ε, επιφέρουν γενικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις - ημερήσιες και σωρευτικές - επιδρώντας στην πλειονότητα των περιπτώσεων θετικά στο εισόδημα των μετόχων εταιρειών που προβαίνουν σε Σ&Ε. Αξίζει να τονιστεί ότι όλες οι μέθοδοι δίνουν παρόμοια αποτελέσματα και μάλιστα στατιστικά σημαντικά. Επίσης, κοινό χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου είναι ότι οι Σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις είναι ιδιαίτερα αυξημένες για τα διαστήματα (-30, +30) ημερών, γεγονός που υποδεικνύει ότι συνεργασίες μέσω Σ&Ε αποτιμώνται θετικά, αν όχι ανακουφιστικά, από το σύνολο της Χρηματαγοράς, αποτελώντας τον κοινά αποδεκτό τρόπο επιβίωσης, εν μέσω κρίσης.

Το φαινόμενο αυτό είναι ιδιαίτερα έντονο την περίοδο 2008-2010 (Πίνακες 19, 21, 22 και 23), που η Ελλάδα βίωσε έντονα την οικονομική δυσπραγία, οπότε και παρατηρείται μια ταυτόχρονη κάμψη στις πραγματοποιούμενες Σ&Ε. Εν συνεχεία, καθώς απομακρυνόμαστε από το κρίσιμο σημείο (Πίνακες 24 και 25), παρατηρούμε μια ελαφριά διαφοροποίηση, με σημαντικές αρνητικές και θετικές ημερήσιες αποδόσεις (Διαγράμματα 24-25), που δεν υποδεικνύουν σαφή κατεύθυνση κερδών ή απωλειών. Αυτό αποτελεί ίσως μια ένδειξη της σύγχυσης που επικρατεί στην αγορά, εξαιτίας της παρατεινόμενης ύφεσης και της δυσκολίας που ανακύπτει ένεκα αυτής στην αξιολόγηση των μελλοντικών αποδόσεων μιας συγχώνευσης.



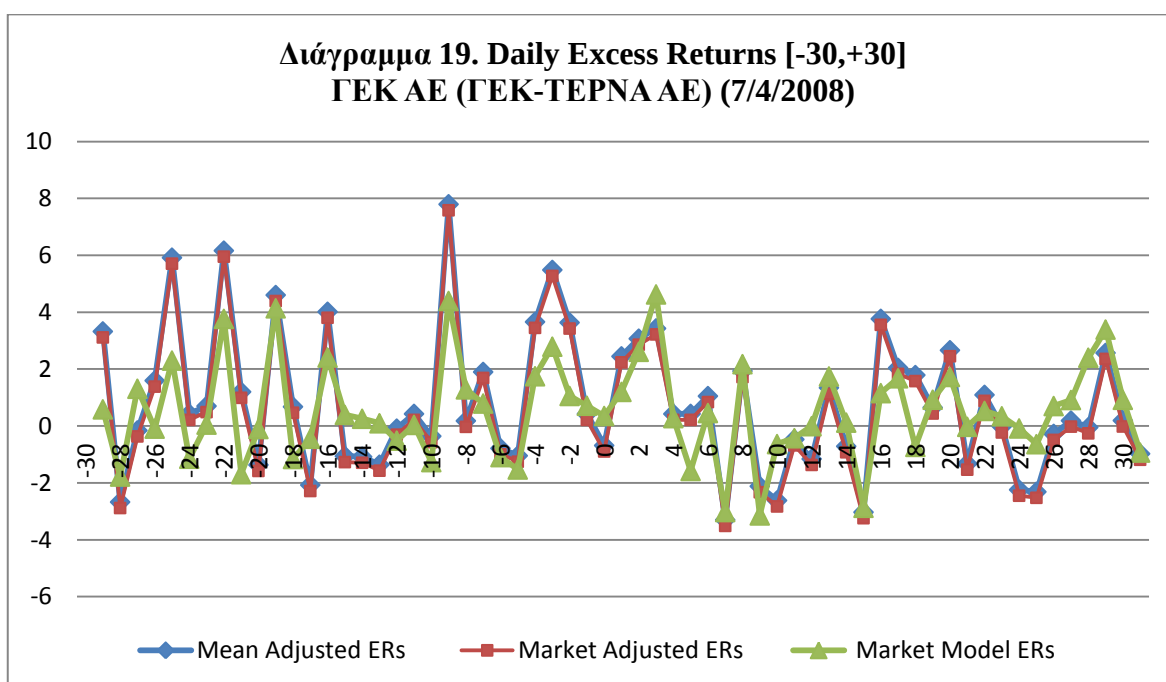
Η μετοχή της ATTICA AE ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ εμφανίζει την πιο ήπια διακύμανση στις ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες περιπτώσεις της Β' Υποομάδας, γεγονός που συνάδει με την ημερομηνία ανακοίνωσης (Φεβ 2008). Οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις είναι σχετικά χαμηλές, θετικές και σημαντικές για (-5, +5), αρνητικές και στατιστικά σημαντικές για (-20,+20), (-30,+30).

Πίνακας 18. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ATTICA AE ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (26/2/2008)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted		-7,95***	-6,54***	0,49	0,84**	0,16	0,11	0,07
	ST	0,70	0,70	0,35	0,32	0,00	0,00	0,00
	T	-11,34	-9,37	1,40	2,57	-	-	-
Markets mean Adjusted		-7,65***	-6,34***	0,59*	0,89***	0,19	0,14	0,08
	ST	0,70	0,70	0,35	0,32	0,00	0,00	0,00
	T	-10,92	-9,08	1,69	2,74	-	-	-
Market Regression Model		-6,03***	-5,73***	1,54***	2,31***	0,68***	0,59***	0,16
	ST	0,80	0,78	0,48	0,32	0,25	0,23	0,77
	T	-7,55	-7,33	3,20	7,13	2,75	2,62	0,20

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



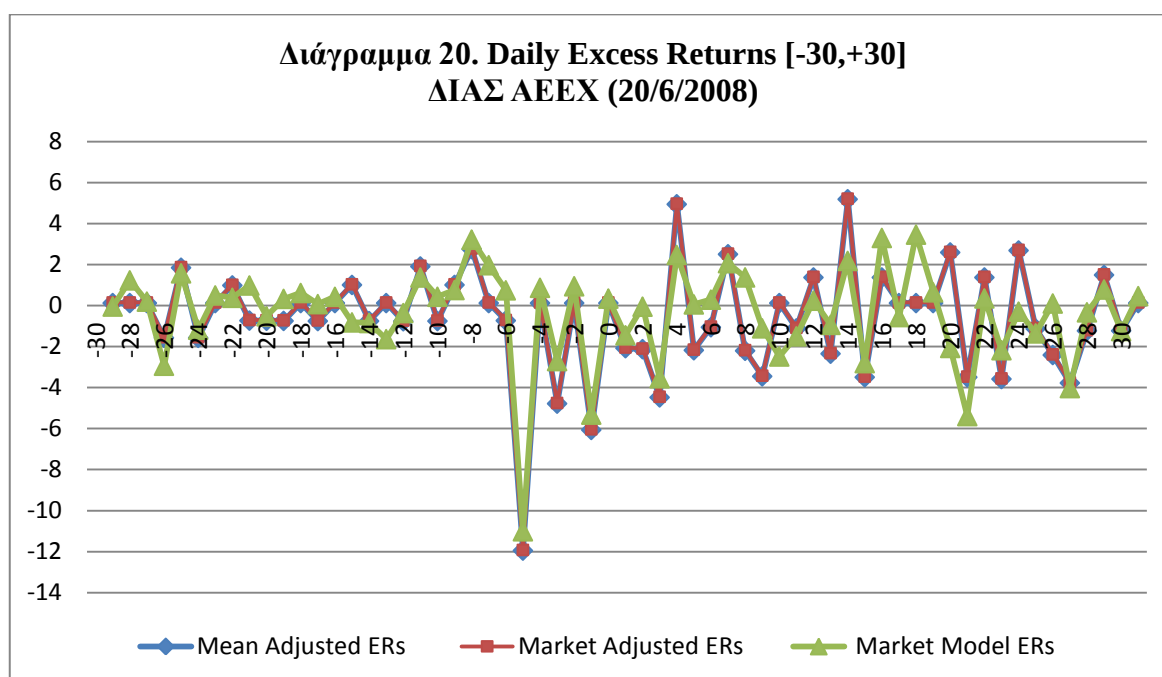
Οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για την ΓΕΚ ΑΕ προκύπτουν ιδιαίτερα αυξημένες και σημαντικά θετικές με όλες τις μεθόδους υπολογισμού. Ομοίως και οι Ημερήσιες ERs υποδηλώνουν θετική αντίδραση της αγοράς, σε μία αναμενόμενη συγχώνευση.

Πίνακας 19. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] ΓΕΚ ΑΕ (ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ ΑΕ) (7/4/2008)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	48,02***	34,67***	24,90***	23,40***	12,77***	8,70***	4,84**
	ST	2,41	2,45	2,73	1,91	1,73	1,78	2,01
	T	19,94	14,17	9,12	12,27	7,37	4,88	2,40
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	35,20***	26,05***	20,48***	21,09***	11,30***	7,65***	4,21**
	ST	2,41	2,45	2,73	1,91	1,73	1,78	2,01
	T	14,62	10,65	7,51	11,06	6,52	4,29	2,09
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	31,58***	20,79***	13,10***	14,27***	10,85***	9,51***	4,17
	ST	1,71	1,81	2,08	1,63	1,57	1,75	3,04
	T	18,51	11,51	6,30	8,76	6,93	5,44	1,37

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



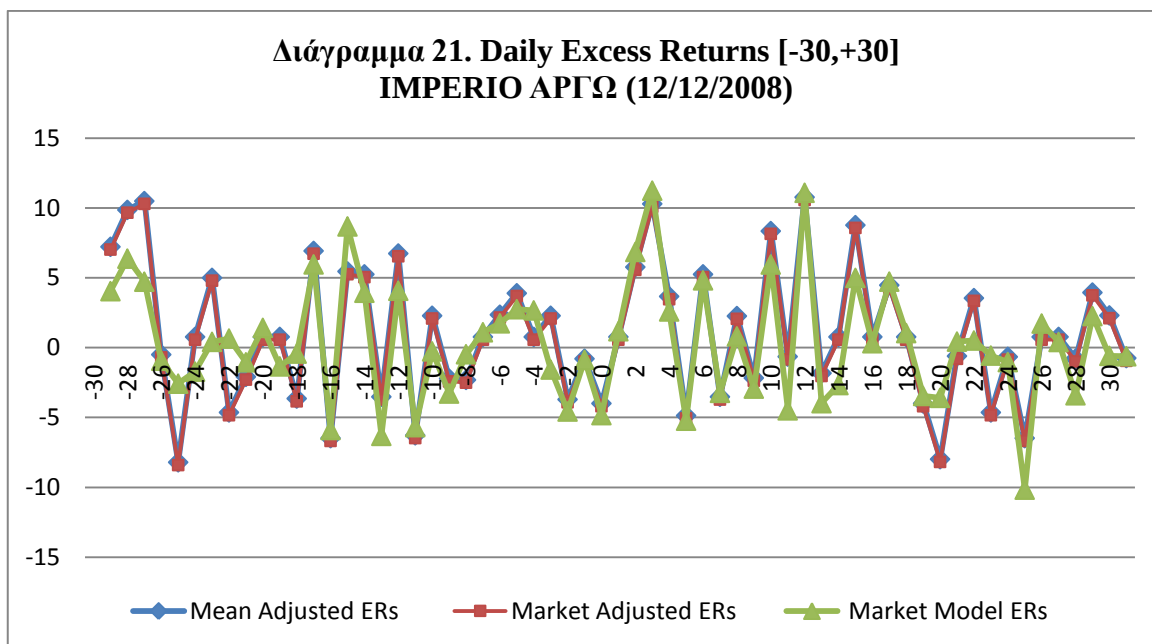
Η ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ εμφανίζει μικρές αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου εξέτασης. Σωρευτικά δίνει αυξημένες μη κανονικές αποδόσεις, αρνητικές και στατιστικά σημαντικές, σε όλα τα επιμέρους διαστήματα υπολογισμού, ανεξαρτήτως της μεθόδου.

Πίνακας 20. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30]								
ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ (20/6/2008)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted								
	CARs	-38,12***	-29,20***	-30,32***	-17,41***	-9,53**	-14,60***	-4,07***
	ST	2,60	2,95	3,54	3,02	3,58	2,39	1,28
	T	-14,68	-9,89	-8,56	-5,77	-2,66	-6,10	-3,17
Markets mean Adjusted								
	CARs	-36,15***	-27,87***	-29,64***	-17,06***	-9,31**	-14,44***	-3,97***
	ST	2,60	2,95	3,54	3,02	3,58	2,39	1,28
	T	-13,92	-9,44	-8,37	-5,65	-2,60	-6,04	-3,10
Market Regression Model								
	CARs	-23,73***	-16,26***	-13,98***	-8,06***	-6,58**	-10,00***	-1,15
	ST	2,31	2,65	3,17	2,28	2,70	2,40	1,67
	T	-10,29	-6,13	-4,41	-3,53	-2,44	-4,17	-0,69

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



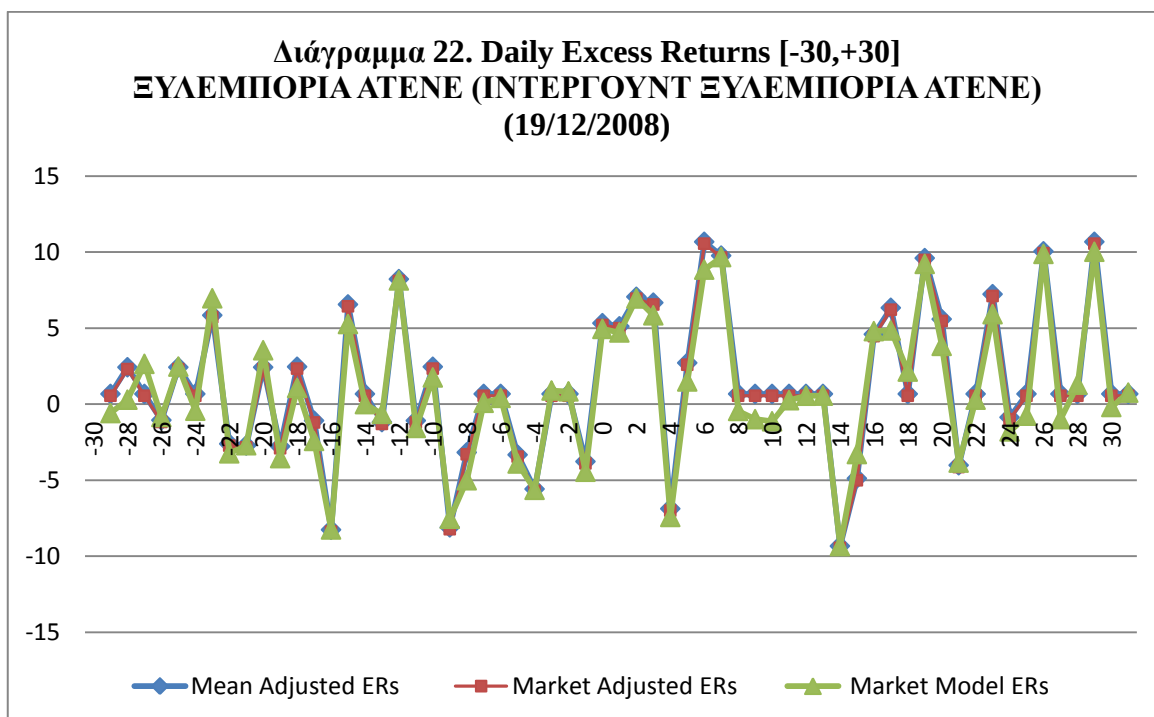
Ο Πίνακας και το Διάγραμμα 21 κρίνονται ως τα πλέον αντιπροσωπευτικά της μελετώμενης περιόδου, μετά την κρίση του 2008. Η μετοχή της IMPERIO ΑΡΓΩ παρουσιάζει μεγάλο εύρος διακύμανσης των έκτακτων αποδόσεων το υπό εξέταση διάστημα [-30,+30], με υψηλές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές σε όλα σχεδόν τα επιμέρους διαστήματα.

Πίνακας 21. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] IMPERIO ΑΡΓΩ (12/12/2008)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted								
	CARs	58,53***	41,77***	22,28***	15,47***	12,03**	12,06**	2,55
	ST	4,74	4,70	4,13	4,68	5,21	5,64	4,88
	T	12,35	8,89	5,40	3,31	2,31	2,14	0,52
Markets mean Adjusted								
	CARs	46,47***	33,66***	18,13***	13,30***	10,64**	11,07*	1,96
	ST	4,74	4,70	4,13	4,68	5,21	5,64	4,88
	T	9,80	7,16	4,39	2,84	2,04	1,96	0,40
Market Regression Model								
	CARs	21,99***	22,02***	10,32**	12,33**	11,62**	13,59**	3,21
	ST	4,22	4,59	4,36	5,22	5,88	6,36	2,25
	T	5,21	4,79	2,37	2,36	1,98	2,14	1,43

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



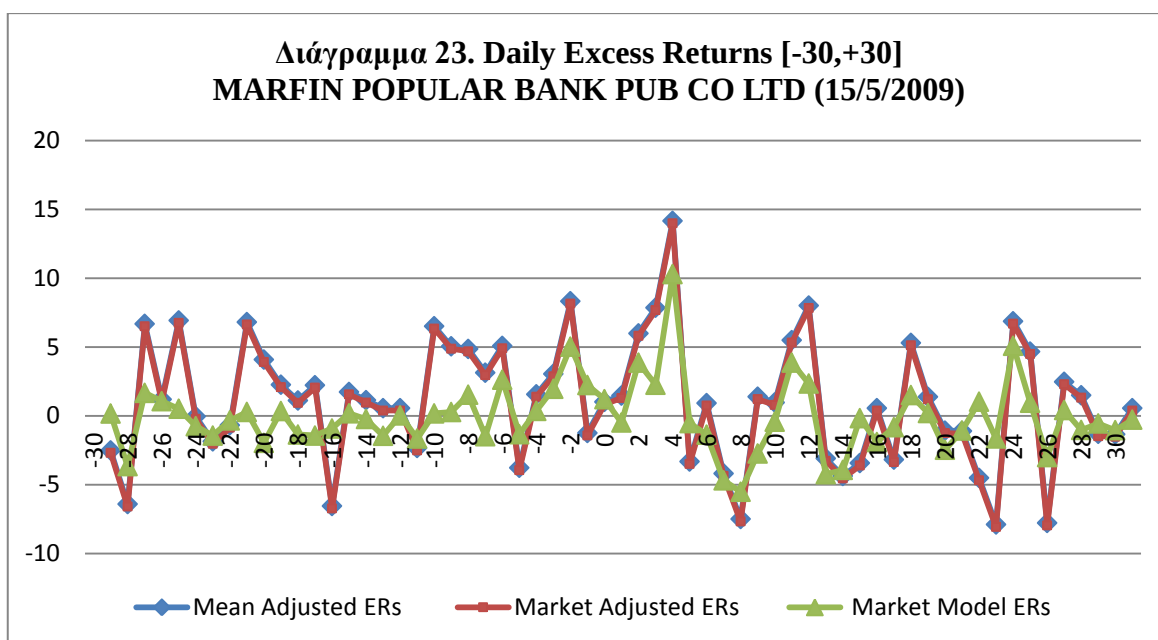
Όμοια με την προηγούμενη είναι η περίπτωση της ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ ΑΤΕΝΕ. Οι σωρευτικές αποδόσεις της μετοχής σε όλα τα διαστήματα γύρω από την εξαγορά είναι ιδιαίτερα αυξημένες (έως και +77%) σε σχέση με το αναμενόμενο, και στατιστικά σημαντικές για όλες τις μεθόδους.

Πίνακας 22. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30]								
ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ ΑΤΕΝΕ (ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ ΑΤΕΝΕ) (19/12/2008)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted								
	CARs	77,31***	37,54***	21,75***	22,61***	14,15**	20,37***	17,48***
	ST	4,66	5,07	5,13	5,63	5,51	4,47	1,06
	T	16,58	7,40	4,24	4,02	2,57	4,56	16,42
Markets mean Adjusted								
	CARs	69,90***	32,56***	19,20***	21,28***	13,30**	19,76***	17,11***
	ST	4,66	5,07	5,13	5,63	5,51	4,47	1,06
	T	14,99	6,42	3,75	3,78	2,42	4,42	16,08
Market Regression Model								
	CARs	50,08***	17,62***	8,38*	16,99***	11,40**	17,98***	16,60***
	ST	4,57	4,88	5,04	5,40	5,57	4,58	6,00
	T	10,96	3,61	1,66	3,15	2,05	3,92	2,76

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



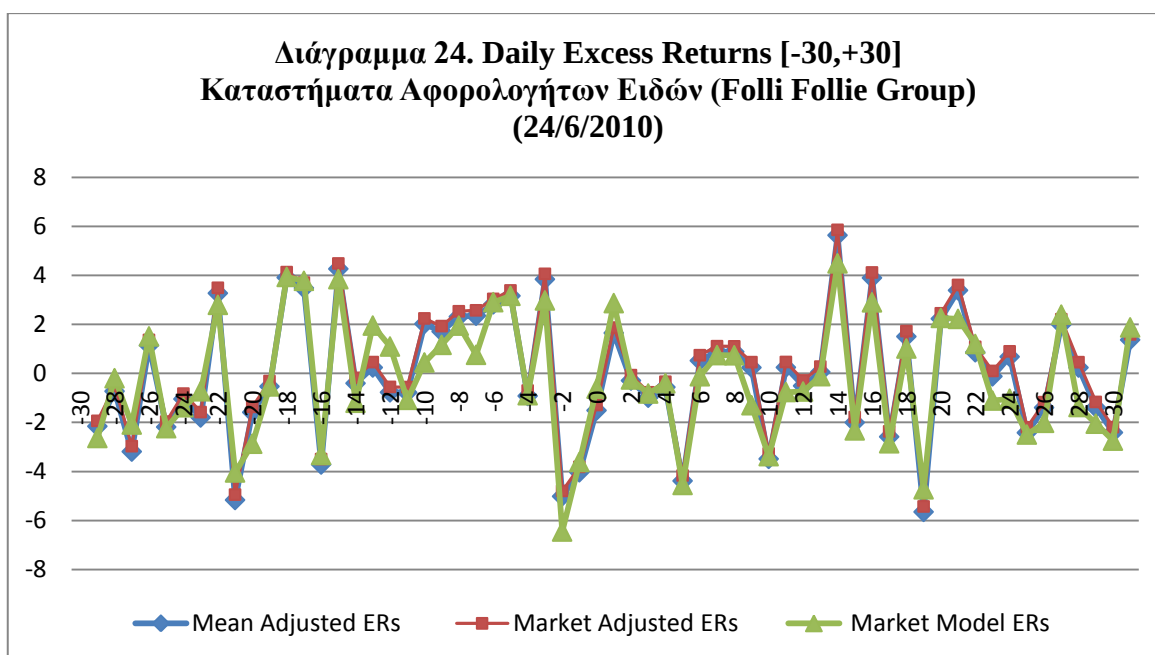
Η σωρευτική μη κανονική απόδοση της μετοχής της MARFIN POPULAR BANK PUB CO LTD είναι υψηλή, φθάνοντας τα επίπεδα του 60% το διάστημα (-30,+30) γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς, σύμφωνα με τα μοντέλα στάθμισης ως προς τη μέση απόδοση της Μετοχής και του Γενικού Δείκτη. Ωστόσο, η μέθοδος παλινδρόμησης δίνει χαμηλότερες, αλλά θετικές και σημαντικές αποδόσεις για (-10,+10) και αρνητικές σημαντικές για (-30,+30).

Πίνακας 23. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] MARFIN POPULAR BANK PUB CO LTD (15/5/2009)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	63,94***	56,50***	50,29***	39,77***	37,56***	15,08***	8,47***
	ST	4,51	4,41	4,90	5,02	5,33	3,77	2,75
	T	14,18	12,82	10,26	7,93	7,05	4,00	3,08
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	53,35***	49,38***	46,65***	37,86***	36,34***	14,21***	7,95***
	ST	4,51	4,41	4,90	5,02	5,33	3,77	2,75
	T	11,83	11,20	9,52	7,55	6,82	3,77	2,89
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-4,27*	0,18	16,99***	24,85***	24,41***	9,09***	4,60***
	ST	2,52	2,81	3,45	3,29	3,48	1,60	1,43
	T	-1,69	0,07	4,92	7,56	7,01	5,69	3,22

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



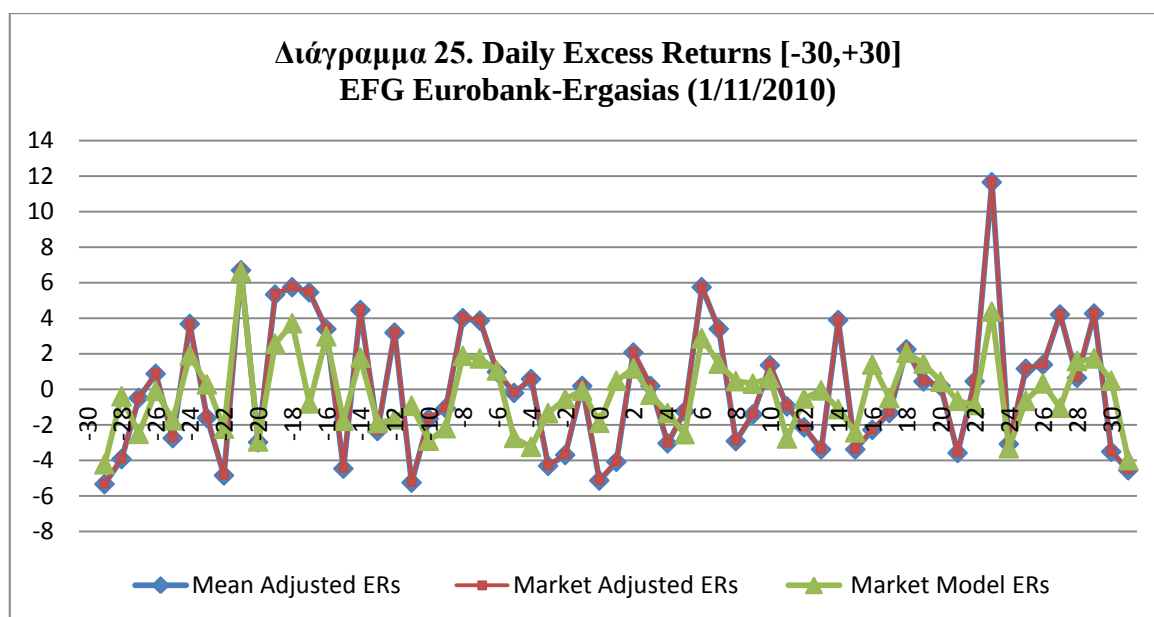
Αναφορικά με την ΚΑΕ, παρατηρούμε ότι οι έκτακτες αποδόσεις συμβαδίζουν με μικρές αποκλίσεις για τα τρία μοντέλα υπολογισμού, με τα οποία διαπιστώνεται σαφής τάση αρνητικών σωρευτικών CARs έως και 11 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση και θετικών στο (-20,+20).. Οι επιμέρους διαφοροποιήσεις των μεθόδων μεταφράζονται σε αντίρροπα αποτελέσματα για το διάστημα (-30,+30).

Πίνακας 24. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών (Folli Follie Group) (24/6/2010)								
Μέθοδος		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
Mean Adjusted								
	CARs	-2,97	13,08***	-0,59	-11,71***	-10,76***	-5,18**	-0,16
	ST	2,55	2,73	2,53	2,65	2,28	2,06	1,59
	T	-1,16	4,79	-0,23	-4,41	-4,71	-2,52	-0,10
Markets mean Adjusted								
	CARs	10,50***	22,13***	4,05	-9,28***	-9,21***	-4,08**	0,51
	ST	2,55	2,73	2,53	2,65	2,28	2,06	1,59
	T	4,12	8,11	1,60	-3,50	-4,04	-1,98	0,32
Market Regression Model								
	CARs	-14,05***	5,16**	-5,88**	-11,87***	-9,29***	-2,44	2,00*
	ST	2,45	2,61	2,57	2,86	2,94	2,30	1,18
	T	-5,73	1,98	-2,29	-4,15	-3,16	-1,06	1,69

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.



Η τάση του 2011, επιβεβαιώνεται και στην περίπτωση της EFG Eurobank-Ergasias με αυξημένη διαφοροποίηση στις ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις και σημαντικές αρνητικές CARs στα επιμέρους διαστήματα (-5,+5) και (-10,+10). Η μέθοδος παλινδρόμησης προσφέρει αρνητικές αποδόσεις έως -12% για το διάστημα (-30,+30).

Πίνακας 25. Cumulative Abnormal Returns [-30,+30] EFG Eurobank-Ergasias (1/11/2010)								
Μέθοδος								
Mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	0,70	-1,21	-5,71*	-12,73***	-13,51***	-6,77**	-7,15*
	ST	3,65	3,31	3,00	3,30	2,71	3,09	3,89
	T	0,19	-0,37	-1,90	-3,86	-4,98	-2,19	-1,84
Markets mean Adjusted		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	3,19	0,47	-4,85	-12,28***	-13,22***	-6,57**	-7,02*
	ST	3,65	3,31	3,00	3,30	2,71	3,09	3,89
	T	0,87	0,14	-1,62	-3,72	-4,87	-2,13	-1,81
Market Regression Model		(-30,+30)	(-20,+20)	(-10,+10)	(-5,+5)	(-3,+3)	(-2,+2)	(-1,+1)
	CARs	-12,33***	-5,69***	-6,85***	-6,71***	-2,49**	-0,61	-0,23
	ST	2,13	1,82	1,77	1,74	1,04	1,14	0,61
	T	-5,78	-3,13	-3,88	-3,87	-2,40	-0,53	-0,37

* Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 10%.

** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 5%.

*** Υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα στο 1%.

5.4 Άλλες ομαδοποιήσεις

Πέραν των ανωτέρω, ενδιαφέρον παρουσιάζει η περαιτέρω ομαδοποίηση και σύγκριση μεταξύ συγχωνεύσεων στον ίδιο κλάδο (ή υπερκλάδο). Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 2 και τον Πίνακα 1, ένα σημαντικό μέρος των συγχωνεύσεων του δείγματος αφορά τον κλάδο των Τραπεζών (31%) και τον κλάδο των Κατασκευών (22%). Επικεντρώνουμε στους υπόψη κλάδους καθώς περιλαμβάνουν ικανό αριθμό συγχωνεύσεων (7 και 5 αντίστοιχα), ώστε να ερευνηθεί τυχόν διαφοροποιημένη αντίδραση πριν και μετά την κρίση.

Καταρχήν, στον κλάδο των Τραπεζών (Πίνακες 5, 6, 7, 8, 9, 23, 25), ο οποίος ήδη αποτελεί τον σημαντικότερο κλάδο εταιρικών αναδιαρθρώσεων για το έτος 2012 στην Ελλάδα, παρατηρούμε ότι το ομαδοποιημένο δείγμα μας αποτελείται από 5 Σ&Ε που ανακοινώθηκαν πολύ πριν την υπόνοια της κρίσης (2004-2005), σε ένα μάλλον θετικό κλίμα, και μόλις 2 ανακοινώσεις μετά το 2008. Αναμένουμε ότι οι τελευταίες 2 ανακοινώσεις θα είναι επηρεασμένες από την οικονομική συγκυρία. Πράγματι, οι ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι μεγάλες και σημαντικές, ενισχύοντας την πεποίθηση ότι στη μετά κρίση περίοδο, οι Σ&Ε είναι ένα μέσο ενίσχυσης της θέσης, ειδικά στον τραπεζικό κλάδο. Οι στατιστικά σημαντικές ελαφρώς αρνητικές CARs της EFG Eurobank-Ergasias, αποδίδονται στο premium που επρόκειτο να καταβληθεί για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Εξετάζοντας τον ίδιο κλάδο πριν την κρίση (Πίνακες & Διαγράμματα 5 έως 9), δεν διακρίνουμε κάποια ιδιαίτερη τάση. Οι CARs γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης είναι σημαντικές αλλά γενικά χαμηλές, ενώ και οι ημερήσιες ERs κινούνται σε χαμηλά επίπεδα, συνιστώντας ένδειξη ήρεμης και καλά πληροφορημένης αγοράς.

Όσον αφορά στον Υπερκλάδο των Κατασκευών, τα δεδομένα είναι κάπως σαφέστερα. Έτσι στην μετά κρίσης εποχή (Πίνακες & Διαγράμματα 19 και 22) παρατηρούνται ισχυρές θετικές CARs σε όλο το υπό διερεύνηση διάστημα των [-30,+30] ημερών, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ότι το επενδυτικό κοινό του υπόψη κλάδου εκλαμβάνει θετικά την αναδιάρθρωση με στόχο τη βιωσιμότητα. Για την περίοδο πριν την κρίση (Πίνακες-Διαγράμματα 4, 10, 14), ο εν λόγω Κλάδος στο ενδεχόμενο Σ&Ε εμφανίζει σημαντικές αρνητικές μη αναμενόμενες αποδόσεις, οι οποίες όμως αμβλύνονται όσο πλησιάζουμε προς το 2008. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι στο "εύρωστο" διάστημα έντονης κατασκευαστικής δραστηριότητας στην Ελλάδα (2003-2005), η πρόθεση για συγχώνευση

λαμβάνεται μάλλον ως αδυναμία της εξαγοράζουσας σε σύγκριση με τον ανταγωνισμό. Αντίθετα, μετά το 2006 οπότε η κατασκευαστική δραστηριότητα φθίνει - ειδικά συγκρινόμενη με την περίοδο 2003-2005 - οι επενδυτές αντιλαμβάνονται διαφορετικά τις δυνατότητες μελλοντικών αποδόσεων μιας συνέργειας.

Κλείνοντας την ενότητα αυτή, θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα από τα αποτελέσματα των δύο κύριων υποομάδων Α' και Β', καθώς και από τη συγκριτική ανάλυση των επιμέρους ομαδοποιήσεων, δεν προκύπτουν σαφείς ενδείξεις ισχυρής διαφοροποίησης στις μέσες Σωρευτικές Αποδόσεις που προκύπτουν γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, πριν και μετά την οικονομική Κρίση. Η τάση υψηλών θετικών σωρευτικών αποδόσεων, στατιστικά σημαντικών, που καταγράφεται μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, επικεντρώνεται στην περίοδο 2008-2009, είναι συναφής με τον περιορισμένο αριθμό των ανακοινώσεων Σ&Ε εκείνη την περίοδο (περιορισμένο στατιστικό δείγμα) και δε φαίνεται να διατηρείται στη συνέχεια. Βέβαια, η διεθνής οικονομική κρίση, μέσω της ύφεσης και της μειωμένης ρευστότητας που έχουν αναντίρρηση πλήξει τις ελληνικές και ξένες επιχειρήσεις, επηρεάζει αναπόφευκτα και την αντίδραση του συνόλου της Χρηματαγοράς στην αποδέσμευση της πληροφορίας που συνοδεύει την ανακοίνωση πρόθεσης συγχώνευσης. Ωστόσο, αυτό που αλλάζει πριν και μετά την κρίση, δεν είναι τόσο οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν για τους μετόχους - αν και κατά περίπτωση τέτοιες ανακοινώσεις μπορεί να αποδειχθούν εξαιρετικά επωφελείς ή επιζήμιες. Κατά κύριο λόγο όμως, η βασική διαφοροποίηση έγκειται στον τρόπο και την ένταση με την οποία η χρηματαγορά αντιδρά σε επικείμενες Σ&Ε. Η έρευνά μας παρέχει ισχυρές ενδείξεις ότι στις περιπτώσεις Σ&Ε που ανακοινώνονται μετά την κρίση, η σύγχυση της Αγοράς ενσωματώνεται στις ημερήσιες αποδόσεις της εταιρείας-αγοραστή, οι οποίες εμφανίζουν έτσι πολύ μεγαλύτερο εύρος διακύμανσης θετικών-αρνητικών μη αναμενόμενων τιμών στο διάστημα εξέτασης. Τα αποτελέσματα είναι συμβατά με τα συμπεράσματα της διεθνούς αρθρογραφίας, καθώς διαπιστώνεται ότι όλες οι συνιστώσες αντιδράσεων (υπερβολική, μετριοπαθής και υποτονική) συνυπάρχουν στην ελληνική Αγορά ανεξαρτήτως της περιόδου μελέτης, και το ποιά από αυτές θα επικρατήσει εξαρτάται από το ευρύτερο οικονομικό, κοινωνικό και ψυχολογικό πλαίσιο που οι συνθήκες έχουν διαμορφώσει.

Κεφάλαιο 6. Περιορισμοί - Μελλοντική Έρευνα

Με βάση τα ανωτέρω αποτελέσματα, καθίσταται σαφές ότι η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει αναμφισβήτητα επηρεαστεί από την κρίση που έπληξε την παγκόσμια οικονομία το 2008. Σαφώς έχει πληγεί ο τομέας των εταιρικών αποδόσεων, οι οποίες αναμένεται διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα όσο η κρίση βαθαίνει, χωρίς να υπάρχουν σημάδια ανάκαμψης. Κατά όμοιο τρόπο, η αγορά, έχοντας υποστεί το ταρακούνημα του φαύλου κύκλου της ύφεσης-οικονομικής αστοχίας, δείχνει αρκετά επιφυλακτική στην εκτίμηση των οικονομικών γεγονότων - μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται οι Σ&Ε. Το φαινόμενο αυτό αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτού που ορίζουμε ως Εμφωλευμένα Γεγονότα, δηλαδή γεγονότα που λαμβάνουν χώρα μέσα σε ένα γενικότερο οικονομικό κλίμα, όπως έχει διαμορφωθεί από ευρύτερης έκτασης και επίδρασης γεγονότα.

Σε αυτό ακριβώς το πλαίσιο, η μελέτη μας εντοπίζει ισχυρές ενδείξεις ότι υπάρχει διαφοροποίηση στις περιπτώσεις ανακοίνωσης Σ&Ε πριν και μετά την κρίση. Η διαφοροποίηση αυτή, ωστόσο, κρίνεται ουσιαστική και όχι τυπική, και συνίσταται στην μεγάλη διακύμανση θετικών-αρνητικών έκτακτων αποδόσεων, γύρω από την ημερομηνία της εξαγοράς, για τη μετοχή της εταιρείας που την ανακοινώνει. Παρόλα αυτά, δεν εντοπίζονται ισχυρές ενδείξεις ότι η οικονομική θέση των μετόχων αυτών των εταιρειών βελτιώνεται ή χειροτερεύει δραστικά σε σχέση με πριν την κρίση. Η διαπίστωση αυτή συνάδει με τα ευρήματα των Fama et al. (1998), που υποστηρίζουν ότι η υπερβολική αντίδραση μέρους της χρηματαγοράς συνήθως συνυπάρχει με την ελλιπή αντίδραση στην πληροφόρηση ενός άλλου μέρους. Ταυτόχρονα, η παρατηρούμενη σύγχυση αναφορικά με την οικονομική πορεία της Χώρας στη μετά κρίσης εποχή, αναπόφευκτα αντικατοπτρίζεται στις αντιδράσεις της χρηματαγοράς, επιβεβαιώνοντας τη διαπίστωση ότι το ίδιο γεγονός - εν προκειμένω η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης - είναι δυνατόν να εκλαμβάνεται θετικά ή αρνητικά ανάλογα με το γενικότερο πλαίσιο στο οποίο "εμφωλεύει".

Προχωρώντας ένα βήμα ακόμη, βασιζόμενοι στα ως άνω αποτελέσματα, μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι, παρά την γενικώς παραδεκτή ανωριμότητά της, η ελληνική χρηματαγορά παρουσιάζει χαρακτηριστικά πληροφοριακής αποδοτικότητας (market efficiency), αναφορικά με τα οικονομικά-χρηματιστηριακά συμβάντα. Άλλωστε, δεδομένου ότι *"το πληροφοριακό περιεχόμενο κάθε μηνύματος είναι αντιστρόφως ανάλογο της πιθανότητας εμφάνισης"* (Shanmugan : 141), άρα εξαρτώμενο του γενικότερου

πλαίσιου, η market efficiency στην ελληνική περίπτωση φαίνεται εξίσου καλή τόσο πριν όσο και μετά την κρίση, με διαφορετικό βέβαια μέτρο σύγκρισης. Είναι λοιπόν αδιαπραγμάτευτο ότι στην εξέταση των έκτακτων αποδόσεων θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και ο παράγοντας κρίση.

Έτσι, η έρευνά μας παρέχει σαφείς ενδείξεις ότι η αντίδραση της αγοράς ως προς την αξία μιας εταιρείας αποδίδει επαρκώς τη σχετική αξία του υπό μελέτη γεγονότος. Ήτοι, οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται σε εξαγορές αντιδρούν - συνολικά - ικανοποιητικά στις σχετικές ανακοινώσεις και ενσωματώνουν τις νέες πληροφορίες. Εντούτοις, πρέπει να επισημανθεί ότι κατά περίπτωση (πριν/μετά την κρίση) φαίνεται αυτό να συμβαίνει με διαφορετική ένταση - λιγότερο ή περισσότερο βίαια - και ταχύτητα.

Επιλογικά, οφείλουμε να επισημάνουμε ότι η έρευνά μας δεν ήταν δυνατόν να τεκμηριώσει εξίσου καλά την αντίδραση στις τιμές των μετοχών πριν και μετά την κρίση, για δύο κυρίως λόγους: Αφενός η περίοδος από το 2008 έως το 2011 είναι αρκετά μικρή και το δείγμα της, αναπόφευκτα περιορισμένο, αφετέρου η ύφεση στην Ελλάδα βρίσκεται επί του παρόντος σε εξαιρετικά κρίσιμο σημείο. Συνεπώς, κρίνεται σκόπιμο, παρόμοιες έρευνες να επαναληφθούν μελλοντικά, όταν θεωρηθεί ότι η Χώρα έχει ξεπεράσει το σκόπελο αυτό. Επιπρόσθετα, όπως φαίνεται και από τις ετήσιες εκθέσεις της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, σημαντικό μερίδιο των ετήσιων εταιρικών αναδιαρθρώσεων καταλαμβάνουν οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες για τεχνικούς λόγους δεν έχουν συμπεριληφθεί στην παρούσα μελέτη. Βεβαίως, η πληροφόρηση για τις εισηγμένες είναι πολύ περισσότερο προσβάσιμη, με αποτέλεσμα η αντίδραση της αγοράς να θεωρείται ενδεικτικότερη. Ωστόσο, όσοι ασχολούνται με τη χρηματαγορά καθημερινά, γνωρίζουν ότι οι μικρές πληροφορίες που μπορεί να προκύψουν από τις Σ&Ε αυτής της κατηγορίας μπορεί να αποδειχθούν εξαιρετικά σημαντικές, και επομένως αξίζει να εξεταστούν υπό το πρίσμα της οικονομικής κρίσης. Τέλος, μελλοντικές έρευνες σχετικά με τη market efficiency της ελληνικής χρηματαγοράς θα ήταν χρήσιμο να επεκταθούν στη μελέτη τις τιμές και του όγκου συναλλαγών για τις μετοχές των εταιρειών στόχων εξαγοράς, για τις οποίες η βιβλιογραφία βρίθει μελετών, όμως για πρακτικούς λόγους δεν μελετήθηκαν εδώ.

Κεφάλαιο 7. Συμπεράσματα

Η παρούσα μελέτη πραγματεύεται την επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων στις αποδόσεις των μετοχών εκείνων των εταιρειών που ανακοινώνουν πρόθεση εξαγοράς. Το ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στις εταιρείες που διαπραγματεύονται στην ελληνική χρηματαγορά (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών), και το δείγμα ελήφθη από τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τα έτη 2004-2011. Ως εκ τούτου, πρόκειται για συγχωνεύσεις μεταξύ εισηγμένων που ολοκληρώθηκαν επιτυχώς. Η επιλογή του δείγματος έγινε με σκοπό την εξέταση της επίδρασης των ανακοινώσεων για Σ&Ε επί της χρηματιστηριακής τιμής των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, πριν και μετά την κρίση. Ως ορόσημο της κρίσης θεωρείται διεθνώς η κατάρρευση της Lehman Brothers.

Για την απεικόνιση της ανωτέρω επίδρασης, χρησιμοποιείται η μέθοδος "μελέτης της επίδρασης γεγονότων" (Event study Method). Ως κύριο γεγονός θεωρείται η ανακοίνωση της συγχώνευσης από την εξαγοράζουσα εταιρεία, και η περίοδος μελέτης τίθεται γύρω από αυτήν, με $t=0$ την ημερομηνία ανακοίνωσης. Ωστόσο, για το σκοπό του παρόντος, ορίζουμε την έννοια της "*μελέτης εμφωλευμένων γεγονότων*" (*nested event study*), ήτοι τη μελέτη του κύριου γεγονότος υπό το πρίσμα ενός ευρύτερου γεγονότος - εν προκειμένω η κατάρρευση της Lehman Brothers - που ενδεχομένως επηρεάζει την αναμενόμενη αντίδραση. Στο πλαίσιο αυτής της έννοιας, το δείγμα μας διαιρείται σε δύο υποομάδες, σύμφωνα με την ημερομηνία ανακοίνωσης σε σχέση με την ημερομηνία κατάρρευσης της εν λόγω τράπεζας. Εν συνεχεία μελετώνται και συγκρίνονται οι Ημερήσιες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (Daily Excess Returns) καθώς και οι Σωρευτικές Μη Κανονικές Αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns) μεταξύ των δύο υποομάδων, των επιμέρους μετοχών και άλλων επιμέρους ομαδοποιήσεων με τις τρεις βασικές μεθόδους που απαντώνται στη βιβλιογραφία (Mean Adjusted, Market Mean Adjusted και Market Regression Model). Τα κυριότερα συμπεράσματα παρατίθενται συνοπτικά παρακάτω.

Κατ' αρχήν, σε συμφωνία με τα ευρήματα που έχουν καταγραφεί σε άλλες μελέτες, για την Α' Υποομάδα (πριν την κρίση) έως το 2006 παρατηρούμε την ύπαρξη στατιστικά σημαντικών αρνητικών CARs στα διαστήματα $(-10,+10)$ και $(-5,+5)$ ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Επιπρόσθετα, φαίνεται ότι οι CARs φθίνουν τόσο σε ένταση όσο και σημαντικότητα, όσο μικραίνει το διάστημα υπολογισμού. Η τάση αυτή στις αποδόσεις των μετοχών, με κάποιες μικρές διαφοροποιήσεις, διατηρείται για την πλειοψηφία των εξαγορών και είναι όμοια για όλες τις μεθόδους υπολογισμού. Το υπόψη

φαινόμενο είναι δυνατόν να συσχετίζεται με τον τρόπο αποζημίωσης των μετόχων της εταιρείας στόχου. Σύμφωνα και με τη βιβλιογραφία, η συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών συμπίπτει με υποαποδόσεις για την εξαγοράζουσα, λόγω της υποτίμησης εκ μέρους των επενδυτών, με δεδομένη ωστόσο την ηρεμία και την σχετική ωριμότητα της εξεταζόμενης περιόδου. Στις περιπτώσεις εξαγορών το 2006 υπάρχουν ενδείξεις για θετικές και σημαντικές CARs, αν και με μειωμένη ένταση, εμφανίζοντας την ίδια τάση μείωσης κατά τον περιορισμό του διαστήματος υπολογισμού.

Οι ανωτέρω ενδείξεις, συνάδουν με τα συμπεράσματα του Petmezas (2009), που καταγράφει ότι σε περιόδους γενικής ευφορίας, οι Σ&Ε όπως και κάθε χρηματιστηριακό γεγονός, εκλαμβάνονται περισσότερο θετικά από το επενδυτικό κοινό, με αποτέλεσμα αυτό να αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής. Το 2006 η ψυχολογία στην αγορά είναι ιδιαιτέρως καλή, γεγονός που αποτυπώνεται τόσο στον αριθμό των Σ&Ε που ανακοινώνονται και πραγματοποιούνται, όσο και στις τιμές του συνόλου των μετοχών. Όσο πλησιάζουμε προς το κρίσιμο σημείο καμπής, διαπιστώνουμε πάλι αρνητικές, και μάλιστα σημαντικά, αποδόσεις. Αυτό υποδηλώνει ίσως ότι οι συνέργειες που αναμένεται να προκύψουν από μια επικείμενη Σ&Ε εκλαμβάνονται πλέον όχι ως ένδειξη ευρωστίας αλλά οικονομικής αδυναμίας. Εξάλλου, όπως υποστηρίζουν και οι Aharon et al. (2010), οι παίκτες της αγοράς, προερχόμενοι από μια περίοδο συχνών Σ&Ε και γενικής ευφορίας, ενδεχομένως τείνουν να είναι λιγότερο επιφυλακτικοί, βιώνοντας τελικά μεγάλες απώλειες.

Αναφορικά με τα αποτελέσματα που προκύπτουν για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις της Β' υποομάδας του δείγματος, θα μπορούσαμε γενικά να παρατηρήσουμε ότι οι ενδείξεις συντείνουν σε μεταστροφή στην αντίδραση των μετοχών, μετά την εκκίνηση της κρίσης. Έτσι, γύρω από τις ανακοινώσεις Σ&Ε, παρατηρούνται σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις - ημερήσιες και σωρευτικές - επιδρώντας στην πλειονότητα των περιπτώσεων θετικά στο εισόδημα των μετόχων εταιρειών που προβαίνουν σε Σ&Ε. Τα αποτελέσματα είναι παρόμοια ανεξαρτήτως της μεθόδου υπολογισμού και μάλιστα είναι στατιστικά σημαντικά. Επίσης, οι Σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις είναι ιδιαίτερα αυξημένες για το διάστημα (-30, +30) ημερών. Αυτό υποδεικνύει ότι οι συνεργασίες μέσω συγχωνεύσεων γίνονται δεκτές με ανακούφιση από το σύνολο της Χρηματαγοράς, αποτελώντας ουσιαστικά τον κοινά αποδεκτό τρόπο επιβίωσης, εν μέσω κρίσης. Τα ευρήματα αυτά είναι εντονότερα την περίοδο 2008-2010 και συσχετίζονται με την ευρύτερη οικονομική δυσπραγία την οποία βιώνει η Χώρα.

Ελαφρώς διαφοροποιημένη εικόνα, με σημαντικές αρνητικές και θετικές ημερήσιες αποδόσεις, και χωρίς σαφή κατεύθυνση κερδών ή απωλειών, παρατηρείται καθώς απομακρυνόμαστε από το σημείο εκκίνησης της κρίσης. Αυτό αποτελεί ίσως μια ένδειξη σύγχυσης στην αγορά, στο πλαίσιο της παρατεινόμενης ύφεσης και της μυωπικότητας που ανακύπτει εξαιτίας αυτής σχετικά με την μακροπρόθεσμη αξιολόγηση των μελλοντικών αποδόσεων μιας συγχώνευσης. Άλλωστε, μελετώντας συγκεντρωτικά τις αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες της Β' υποομάδας, παρατηρούμε εύκολα ότι όσο περισσότερο βαθαίνει η ύφεση τόσο μεγαλύτερες είναι οι διακυμάνσεις μεταξύ των ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων, δίνοντας τελικά μηδενικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις.

Η περαιτέρω ομαδοποίηση και σύγκριση μεταξύ συγχωνεύσεων εντός των υπερκλάδων των Τραπεζών και των Κατασκευών, όπου ανήκει το 53% των εταιρειών του δείγματος, παρέχει τη δυνατότητα κλαδικών συμπερασμάτων. Καταρχήν, στον κλάδο των Τραπεζών, παρατηρούνται υψηλές και στατιστικά σημαντικές ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις, ενισχύοντας την πεποίθηση ότι στη μετά κρίση περίοδο, οι Σ&Ε είναι ένα μέσο βελτίωσης των εταιρικών αποδόσεων. Εξάλλου, ειδικά για τον τραπεζικό κλάδο, το 2012 αποτελεί ορόσημο κυοφορίας και πραγμάτωσης σημαντικών εταιρικών αναδιαρθρώσεων. Έτσι, στατιστικά σημαντικές ελαφρώς αρνητικές CARs στην περίπτωση της EFG Eurobank-Ergasias, αποδίδονται στο premium που προβλέπεται για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Εξετάζοντας τον ίδιο κλάδο πριν την κρίση, παρατηρούμε ότι οι CARs γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης είναι σημαντικές αλλά γενικά χαμηλές, ενώ και οι ημερήσιες ERs κινούνται σε χαμηλά επίπεδα διακύμανσης, συνιστώντας ένδειξη ηρεμίας και επαρκούς πληροφόρησης στην αγορά.

Όσον αφορά στον Υπερκλάδο των Κατασκευών, στη μετά κρίσης εποχή εντοπίζονται ισχυρές θετικές CARs σε όλο το υπό διερεύνηση διάστημα [-30,+30] ημερών. Τα υπόψη ευρήματα αποτελούν ένδειξη θετικής αποτίμησης από το επενδυτικό κοινό των αναδιαρθρώσεων που έχουν στόχο τη βιωσιμότητα. Πριν την κρίση, ο εν λόγω Κλάδος εμφανίζει γύρω από την ανακοίνωση εξαγοράς σημαντικές αρνητικές μη αναμενόμενες αποδόσεις, συμβατές με τη βιβλιογραφία, οι οποίες όμως αμβλύνονται όσο πλησιάζουμε προς το 2008. Αυτό αιτιολογείται ως υπόνοια της αγοράς ότι στην περίοδο ευφορίας του Κλάδου (2003-2005), η πρόθεση για συγχώνευση είναι αδυναμία της εξαγοράζουσας σε σύγκριση με τον ανταγωνισμό. Αντίθετα, μετά το 2006 οπότε η κατασκευαστική δραστηριότητα φθίνει, οι επενδυτές αξιολογούν διαφορετικά τις συνέργειες και τις μελλοντικές αποδόσεις αυτών.

Συμπερασματικά, είναι δυνατόν να υποστηρίξουμε ότι η ελληνική χρηματαγορά, εμφανίζεται στο σύνολό της πληροφοριακά αποδοτική, ενσωματώνοντας επαρκώς στην τιμή των μετοχών, έκτακτες αποδόσεις που οφείλονται σε έκτακτα γεγονότα. Η συμβολή μας στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, έγκειται στη διαπίστωση ότι συμβάντα ευρύτερης οικονομικής επιρροής επηρεάζουν αναπόφευκτα την ένταση και την ταχύτητα με την οποία πραγματοποιείται αυτή η ενσωμάτωση. Τίθενται έτσι οι βάσεις για μελλοντική έρευνα στον τομέα αυτό, με παράλληλη διεύρυνση των μελετώμενων μεταβλητών.

I. Αρθρα

Aharon, D., Gavious, I., Yosef, R., 2010. Stock market bubble effects on mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50 (2010) 456–470

Alexandridis, G., Antoniou, A., Zhao, H., 2007. Belief asymmetry and gains from acquisitions. *Journal of Multinational Financial Management* 18 (2008) 443–460

Alexandridis, G., Petmezas, D., Travlos, N., 2010. Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management* Winter 2010, pp 1671 - 1695

Anderson, H., Marshall, B., Wales, R., 2009. What is the relationship between investor protection legislation and target takeover returns? Evidence from Europe. *Journal of Multinational Financial Management*, 19 (2009), pp. 291–305

Antoniou, A., Petmezas, D., Zhao, H., 2007. Bidder Gains and Losses of Firms Involved In Many Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(7) & (8), 1221–1244, September/October 2007, 0306-686X

Ascioglu, A., Comerton-Forde, C., McInish, T., 2011. Stealth trading: The case of the Tokyo Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal* 19 (2011) 194–207

Barclay, M., Warner, J., 1993. Stealth Trading and Volatility: Which trades move prices?. *Journal of Financial Economics* 34 (1993) 281-305.

Bris, A., Cabolis, C., 2008. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers. *The Review of Financial Studies*, Vol 21, No.2 2008, pp. 605-648

Brown, S., Warner, J., 1985. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14 (1985), pp. 3-31.

Cai, B.M., Cai, C.X., Keasey, Kevin, 2006. Which trades move prices in emerging markets?: Evidence from China's stock market. *Pacific-Basin Finance Journal* 14 (2006) 453–466

Chakravarty, S., 2001. Stealth-trading: Which traders' trades move stock prices?. *Journal of Financial Economics* 61 (2001) 289–307

"Chang, S., 1998. Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns. *The Journal of Finance* Vol LIII, No. 2, April 1998"

Clements, M., Singh, H., 2011. An analysis of trading in target stocks before successful takeover announcements. *Journal of Multinational Financial Management* 21 (2011) 1–17

Conn, R., Cosh, A., Hudes, A., 2005. The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5) & (6), June/July 2005, 0306-686X

Doukas, Holmen, Travlos, 2002. Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations. *European Financial Management*, Vol. 8, No. 3, 2002, 281–314

Doukas, J., Petmezas, D., 2007. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias. *European Financial Management*, Vol. 13, No. 3, 2007, 531–577

Draper, P., Paudyal, K., 1999. Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(5) & (6), June/July 1999, 0306-686X.

Draper, P., Paudyal, K., 2006. Acquisitions: Private versus Public. *European Financial Management*, Vol. 12, No. 1, 2006, 57–80

Draper, P., Paudyal, K., 2008. Information Asymmetry and Bidders' Gains. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(3) & (4), 376–405, April/May 2008, 0306-686X

Ekkayokkaya, M., Holmes, P., Paudyal, K., 2009. The Euro and the Changing Face of European Banking: Evidence from Mergers and Acquisitions. *European Financial Management*, Vol. 15, No. 2, 2009, 451–476

Faccio, M., Masulis, R., 2005. The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance* Vol LX, No 3, June 2005

Faccio, M., McConnell, J., Stolin, D., 2006. Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 41, No 1, March 2006

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

Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M., 2002. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance* Vol LVII, No. 4 • August 2002

Gao, Y., Oler, D., 2011. Rumors and pre-announcement trading: why sell target stocks before acquisition announcements? *Springer Science&Business Media*, LLC 2011

Jarell, G, Poulsen, A., 1989. Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation? *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 5, No.2 (Autumn, 1989), pp. 225-248

Kennedy, V., Limmack, R., 1996. Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(2), March 1996, pp.267-285.

Keown, A., Pinkerton, J., Bolste, P., 1992. Merger Announcements, Asymmetrical Information, and Trading Volume: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(6), November 1992, pp.901-910

Lang, L., Stulz, R., Walking, R., 1989. Managerial Performance, Tobin's q, and the Gains from Successful Tender Offers.. *Journal of Financial Economics* 24 (1989) 137-154. North-Holland

Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 20– 43

Masulis, R., Wang, C., Xie, F., 2007. Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance* • VOL. LXII, NO. 4 • AUGUST 2007

Miller, E., 1977. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance* Vol XXXII, No. 4, September 1977

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

Netter, J., Stegemoller, M., Wintoki, M.B., 2011. Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009. *Revision of Financial Studies*, Vol. 24 (2011) pp. 2316-2357.

Petmezas, D., 2009. What drives acquisitions? Market valuations and bidder performance. *Journal of Multinational Financial Management* 19 (2009) 54–74

Pound, J., Zeckhauser, R., 1990. Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices. *The Journal of Business*, Vol. 63, No. 3 (Jul., 1990), pp. 291-308

Servaes, H., 1991. Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance* Vol LXVI, No. 1, March 1991

Brown, P., da Silva Rosa, R., 1998. Research method and the long-run performance of acquiring firms. *Australian Journal of Management*, Vol. 23, No. 1, June 1998, pp. 23-38

Sharma, D., Ho, J., 2002. The impact of acquisitions on Operating Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (1)&(2), Jan/Mar 2002, 155-200

Travlos, N., 1987. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance* Vol XLII, No. 4 September 1987

Tuch, C., O'Sullivan, N., 2007. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews* Volume 9 Issue 2 pp. 141–170

II. Βιβλία

Betton, S., Eckbo, B., Thorburn, K., 2008. Chapter 15, Corporate Takeovers. *Handbook of Empirical Corporate Finance* (Edited by B. Espen Eckbo), Volume 2. Elsevier B.V.

Shanmugam, K.S., 1979. *Digital and Analog Communication Systems*. John Wiley & Sons Inc., USA. Επανάκδοση Γ. ΠΙΝΕΥΜΑΤΙΚΟΥ, Αθήνα.

Tsebelis, G., 1990. *Nested Games. Rational Choice in Comparative Politics*. University of California Press. Επανάκδοση ΠΑΠΑΖΗΣΗ, Αθήνα, 2005.

III. Εκθέσεις

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2005. *Ετήσια Έκθεση 2004*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2006. *Ετήσια Έκθεση 2005*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2007. *Ετήσια Έκθεση 2006*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2008. *Ετήσια Έκθεση 2007*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2009. *Ετήσια Έκθεση 2008*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2010. *Ετήσια Έκθεση 2009*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2011. *Ετήσια Έκθεση 2010*.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.Π.Δ.Δ.), 2012. *Ετήσια Έκθεση 2011*.

Παράρτημα Α'

Πίνακας Ανασκόπησης Διεθνούς Αρθρογραφίας Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
1	Miller, E.	1977	N/A	N/A	N/A	N/A	-Η αβεβαιότητα και το ρίσκο στην αγορά υποδηλώνουν διαφοροποίηση απόψεων. -Η ύπαρξη διαφορετικών απόψεων/αντιλήψεων για την προοπτική μιας εταιρείας, συνδέεται με την ύπαρξη ρίσκου, και οδηγεί σε χαμηλότερες αποδόσεις. -Για να αποφευχθεί η υποεκτίμηση συγκεκριμένων μετοχών απαιτείται ένας ικανός αριθμός καλά πληροφορημένων επενδυτών στην αγορά. Αντίθετα, η ύπαρξη μόλις μιας μικρής μειοψηφίας παραπληροφορημένων επενδυτών είναι δυνατόν να αυξήσει τις τιμές μετοχών σε ανεξήγητα υψηλά επίπεδα. -Τα συμπεράσματα αντιτίθενται στην υπόθεση της αποδοτικής αγοράς (efficient market hypothesis).
2	Brown, S., Warner, J.	1985	N/A	N/A	N/A	N/A	Μεθοδολογία για την Event Study
3	Travlos, N.	1987	ΗΠΑ	1972-1981	167 ανακοινώσεις για εξαγορές και συγχωνεύσεις (126+41). Εισηγμένες εταιρείες στο NYSE.	-15 έως +15 ημέρες από το γεγονός.	-Οι εξαγοράζουσες εταιρείες που πληρώνουν με ανταλλαγή μετοχών, εμφανίζουν σημαντικές απώλειες κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς. -Σε εκείνες που πληρώνουν με μετρητά οι μέτοχοι εμφανίζουν σημαντικά, αλλά "κανονικά" κέρδη την περίοδο ανακοίνωσης. -Τα αποτελέσματα είναι ανεξάρτητα από το είδος της εξαγοράς που μελετάται. -Η προσφορά μετοχών αποφέρει αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις ανεξάρτητα από την ολοκλήρωση ή μη της εξαγοράς. -Οι κάτοχοι μη μετατρέψιμων ομολογιών εμφανίζονται να μην κερδίζουν από τις εξαγορές,
4	Lang, L., Stulz, R., Walking, R.	1989	ΗΠΑ	Oct 1968-Sep 1980, Sep 1980-Dec 1986	209 επιτυχείς εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς	-5 έως +5 ημέρες από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Όταν υπάρχουν περισσότερες προσφορές για την ίδια εταιρεία, λαμβάνονται υπόψη οι -5 ημέρες από την πρώτη εκδήλωση ενδιαφέροντος, έως και +5 ημέρες από την ολοκλήρωση της εξαγοράς από κάποιον αγοραστή.	-Οι εταιρείες-αγοραστές με υψηλό (>1) δείκτη q, επωφελούνται σημαντικά από τις δημόσιες προσφορές, αλλά κυρίως όταν αυτές απευθύνονται προς εταιρείες με χαμηλό q. -Οι εταιρείες-στόχοι εξαγορών, με υψηλό δείκτη q, εμφανίζουν μικρότερες ωφέλειες από τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, σε σχέση με εκείνες που έχουν χαμηλό δείκτη q. -Το μέγιστο συνολικά όφελος προκύπτει στις εξαγορές εταιρειών με χαμηλό q από εταιρείες με υψηλό δείκτη.
5	Jarell, G, Poulsen, A.	1989	ΗΠΑ	1981-1985	Επιτυχείς εξαγορές 172 εταιρειών-στόχων, εισηγμένων στο NYSE και ASE. Όλες οι περιπτώσεις αφορούν προσφορές εξαγορών με απόκτηση μετοχών τοις μετρητοίς.	Ημέρα ανακοίνωσης έως και 1 ημέρα μετά. -21 έως -5 ημέρες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς	-Οι εισηγμένες εταιρείες που γίνονται στόχοι εξαγορών εμφανίζουν σημαντική άνοδο στην τιμή της μετοχής τους και σημαντικές μεταβολές στον όγκο των συναλλαγών την περίοδο πριν την εξαγορά. Περίπου το 40% της συνολικής απόδοσης λόγω της εξαγοράς έχει τη μορφή της αύξησης την περίοδο πριν την ανακοίνωση. -Η εμφάνιση στον τύπο δημοσιευμάτων αναφορικά με την επικείμενη εξαγορά έχει την ισχυρότερη συσχέτιση με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις και την άνοδο των τιμών για τις εταιρείες στόχους δημόσιας προσφοράς εξαγοράς. -Στις περιπτώσεις όπου η εξαγοράζουσα εταιρεία κατέχει ήδη ένα σημαντικό κομμάτι της εταιρείας στοχου, οι συνολικές μη αναμενόμενες αποδόσεις της εξαγοράς είναι μικρότερες ενώ η προ της εξαγοράς άνοδος της τιμής της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι μεγαλύτερη. -Οι μη αναμενόμενες αποδόσεις δεν επηρεάζονται σημαντικά από το είδος της εξαγοράς (εχθρική ή φιλική). -Εντοπίζεται μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ του επιχειρήματος της εσωτερικής πληροφόρησης και της αύξησης των μη αναμενόμενων αποδόσεων. -Γενικά οι αυξήσεις στις τιμές των μετοχών και στον όγκο των συναλλαγών πριν την ανακοίνωση δημόσιας προσφοράς εξαγοράς δεν συνδέεται σημαντικά και αποκλειστικά με μη νόμιμες δραστηριότητες, όπως η συναλλαγή στο πλαίσιο εσωτερικής πληροφόρησης.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
6	Pound, J., Zeckhauser, R.	1990	ΗΠΑ	1983-1985	Δημοσιεύματα στη στήλη Heard on the Street της Wall Street Journal, που αφορούν σε φημολογούμενες εξαγορές 42 διαφορετικών εταιρειών στόχων.	Ως Γεγονός νοείται η εμφάνιση του δημοσιεύματος στη στήλη Heard on the Street της Wall Street Journal. Μελετάται το διάστημα από την Ημέρα εμφάνισης του δημοσιεύματος (τιμή κλεισίματος της μετοχής) έως και την Ημέρα πρώτης δημόσιας προσφοράς εξαγοράς (τιμή κλεισίματος) ή ένα έτος μετά το δημοσίευμα, ό,τι έρθει πρώτο.	-Η αγορά ανταποκρίνεται στις φήμες (δημοσιεύσεις) εξαγορών, όμοια με την αντίδραση στις πιο ολοκληρωμένες πληροφορίες, όπως είναι η αξία μιας πραγματικής προσφοράς εξαγοράς ή τα οικονομικά αποτελέσματα, χωρίς να διαπιστώνουμε μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο δημοσίευσης της φήμης. -Η επένδυση σε εταιρείες στόχους φημολογούμενων εξαγορών είναι εξαιρετικά ριψοκίνδυνες, και εμφανίζουν κατά περίπτωση θετικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις έως και 50-70%. -Δε διαπιστώνονται σημαντικές μη κανονικές μέσες αποδόσεις την ημέρα δημοσίευσης. Ωστόσο, εντός της ημέρας είναι μεγάλες οι διακυμάνσεις στην απόδοση της μετοχής, παρέχοντας ενδείξεις ότι η δημοσίευση επιδρά σημαντικά στις εταιρείες στόχους, αλλά όχι απαραίτητα προς την ίδια φορά (θετικά-αρνητικά). -Ένα μήνα περίπου πριν την εμφάνιση του δημοσιεύματος, οι εταιρείες στόχοι εμφανίζουν κατά μέσο όρο θετικές σωρευτικές αποδόσεις της τάξης του 7%. Αυτό ενδεχομένως συνδέεται με τις προσδοκίες της αγοράς που συχνά τροφοδοτούν τα δημοσιεύματα. -Λιγότερο από το 50% των δημοσιευμάτων επιβεβαιώνονται ως εξαγορές, εντός ενός έτους από τη δημοσίευση, αποδεικνύοντας ότι οι φήμες δεν είναι απαραίτητα αποτέλεσμα έγκυρων διαρροών ή εσωτερικής πληροφόρησης, για επικείμενες εξαγορές. -Δύο είναι οι κύριες δραστηριότητες που αναφέρονται στα δημοσιεύματα ως αιτίες ανάπτυξης φημών εξαγοράς: α. Ασυνήθιστη συμπεριφορά όγκου και τιμών σε συγκεκριμένες εταιρείες, που οδηγούν τους αναλυτές να υποθέτουν ότι υποβόσκει δραστηριότητα απόκτησης ελέγχου. β. Η δράση (πραγματική ή φημολογούμενη) ενός βασικού επενδυτή ή μετόχου μιας εταιρείας. -Ενισχύεται ή υπόθεση της εκκίνησης των φημών από επαγγελματίες της αγοράς που αναζητούν ενδείξεις ασυνήθιστης δραστηριότητας, η οποία είναι δυνατόν να συνδέεται με επικείμενες απόπειρες εξαγορών. Για το λόγο αυτό και δεν εμφανίζεται συγκεκριμένη τάση απόδοσης αυτών των φημών.
7	Servaes, H.	1991	ΗΠΑ	1972-1987	704 συγχωνεύσεις και δημόσιες προσφορές, που διενεργήθηκαν από 384 εισηγμένες εταιρείες	-1 ημέρα έως 2 χρόνια, ή την ημερομηνία εγγραφής της συγχώνευσης	-Οι μη κανονικές αποδόσεις για τις εταιρείες-αγοραστές, για τις εταιρείες-στόχους και συνολικά, είναι θετικές όταν οι εταιρείες στόχοι έχουν χαμηλό q (<1) και οι εξαγοράζουσες υψηλό.
8	Keown, A., Pinkerton, J., Bolste, P.	1992	ΗΠΑ	1975-1979	158 επιτυχείς εξαγορές εταιρειών που διαπραγματεύονταν στο NYSE (45), στο ASE (34) και στην Over-The-Counter (OTC) αγορά (79).	-126 έως +30 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αν της ανακοίνωσης προϋπάρχει δημοσίευμα στον τύπο, τότε ως ημέρα 0 θεωρείται η ημέρα που πρωτοδημοσιεύθηκε η "φήμη" της εξαγοράς.	-Ο όγκος των συναλλαγών τείνει να αυξάνει δραματικά πριν την αρχική δημόσια ανακοίνωση μιας επικείμενης εξαγοράς, ή πριν την πρώτη αναφορά για πιθανή εξαγορά στην Wall Street Journal: Ο όγκος των συναλλαγών αυξήθηκε σωρευτικά 25% πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης και εμφάνισε μια επιπλέον αύξηση 75% μέσα στις επόμενες 30 ημέρες. -Επιβεβαιώνεται η παρουσία διαφοροποιημένης συμπεριφοράς λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης, που συσχετίζεται με αυξημένη συναλλακτική δραστηριότητα στη βάση ιδιωτικής/εσωτερικής πληροφόρησης, παρέχοντας την ένδειξη ότι η μη κανονική συναλλακτική δραστηριότητα μπορεί να υποδηλώνει την ύπαρξη εσωτερικής ή μη δημόσιας πληροφόρησης.
9	Barclay, M., Warner, J.	1993	ΗΠΑ	1981-1984	Εταιρείες του NYSE που έγιναν στόχος δημόσιας προσφοράς. Σύνολο 108 δημόσιες προσφορές για 105 εταιρείες, που εμφάνισαν αύξηση τουλάχιστον 5% στην τιμή τους κατά τη διάρκεια της εξαγοράς.	-200 έως +20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Επιμέρους εξεταζόμενοι υποπερίοδοι: α. Ημέρες -30 έως -2, β. -100 έως +20, γ. -200 έως -101 (noevent period). -Περίοδος υπολογισμού του μοντέλου της αγοράς: -440 έως -201 ημέρες.	-Η μεγαλύτερη σωρευτική μεταβολή στις τιμές των μετοχών του δείγματος λαμβάνει χώρα στις μεσαίου μεγέθους συναλλαγές. -Το ποσοστό σωρευτικής μεταβολής στις μεσαίου μεγέθους συναλλαγές είναι μεγαλύτερο από το ποσοστιαίο μέγεθος των συναλλαγών αυτής της κατηγορίας.
10	Kennedy, V., Limmack, R.	1996	ΗΒ	1980-1989	Επιτυχείς εξαγορές 247 εταιρειών που διαπραγματεύονταν στο LSE για μια περίοδο τουλάχιστον 60 μήνες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και 1 μήνα μετά.	-5 χρόνια έως +2 χρόνια γύρω από την εξαγορά, τόσο για τις εταιρείες-αγοραστές όσο και για τις εταιρείες στόχους. Τα ορόσημα μελέτης είναι: t-60, t-49, t-24, t-12, t-7 μήνες πριν το μήνα (t) που ανακοινώνεται η εξαγορά και +1, +2 χρόνια μετά. Η εξέταση των στοιχείων γίνεται σε μηνιαία βάση.	-Οι σχετικές αποδόσεις των εταιρειών στόχων την περίοδο ανακοίνωσης είναι μεγαλύτερες όσο μεγαλύτερο εύρος της αγοράς λαμβάνεται ως μέτρο σύγκρισης. Αντίθετα, όταν ως μέτρο σύγκρισης θεωρούνται οι παρεμφερείς σε μέγεθος εταιρείες τότε τα αποτελέσματα είναι κοντά στο μέσο όρο. -Ομοίως, για τις εξαγοράζουσες εταιρείες τα αποτελέσματα είναι χειρότερα από το μέσο όρο, όταν συγκρίνονται με το σύνολο της αγοράς, αλλά η απόκλιση δεν είναι τόσο μεγάλη όπως στις εταιρείες στόχους. -Οι μετοχές των εταιρειών που γίνονται στόχος εξαγοράς εμφανίζουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις σε ένα διάστημα έως πέντε ετών (60 μήνες) πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, σε αντίθεση με τις εξαγοράζουσες εταιρείες, οι οποίες έχουν σημαντικά κέρδη το ίδιο διάστημα. -Οι αποκτούσες εταιρείες εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις στην μετά εξαγοράς εποχή, -Σε διάστημα 2 ετών από την εξαγορά παρατηρείται σημαντική αύξηση στις αλλαγές Διοικήσεων των εταιρειών στόχων. -Οι εταιρείες των οποίων η Διοίκηση (CEO) αλλάζει μέσα σε δύο χρόνια από την εξαγορά, εμφανίζουν μικρότερες αποδόσεις την περίοδο πριν την εξαγορά, ενώ φαίνεται να προσφέρεται στους μετόχους αυτών καλύτερη τιμή, πιθανώς ανακλώντας την προοπτική για μελλοντικά κέρδη. Ωστόσο, τα αποτελέσματα μετά την εξαγορά για τις αποκτούσες εταιρείες αποδεικνύει υπερκτιμημένη αυτή την προοπτική.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
11	Chang, S.	1998	ΗΠΑ	1981-992	Δείγμα: 281 ολοκληρωμένες εξαγορές μη εισηγμένων εταιρειών (από εισηγμένες). (131 τοις μετρητοίς, 150 σε μετοχές ή μεικτά). Δείγμα σύγκρισης: 255 εξαγορές εισηγμένων εταιρειών από το 1981 έως 1988. (101 τοις μετρητοίς, 154 με μετοχές ή μεικτές).	-1 ημέρα έως ημέρα 0.	-Οι εταιρείες που εξαγοράζουν μη εισηγμένες και προσφέρουν κοινές μετοχές ως αποζημίωση, εμφανίζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις. -Εκείνες που πληρώνουν με μετρητά έχουν μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις. -Τα αποτελέσματα είναι αντίθετα με εκείνα των εταιρειών που εξαγοράζουν εισηγμένες, και εμφανίζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.
12	Brown, P., da Silva Rosa, R.	1998	Αυστραλία	Ιαν 1974-Ιουν 1996	Εισηγμένες εταιρείες που έκαναν επιτυχημένες εξαγορές άλλων εισηγμένων εταιρειών στο Australian Stock Exchange (ASX). Συνολικά 731 εξαγορές. Ωστόσο, το δείγμα κατά περίπτωση μειώνεται ανάλογα με τα διαθέσιμα στοιχεία γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς.	-36 έως -6 μήνες, -3 έως +3 μήνες και +6 έως +36 μήνες σε σχέση με t=0 τον μήνα της ανακοίνωσης της εξαγοράς.	-Η δραστηριότητα εξαγορών συμβάλλει σημαντικά στην αναδιάταξη των επιχειρηματικών πόρων, σε χρήσεις υψηλότερης αξίας. -Οι εταιρείες που προβαίνουν σε εξαγορές έχουν κατά κύριο λόγο πετύχει σημαντικές επιδόσεις την προηγούμενη περίοδο (-36 έως -6 μήνες). -Ομοίως έχουν σημαντικά κέρδη την περίοδο 7 μηνών γύρω από την εξαγορά (-6 έως +6 μήνες), αποδεικνύοντας ότι οι διαεπιχειρησιακές επενδύσεις αυξάνουν την αξία της επιχείρησης και τα κέρδη των μετόχων. -Οι αποδόσεις των εταιρειών αυτών, μετά την διενέργεια εξαγορών, μακροπρόθεσμα επανέρχονται σε χαμηλότερα επίπεδα, σε συμφωνία με την υπόθεση ότι η αγορά είναι πληροφοριακά αποδοτική, αναταποκρίνεται δηλαδή στις νέες πληροφορίες και ενσωματώνει αυτές στις μεταβολές των τιμών.
13	Fama, E.F.	1998	N/A	N/A	N/A	N/A	-Η υπερβολική αντίδραση της αγοράς στην πληροφόρηση συνυπάρχει με την ελλιπή αντίδραση. -Η μετά την εξαγορά συνέχιση των μη κανονικών αποδόσεων είναι εξίσου συχνή με την αντιστροφή των προ εξαγοράς αποτελεσμάτων. -Επιβεβαιώνεται η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς που προβλέπει ότι οι μη κανονικότητες συχνά οφείλονται στη μεθοδολογία: Τα περισσότερα μη κανονικά μακροπρόθεσμα ευρήματα αναιρούνται με λογικές αλλαγές στον τρόπο μέτρησης.
14	Draper, P., Paudyal, K.	1999	HB	1988-1996	581 εταιρείες στόχοι και 349 εταιρείες αγοραστές. Όλες εισηγμένες στο London Stock Exchange.	-5 έως +5 ημέρες.	-Οι μέτοχοι των εταιρειών που υπόκεινται σε εξαγορά, επωφελούνται σημαντικά από την ανακοίνωση προσφοράς εξαγοράς, με αθροιστικές αποδόσεις πάνω από 11% στο διάστημα ανακοίνωσης. -Οι εξαγοράζουσες εταιρείες εμφανίζουν απώλειες της τάξης του -1%. -Μια μικρή υπεραξία προστίθεται στη συνολική αξία των δύο εταιρειών: Η εξαγορά παράγει αξία, και οι μεν κερδίζουν σημαντικά, οι δε δεν ζημιώνονται. -Η ωφέλεια από τις ανακοινώσεις εξαγορών εμφανίζει διακύμανση ανάλογα με τα χρόνια, και γενικώς φθίνει. Η μεταβολή όμως το διάστημα των ανακοινώσεων είναι περίπου ίδια όλες τις χρονιές. -Οι αποδόσεις για τους μετόχους εξαρτώνται από τον τρόπο πληρωμής: Η αξία των εταιρειών-στόχων αυξάνεται περισσότερο όταν για την πληρωμή υπάρχει η δυνατότητα επιλογής (μετρητά ή μετοχές). -Η ανακοίνωση της εξαγοράς επιφέρει αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας και για τις δύο εμπλεκόμενες εταιρείες, με αφετηρία μία ημέρα πριν την ανακοίνωση. Η μέθοδος αποζημίωσης είναι σημαντική. -Η ανακοίνωση της εξαγοράς ακολουθείται από σημαντική μείωση της διαφοράς τιμής προσφοράς και ζήτησης. (λόγω αύξησης του όγκου σε κάθε συναλλαγή, και της αυξημένης εμπορευσιμότητας).
15	Chakravarty, S.	2001	ΗΠΑ	Νοέμβριος 1990-Ιανουάριος 1991 (3 μήνες)	Εταιρείες στο NYSE. Τυχαίο δείγμα από τις εταιρείες που διαπραγματεύονται στο NYSE, έπειτα από κατηγοριοποίηση βάσει μεγέθους (TORQ Data). Σύνολο 97 εταιρείες που εμφάνισαν αύξηση στην τιμή τους τουλάχιστον 5% το υπό εξέταση τρίμηνο (ανεξάρτητα από εξαγορές!)	3 μήνες.	-Επιβεβαιώνεται η υπόθεση των Barclay, Warner (1993): Οι μεσαίου μεγέθους συναλλαγές που αφορούν τις μετοχές μιας εταιρείας συνδέονται με σωρευτικές μεταβολές στην τιμή της μετοχής δυσανάλογα μεγάλες σε σχέση με το ποσοστό των συναλλαγών αυτών επί συνόλου των συναλλαγών και του όγκου. -Οι θεσμικοί φορείς και ιδρύματα δραστηριοποιούνται κατά κόρον στον τομέα των μεσαίου μεγέθους συναλλαγών, ένδειξη ότι πρόκειται για φορείς που έχουν πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση.
16	Sharma, D., Ho, J.	2002	Australia	1986-1991	72 Αυστραλιανές εισηγμένες εταιρείες που συμμετείχαν σε 36 εξαγορές. Προϋπόθεση να υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα τουλάχιστον για 2 χρόνια πριν και μετά την εξαγορά.	-3 έως +3 χρόνια.	-Δεν παρατηρείται αξιοσημείωτη θετική μεταβολή στη λειτουργική αποδοτικότητα των εταιρειών σε βάθος τριετίας. Ειδικά σε περιπτώσεις εσφαλμένων Σ&Ε, η μακροχρόνια αποδοτικότητα φθίνει σημαντικά. -Εντοπίζονται ισχυρές ενδείξεις ότι οι εξαγορές εταιρειών από διαφορετικούς επιχειρηματικούς τομείς έχουν παρόμοιες επιδράσεις με εκείνες που σχετίζονται με τον πυρήνα των κύριων δραστηριοτήτων της εταιρείας. -Ασήμαντη είναι η διαφοροποίηση στη λειτουργική αποδοτικότητα που οφείλεται στο διαφορετικό τρόπο χρηματοδότησης/αποζημίωσης.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
17	Fuller, K., Netter, J.,Stegemoller, M.	2002	ΗΠΑ	1990-2000	Εταιρείες που διαπραγματεύονται στο AMEX, Nasdaq ή NYSE και κάνουν 5 ή περισσότερες εξαγορές σε διάστημα 3 ετών. Συνολικό δείγμα: 3.135 εξαγορές. Το 81% αυτών αφορούν ιδιωτικές ή θυγατρικές εταιρείες στόχους.	-2 έως +2 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (σύνολο 5 ημέρες)	-Οι αγοραστές έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις όταν αποκτούν εισηγμένες εταιρείες-στόχους, ενώ έχουν σημαντικά θετικές αποδόσεις όταν αποκτούν μη εισηγμένες ή θυγατρικές εταιρείες. -Για εξαγορές εισηγμένων στόχων με μετρητά ή συδυασμό μετρητών-μετοχών, οι αγοραστές δεν έχουν σημαντικές αποδόσεις. Προκύπτουν όμως σημαντικές απώλειες στην περίπτωση της προσφοράς μόνο μετοχών. Στις περιπτώσεις μη εισηγμένων ή θυγατρικών, οι αποδόσεις για τους αγοραστές είναι σημαντικά θετικές, περισσότερο όταν ο τρόπος αποζημίωσης είναι με εμπράγματα δικαιώματα. -Όσο σχετικά μεγαλύτερη είναι η εταιρεία στόχος, τόσο καλύτερες οι αποδόσεις για τους αγοραστές, όταν πρόκειται για ιδιωτικές εταιρείες ή θυγατρικές. Το αντίθετο για δημόσια διαπραγματευόμενες εταιρείες.
18	Doukas, Holmen, Travlos	2002	Σουηδία	1980-1995	93 εταιρείες που απέκτησαν-εξαγόρασαν 101 στόχους	-3 έως +3 χρόνια, και -5 έως +5 ημέρες. Η διαμόρφωση του μοντέλου της αγοράς γίνεται με στοιχεία μιας περιόδου 180 ημερών που τελειώνει 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση της προσφοράς.	-Εξαγορές διασποράς/διαφοροποίησης δραστηριοτήτων αποφέρουν αρνητικά αποτελέσματα αποδόσεων για τις εταιρείες-αγοραστές, κατά μέσο όρο \$10 εκ. γύρω από την περίοδο ανακοινώσεων, και μακροπρόθεσμα μια μείωση της τάξης του 4% τρία χρόνια αργότερα. -Θετικές αποδόσεις τα επόμενα τρία χρόνια προκύπτουν μόνο από επενδύσεις-εξαγορές που σχετίζονται με το βασικό πυρήνα δραστηριοτήτων της εταιρείας. -Στις ενδοομιλικές εξαγορές τα κέρδη είναι μηδενικά ανεξάρτητα από το αν η επένδυση είναι σε διαφοροποιημένη παραγωγή ή στις βασικές δραστηριότητες (αφού η εταιρεία στόχος βρίσκεται ήδη υπό τον έλεγχο του κοινού ομίλου). -Οι εταιρείες που γίνονται στόχοι εξαγοράς ενδοομιλικά, εμφανίζουν σημαντικά κέρδη. -Οι ενδοομιλικές συναλλαγές δεν συσχετίζονται σημαντικά με την αποδυνάμωση των μικροεπενδυτών, παρόλο που στο θέμα των δικαιωμάτων ελέγχου συνολικά ευνοούνται οι μεγάλοι επενδυτές.
19	Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M.	2004	ΗΠΑ	1980-2001	12.023 εξαγορές από δημόσια διαπραγματευόμενες εταιρείες, με στόχους εταιρείες που διαπραγματεύονται ή όχι σε κάποιο χρηματιστήριο, ή θυγατρικές.	-1 έως +1 ημέρα γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης.	-Οι μικρές εταιρείες έχουν καλύτερα αποτελέσματα σε σχέση με τις μεγαλύτερες όταν ανακοινώνουν μια εξαγορά. -Τα αποτελέσματα αυτά είναι ιδιαίτέρως θετικά, πλην των εξαγορών δημόσια διαπραγματευόμενων εταιρειών με ανταλλαγή μετοχών. -Οι μέτοχοι των μεγάλων εταιρειών έχουν μεγάλες απώλειες όταν αυτές ανακοινώνουν εξαγορές δημόσια διαπραγματευόμενων εταιρειών ανεξαρτήτως του τρόπου εξόφλησης. -Δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η επίδραση του μεγέθους στις μελλοντικές αποδόσεις αντιστρέφεται με το πέρασμα του χρόνου. -Στις αποφάσεις εξαγορών στις μεγάλες εταιρείες, ενυπάρχει η αλλαζονία των managers.
20	Conn, R., Cosh, A., Hudges, A.	2005	ΗΒ	1984-1998	4.344 ολοκληρωμένες εξαγορές που διενεργήθηκαν από εταιρείες του ΗΒ, και αφορούν ειδηγμένες και μί εταιρείες στόχους, τόσο εντός όσο και εκτός συνόρων του ΗΒ.	Από την περίοδο Ανακοίνωσης έως και τρία χρόνια μετά την εξαγορά.	-Οι εξαγορές εγχώριων εισηγμένων εταιρειών επιφέρουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις -0,99% την περίοδο ανακοίνωσης και -22% σε τρία χρόνια. -Στις περιπτώσεις εισηγμένων στόχων εκτός συνόρων: Μηδενικές αποδόσεις με την ανακοίνωση, -32% απόδοση σε τρία χρόνια. -Οι εξαγορές ιδιωτικών/μη εισηγμένων εταιρειών είτε εντός είτε εκτός συνόρων έχουν σημαντικά θετικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις ανακοίνωσης και μηδενικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Γενικά οι εξαγορές ιδιωτικών στόχων κυριαρχούν στο δείγμα. -Οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι γενικά χαμηλότερες όταν υφίστανται μεγάλες πολιτισμικές διαφορές μεταξύ ΗΒ και Χώρας της εξαγοράς. -Οι εξαγορές με μετρητά έχουν γενικά χειρότερες βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, εκτός από τις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών, που αποδίδουν χειρότερα στις περιπτώσεις ανταλλαγής μετοχών.
21	Faccio, M., Masulis, R.	2005	Ευρώπη	1997-2000	3.667 εξαγορές και συγχωνεύσεις από 1.349 εταιρείες αγοραστές σε 13 Ευρωπαϊκές Χώρες (Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland,U.K)	N/A	-Όταν ο βασικός μέτοχος της εταιρείας που κάνει την εξαγορά κατέχει ένα ενδιάμεσο ποσοστό 20-60%, προτιμάται η πληρωμή με μετρητά (Φόβοι απώλειας του ελέγχου της εταιρείας). -Ομοίως όταν απειλείται η δυνατότητα ελέγχου μέσω της ψήφου (ιδίως όταν οι μετοχές της εταιρείας στόχου εμφανίζουν αυξημένη συγκέντρωση). -Οι ευρωπαϊκές εταιρείες αγοραστές έχουν την τάση να προτιμούν την πληρωμή με μετοχές, όσο περισσότερο αδυνατίζει η οικονομική εποπτεία και απόδοση. -Στην επιλογή χρηματοδότησης Ε&Σ στις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, λαμβάνονται υπόψη τόσο τα οικονομικά μεγέθη και κατάσταση της εταιρείας αγοραστή, όσο και η διατήρηση ελέγχου αυτής. -Εταιρείες που έχουν πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση πληρώνουν σε μετρητά. -Όταν η εταιρεία στόχος είναι ήδη υπό τον έλεγχο του αγοραστή, πληρωμή με μετοχές. -Η πληρωμή με μετοχές είναι λιγότερο συνηθισμένη στις εξαγορές μη εισηγμένων στόχων ή θυγατρικών, στο πλαίσιο αποτροπής της συσσώρευσης μετοχών στα χέρια των βασικών μετόχων των στόχων.
22	Cai, B.M., Cai, C.X., Keasey, Kevin	2006	China	1-30 Σεπ 2001	566 μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Σανγάνη (Shanghai Stock Exchange - SHSE)	1 μήνας (30 ημέρες)	-Οι μεγάλες συναλλαγές φαίνεται να έχουν τη μεγαλύτερη επίδραση στη μεταβολή των τιμών. Αυτό ενδεχομένως οφείλεται είτε σε προσπάθεια χειραγώγησης, μέσω μεγάλων συναλλαγών, είτε στην απροκάλιπτη δράση εσωτερικά ενημερωμένων συναλλακτών.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
23	Draper, P., Paudyal, K.	2006	HB	1981-2001	8.597 περιπτώσεις εξαγορών εταιρειών στο HB από τις οποίες μόλις 1.098 αφορούν απόκτηση εισηγμένης εταιρείας ενώ οι υπόλοιπες (7.499) μη εισηγμένες. Οι εξαγοράζουσες εταιρείες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο του HB (LSE, AIM, USM ή London Tech)	-20 έως +20 ημέρες και -1 έως +1 ημέρα.	-Το σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών, επηρεάζει τα συνολικά κέρδη της εξαγοράς. -Διαπιστώνονται ισχυρές ενδείξεις εξαρτημένης σχέσης από το είδος και την κατάσταση της εταιρείας-στόχου, τον τρόπο πληρωμής και τον συνδυασμό αυτών. -Η εξαγορά μιας μη εισηγμένης από μια εισηγμένη, είναι μια εξαιρετικά ελκυστική επιλογή για την μεγέθυνση των οικονομικών στοιχείων της εξαγοράζουσας εταιρείας και των μετόχων αυτής, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.
24	Faccio, M., McConnell, J., Stolin, D.	2006	17 Δυτικό-ευρωπαϊκές Χώρες	1996-2001	Εταιρείες σε 17 Ευρωπαϊκές Χώρες που εξαγόρασαν, σε ευρωπαϊκές και μη χώρες, εταιρείες στόχους εισηγμένες ή θυγατρικές ή μη εισηγμένες. Συνολικά εξεταζόμενες εξαγορές: 4.429, με μεγάλο μερίδιο αποκτούσες εταιρείες στο HB (2.750 εταιρείες).	5 ημέρες (-2, +2)	-Οι εταιρείες που εξαγοράζουν χρηματιστηριακούς στόχους έχουν μηδενικές ή ελαφρώς αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο των ανακοινώσεων (-2,+2ημέρες) των συγχωνεύσεων, σε αντίθεση με εκείνες που εξαγοράζουν μη χρηματιστηριακές εταιρείες και οι οποίες έχουν θετικές και μάλιστα σημαντικές CAR. -Η αύξηση πλούτου είναι σημαντικά μεγαλύτερη στη δεύτερη περίπτωση και αυτό διαπιστώνεται διαχρονικά και σε όλες τις περιπτώσεις χωρών. -Οι αποδόσεις δεν εξαρτώνται από κανέναν παράγοντα παρά μόνο από το μέγεθος της εταιρείας που κάνει την εξαγορά και το αν η εταιρεία-στόχος είναι εντός ή εκτός χρηματιστηρίου, όπως άλλωστε και στις ΗΠΑ. (βλ. (Chang (1998), Fuller, Netter, and Stegemoller (2002)).
25	Antoniou, A., Petmezas, D., Zhao, H.	2007	HB	1987-2004	319 διαφορετικές εταιρείες εμπορευόμενες δημόσια στο LSE που έχουν πραγματοποιήσει εξαγορές συχνά (τουλάχιστον τρεις μέσα σε τρία χρόνια). Σύνολο προσφορών 1401.	-2 έως +2 ημέρες (βραχυπρόθεσμη μελέτη) και 1, 2 και 3 χρόνια (μακροπρόθεσμη) μετά την ανακοίνωση.	-Βραχυπρόθεσμα, οι εταιρείες που κάνουν εξαγορές κερδίζουν σημαντικά όταν αγοράζουν μη εισηγμένες και θυγατρικές (subsidiary companies) εταιρείες, ενώ γενικά έχουν κατά μέσο όρο μηδενική μεταβολή όταν εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρείες-στόχους. -Μακροπρόθεσμα, οι εταιρείες που κάνουν πολλές και συχνές εξαγορές, εμφανίζουν σημαντικές απώλειες, ανεξάρτητα από το είδος της εξαγοραζόμενης. -Η Αγορά εμφανίζει αρχικά μια υπερασισμό αντίδραση στις ανακοινώσεις εξαγορών, η οποία μετριάζεται όσο αυτές αυξάνονται.
26	Tuch, C., O'Sullivan, N.	2007	N/A	N/A	N/A	N/A	-Επιθετικές εξαγορές, συμφωνίες για πληρωμή τοις μετρητοίς και εξαγορές στον ίδιο κλάδο σχετίζονται με βελτιωμένη (ή όχι τόσο αρνητική) απόδοση. -Σε περίοδο εξαγορών, καλύτερες αποδόσεις εμφανίζουν οι εξαγορές που λαμβάνουν χώρα στην αρχή της περιόδου. -Η ισχυρή απόδοση μιας εταιρείας στην αγορά ενισχύει την πιθανότητα ύβρεως των managers ως προς τα "ανοίγματα". -Δεν εντόπιζονται σαφείς ενδείξεις ότι η απόδοση μετά την εξαγορά βελτιώνεται με το χρόνο.
27	Alexandridis, G., Antoniou, A., Zhao, H.	2007	HB	1985-2004	3227 οικονομικά σημαντικές εξαγορές εταιρειών εκτός χρηματιστηρίου.	-2 έως +2 ημέρες (βραχυπρόθεσμη μελέτη), +1 έτος από την ημέρα της ανακοίνωσης (μακροπρόθεσμη μελέτη)	-Η ύπαρξη έντονων διαφωνιών/διαφορών στις πεποιθήσεις για την προοπτική μιας μετοχής, στις περιπτώσεις εμπλοκής της εταιρείας σε εξαγορά προκαλεί έντονη απόδοση βραχυπρόθεσμα, οδηγώντας σε μεγάλες απώλειες διόρθωσης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
28	Doukas, J., Petmezas, D.	2007	HB	1980-2004	5.334 επιτυχείς εξαγορές μη εισηγμένων στόχων από εταιρείες εισηγμένες στο LSE. Οι εξαγορές αφορούν σε εγχώριες και ξένες εταιρείες στόχους, που αντιπροσωπεύουν 57 διαφορετικούς επιχειρηματικούς κλάδους. Κατηγοριοποιούνται, ανάλογα με τη συχνότητα με την οποία οι εταιρείες αγοραστές προβαίνουν σε εξαγορές: 3.844 εξαγορές από εταιρείες που πραγματοποίησαν περισσότερες από πέντε εξαγορές σε διάστημα τριών ετών, εντός της υπό μελέτη περιόδου. 1.490 απλές εξαγορές (οι εταιρείες έχουν κάνει λιγότερες από 5 εντός τριετίας). Η πρώτη από τις πολλαπλές εξαγορές μιας εταιρείας έχει θεωρηθεί ως απλή εξαγορά.	-2 έως +2 ημέρες γύρω από το γεγονός της ανακοίνωσης της εξαγοράς (βραχυπρόθεσμη μελέτη). 1, 2 και 3 χρόνια μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της πρώτης εξαγοράς (μακροπρόθεσμη μελέτη).	-Οι εξαγορές μη εισηγμένων εταιρειών που οφείλονται στη δράση managers με υπερβολική αυτοπέποιθηση, αποφέρουν μεν θετικές αποδόσεις, αλλά σε σημαντικά μικρότερο βαθμό σε σχέση με τις "απλές" εξαγορές. -Μακροπρόθεσμα οι εταιρείες που προχωρούν σε τέτοιες εξαγορές έχουν φτωχές αποδόσεις. -Οι μεταγενέστερες χρονικά εξαγορές έχουν σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τις πρώτες. -Οι αρχικές επιτυχείς εξαγορές αυξάνουν την αυτοπεποίθηση των managers οι οποίοι χρεώνουν την αρχική επιτυχία στις προσωπικές τους ικανότητες, οδηγώντας σε μεγαλύτερη πιθανότητα υβριστικής συμπεριφοράς και εμπλοκής σε περισσότερες και λιγότερο επιτυχείς εξαγορές.
29	Masulis, R., Wang, C., Xie, F.	2007	ΗΠΑ	1990-2003	3.333 εξαγορές από 1.268 εταιρείες.	-2 έως +2 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς.	-Οι εταιρείες αγοραστές με μεγαλύτερους εσωτερικούς περιορισμούς στην διενέργεια εξαγορών, εμφανίζουν σημαντικά χαμηλότερες μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. -Οι managers που υπόκεινται σε αυστηρότερο έλεγχο πειθαρχίας από την αγορά στο θέμα των εξαγορών, κάνουν γενικά καλύτερες εξαγορές. -Οι Διοικήσεις των εταιρειών που προστατεύονται με αντίμετρα εξαγορών, είναι μονωμένες παράλληλα και από τον έλεγχο της αγοράς, έχοντας έτσι περισσότερες πιθανότητες να ενδώσουν σε λιγότερο συνετές εξαγορές, που καταστρέφουν τον πλούτο των μετόχων.
30	Draper, P., Paudyal, K.	2008	HB	1985-2003	Προσφορές εξαγορών που διενεργήθηκαν από εταιρείες εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά εκ των LSE, AIM, USM ή London Tech του HB.	-2 έως +2 ημέρες	-Οι εταιρείες-αγοραστές για τις οποίες υπάρχει έντονα ασύμμετρη πληροφόρηση και ειδικά όσες είναι υποεκτιμημένες εμφανίζουν σημαντικά υψηλές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, επωφελούμενες από την ανακοίνωση συγχώνευσης. -Η ηγεσία των εταιρειών που είναι υποεκτιμημένες εξαιτίας έλλειψης πληροφόρησης της αγοράς έχει ισχυρά κίνητρα να προβεί σε εξαγορές - ή ανακοινώσεις εξαγορών - ώστε να προσελκύσει την προσοχή αναλυτών και επενδυτών. -Συνεπώς, τα κέρδη από εξαγορές μειώνονται ανάλογα με το πλήθος των εξαγορών ή ανακοινώσεων σε δεδομένη λογική περίοδο, αλλά και σε περιόδους αυξημένης κινητικότητας Σ&Ε, όπου όμως όσο νωρίτερα γίνουν τόσο (σχετικά) υψηλότερα αποδίδουν.
31	Betton, S., Eckbo, B., Thorburn, K.	2008	ΗΠΑ	1980-2005	Περισσότεροι από 35000 διαγωνισμοί για εξαγορά δημόσιων εταιρειών στόχων στις ΗΠΑ.	Βραχυπρόθεσμη Ανάλυση: Τρεις περίοδοι: -41 έως -2 ημέρες (προ ανακοίνωσης περιόδου), -1 έως +1 ημέρα, +2 έως τέλος (το πολύ +126 ημέρες). Μακροπρόθεσμη Ανάλυση: έως 5 χρόνια μετά.	-Οι εταιρείες-στόχοι εξαγορών εμφανίζουν σημαντικά κέρδη στις τιμές τους την περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς. Τα σημαντικότερα κέρδη εμφανίζονται στις περιπτώσεις αποζημίωσης με μετρητά. -Οι εταιρείες που κάνουν εξαγορές υποφέρουν από απώλειες, στις οποίες κρίριο ρόλο διαδραματίζει όχι ο τρόπος πληρωμής (ανταλλαγή μετοχών), αλλά το μέγεθος τους και το εάν η εξαγοραζόμενη εταιρεία είναι εισηγμένη ή μη.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
32	Malmendier, U., Tate, G.	2008	ΗΠΑ	1980-1994	394 μεγάλες εισηγμένες αμερικάνικες εταιρείες που έχουν εμφανιστεί τουλάχιστον 4 φορές στις λίστες του Forbes με τις μεγαλύτερες εταιρείες των ΗΠΑ, το διάστημα 1984-1994. (Το 48% είναι στον κατασκευαστικό τομέα.) Η μελέτη αφορά σε ολοκληρωμένες-επιτυχείς εξαγορές με στόχο εισηγμένες ή μη εταιρείες, μεγάλες θυγατρικές αλλά και ξένες εταιρείες.	-1 έως +1 ημέρες και -2 έως +2 ημέρες από την ανακοίνωση της εξαγοράς.	-Στις εταιρείες με άφθονους πόρους, οι έχοντες υπέρμετρη αυτοπεποίθηση CEOs, είναι πιο πιθανό να κάνουν εξαγορές χαμηλής ποιότητας (ως προς την παραγόμενη υπεραξία). -Οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις των εξαγορών που ανακοινώνονται από αλλαζόνες CEO είναι μικρότερες από εκείνες που προκύπτουν για εξαγορές από εταιρείες με λογικούς/ορθολογικούς CEO. -Οι CEO που είναι επιρρεπείς σε αλλαζονική συμπεριφορά, με τις επιλογές εξαγορών τους επιφέρουν σημαντικές απώλειες για τους μετόχους των εταιρειών τους. -Σε αντίθεση με τους CEO που επιδιώκουν τη δημιουργία μιας εταιρείας-αυτοκρατορίας στο χώρο της και οι οποίοι αδιαφορούν για τα συμφέροντα των μικρομετόχων, οι υπέρμετρα φιλόδοξοι CEO θεωρούν ότι με τις ενέργειές τους-εξαγορές, παράγουν αξία και υπεραξία.
33	Bris, A., Cabolis, C.	2008	39 Χώρες από όλον τον κόσμο	1989-2002	1.012 Σ&Ε. Οι 506 είναι εκτός συνόρων (cross-border) και οι άλλες 506 είναι εγχώριες. Για κάθε μία Σ&Ε εκτός συνόρων, μελετάται άλλη μια παρεμφερής εντός του κράτους που ανήκει η εταιρεία στόχος.	Από την εξαγορά έως και 1 έτος μετά.	-Η εξαγορά εταιρειών που βρίσκονται σε χώρες με ασθενές προστατευτικό επενδυτικό πλαίσιο από εταιρείες σε πιο ισχυρό περιβάλλον προστασίας, συνεπάγεται υψηλότερες αποδόσεις για τις εταιρείες στόχους, σε σύγκριση με μια αντίστοιχη εταιρεία, στόχο εγχώριας εξαγοράς, στην ίδια χώρα. -Υπάρχουν ενδείξεις ότι βελτιώσεις σε σημαντικές πτυχές των διαφοροποιημένων ανά εταιρεία κανονισμών λειτουργίας, χάρη στη συγχώνευση αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις μετά από αυτήν. -Το premium που καταβάλλεται στις διασυννοριακές εξαγορές είναι υψηλότερο σε σύγκριση με τις εγχώριες, όταν η αγοράζουσα προέρχεται από χώρα με αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο.
34	Ekkayokkaya, M., Holmes, P., Paudyal, K.	2009	Ευρωζώνη	1990-2004: τρεις υπο-περίοδοι: 1990-95, 1996-98, 1999-2004.	Τράπεζες χωρών της Ευρωζώνης, που εμπλέκονται σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές. Συνολικά 963 Σ&Ε.	3 ημέρες (-1, +1), και 41 ημέρες (-20, +20) γύρω από την ανακοίνωση.	-Τα κέρδη της περιόδου ανακοίνωσης δείχνουν να φθίνουν σημαντικά με την εξέλιξη της νομισματικής ένωσης. -Εγχώριες Εξαγορές: Συναλλαγές μηδενικής παρούσας αξίας και Εξωτερικές εξαγορές: σημαντικές αποδόσεις, την 1η υποπερίοδο. Αντίθετα τις υποπερίόδους 2 και 3 μηδενικές αποδόσεις, ανεξαρτήτως του είδους της εξαγοράς (εσωτερική-εξωτερική). -Τράπεζες εντός ή εκτός ευρωζώνης και στόχοι εντός ευρωζώνης: Ουδέτερη απόδοση τις περιόδους πριν το ευρώ και σημαντικές απώλειες στη μετά ευρώ περίοδο. Αντίθεση: Εξαγορές που αφορούν σε τραπεζικά ιδρύματα εκτός ευρωζώνης. -Εξαγορές στόχων με διαφορετικές δραστηριότητες: Βελτίωση των αποδόσεων σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. -Εξαγορές ιδρυμάτων με όμοιες δραστηριότητες, ανεξαρτήτως χώρας: σημαντικές απώλειες στη μετά ευρώ εποχή. -Οι μικρές τράπεζες που κάνουν εξαγορές κερδίζουν σχετικά περισσότερα από τις μεγάλες. -Τα κέρδη είναι μεγαλύτερα όταν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά.
35	Petmezas, D.	2009	HB	1984-2003	2973 επιτυχημένες εγχώριες εξαγορές από εταιρείες που διαπραγματεύονται δημόσια, στο London Stock Exchange (LSE).	-2 έως +2 ημέρες, και +1 έως +3 χρόνια σε σχέση με την ανακοίνωση της εξαγοράς.	-Σε περιόδους γενικής ευφορίας, οι αισιόδοξες προβλέψεις και πεποιθήσεις των επενδυτών αποτελούν σημαντικό παράγοντα απόδοσης των εξαγορών, καθώς αυξάνεται σημαντικά η τιμή των συγχωνευόμενων εταιρειών. -Οι εξαγορές που ανακοινώνονται σε περιόδους υψηλής κινητικότητας του χρηματιστηρίου μακροπρόθεσμα οδηγούν σε μεγάλες απομειώσεις στις τιμές μετοχών των εταιρειών-αγοραστών. Πιο συγκεκριμένα, οι βραχυπρόθεσμες θετικές αποδόσεις, αναστρέφονται πλήρως μέσα στα επόμενα 1-3 χρόνια.
36	Anderson, H., Marshall, B., Wales, R.	2009	Ευρώπη	1997-2004	534 Σ&Ε που αφορούν σε κάποια εισηγμένη εταιρεία στόχο, σε 24 κράτη της Ευρώπης, με διαφορετική διαβάθμιση στο νομοθετικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών (χωρίζεται σε 5 διαβαθμίσεις).	-20 έως +20 ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης	-Οι αποδόσεις της περιόδου μετά την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς, για τις εταιρείες στόχους, είναι υψηλότερες στις χώρες, όπου υπάρχει ισχυρό προστατευτικό πλαίσιο για τους επενδυτές. Φαίνεται δηλαδή ότι οι εταιρείες που προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζονται να προσφέρουν μεγαλύτερη τιμή εξαγοράς. -Οι εταιρείες που γίνονται στόχοι εξαγορών έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ σε περιβάλλον προστασίας των επενδυτών
37	Aharon, D., Gavius, I., Yosef, R.	2010	ΗΠΑ	1993-2005	4.166 δημόσια διαπραγματευόμενες εταιρείες που εξαγοράστηκαν από άλλες ομοίως δημόσια διαπραγματευόμενες. Οι εταιρείες στόχοι ανήκουν σε 3 κύριους επιχειρηματικούς τομείς: α. Υψηλή τεχνολογία, β. Κατασκευές, γ. Εμπόριο και	4 υποπερίοδοι: α. 1993-1997 (πριν την τεχνολογική φούσκα), β. 1998-Μαρ 2000 (περίοδος φούσκα), γ. Απρ 2000-2002 (σκάσιμο της φούσκας), δ. 2003-2005 (περίοδος μετά το σκάσιμο).	-Τις περιόδους "φούσκα" του χρηματιστηρίου οι Ε&Σ εμφανίζουν σημαντική αύξηση σε όλους τους επιχειρηματικούς τομείς, που όμως ακολουθείται σύντομα από διόρθωση στα προ-φούσκας επίπεδα καθώς και περαιτέρω μείωση τα επόμενα χρόνια, παρά τη γενική επάνοδο της αγοράς στο ίδιο διάστημα. -Την "περίοδο φούσκας" και όταν αυτή σκάσει, η επενδυτική προσέγγιση βασίζεται περισσότερο σε μελλοντικές προσδοκίες για τις εταιρείες στόχους, και όχι στην πραγματική τους αποδοτικότητα. Το αντίθετο συμβαίνει τις περιόδους πριν και μετά τη φούσκα. 3. Στο πλαίσιο της γενικής ευφορίας της περιόδου φούσκα, οι επίδοξοι επενδυτές (εκτός χρηματιστηρίου), πήραν περισσότερα ρίσκα, επιδιώκοντας μεγαλύτερα οφέλη. Ωστόσο, έχοντας μάθει από αντίστοιχα γεγονότα είναι πιο προσεκτικοί, και επηρεάζονται λιγότερο από τα περιοδικά συναισθήματα ευφορίας και απογοήτευσης της αγοράς.

A/A	Συγγραφείς	Έτος	Χώρα αναφοράς	Περίοδος	Είδος Εταιρειών	Χρονικό Διάστημα Μελέτης του γεγονότος	Κυριότερα Ευρήματα-Συμπεράσματα
38	Alexandridis, G., Petmezas, D., Travlos, N.	2010	39 Χώρες από όλον τον κόσμο	1990-2007	4.577 εξαγορές εταιρειών που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήριο, από εταιρείες που είναι ή δεν είναι εισηγμένες	-2 έως +2 ημέρες.	-Η ανακοίνωση δημόσιων εξαγορών σε όλο τον κόσμο γενικά βελτιώνει τη θέση των εταιρειών αγοραστών, εκτός από τις περιπτώσεις των πιο ανταγωνιστικών αγορών (ΗΒ, ΗΠΑ, Καναδάς - ΗΗΚ), όπου ο ανταγωνισμός είναι μεγαλύτερος και οι εξαγορές δεν αποδίδουν το ίδιο. -Οι συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή μετοχών δεν φαίνεται να έχουν τόσο αρνητικές συνέπειες στον υπόλοιπο κόσμο όσο στις ΗΗΚ, ίσως λόγω της φθηνότερης τιμής, απόρροια του μικρότερου ανταγωνισμού. -Οι εξαγορές γενικά παράγουν κέρδη, όμως η κατανομή τους μεταξύ αγοραστών και εξαγοραζόμενων εταιρειών εξαρτάται από το βαθμό ανταγωνιστικότητας εντός της αγοράς, με πιο άνιση κατανομή στις λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές.
39	Ascioglu, A., Comerton-Forde, C., McInish, T.	2011	Ιαπωνία	Ιαν-Οκτ 2003	269 εταιρείες που διαπραγματεύονται 100 μετοχές ανα συναλλαγή και 675 εταιρείες για μέγεθος 1000 μετοχές ανά συναλλαγή. Εταιρείες που εμφανίζουν μια θετική μεταβολή στην τιμή τους τουλάχιστον 5% στην περίοδο εξέτασης	10 μήνες (Ιαν-Οκτ)	-Επιβεβαιώνεται η υπόθεση περί συγκεκαλυμμένων συναλλαγών (stealth trading hypothesis) των Barclay, Warner (1993), με μία διαφοροποίηση: Η σωρευτική μεταβολή της τιμής των μετοχών μιας εταιρείας εξαρτάται σημαντικά όχι μόνο από τις μεσαίες αλλά και τις μικρού μεγέθους-όγκου συναλλαγές, και μάλιστα περισσότερο από τις τελευταίες. -Από το 2000 και εξής έχουν μειωθεί σημαντικά τα κόστη μικρών συναλλαγών, χάρη στη μείωση του βήματος μεταβολής της τιμής των μετοχών. Έτσι, παρατηρείται μια μετακίνηση των αγοραστών που έχουν εσωτερική πληροφόρηση προς τις συναλλαγές μικρού μεγέθους-όγκου. -Οι μεγάλοι όγκοι συναλλαγές και οι μεσαίοι αυξάνονται, και επιτρόσθετα συνεισφέρουν περισσότερο στη σωρευτική μεταβολή της τιμής, τις ημέρες υψηλής εμπορευσιμότητας, δεδομένου ότι οι έχοντες την πληροφόρηση: α. δε φοβούνται μήπως αποκαλυφθούν, β. επιχειρούν να αποτρέψουν το ενδεχόμενο να αναστραφεί η αγορά εναντία τους
40	Gao, Y., Oler, D.	2011	ΗΠΑ	1990-2001	Δείγμα 1ο: 976 εταιρείες στόχοι εξαγοράς στο χρηματιστήριο NYSE. 976 ανακοινώσεις εξαγοράς, ολοκληρώθηκαν το 72%. Δείγμα 2ο (για τις φήμες εξαγοράς): 159 εταιρείες για τις οποίες υπήρχαν δημοσιεύματα στη WSJ το υπό εξέταση διάστημα.	Δείγμα 1ο: -50 ημέρες έως την ημέρα ανακοίνωσης. Δείγμα 2ο: +70 ημέρες μετά την εμφάνιση του πρώτου δημοσιεύματος.	-Η περίοδος πριν την ανακοίνωση μιας εξαγοράς χαρακτηρίζεται από μειωμένη ευκαιρία ρευστοποίησης για τις εταιρείες στόχους και τις παρεμφερείς με αυτές ως προς κλαδο, μέγεθος και δείκτη book-to-market. (αύξηση της διαφοράς μεταξύ τιμής πώλησης και αγοράς, μείωση της ζήτησης). -Η στρατηγική πώλησης μετοχών εταιρειών που εμπλέκονται σε φήμες εξαγορών, αποδεικνύεται επωφελής, καθώς μόνο το 12,6% αυτών καταλήγει τελικά σε ανακοίνωση εξαγοράς. -Από τις εταιρείες-στόχους εξαγορών, όσες έχουν εμπλακεί σε φήμες, παρουσιάζουν αυξημένη κινητικότητα πολύ πριν σε σχέση με εκείνες για τις οποίες δεν υπάρχουν φήμες.
41	Clements, M., Singh, H.	2011	ΗΠΑ	1 Ιαν 2001-30 Ιουν 2006	1ο Δείγμα (Μελέτη της ύπαρξης αγορών λόγω εσωτερικής πληροφόρησης ταυτόχρονα με ηθελημένες πωλήσεις μετοχών): Εταιρείες που διαπραγματεύονται στο American Stock Exchange (AMEX) ή στο New York Stock Exchange (NYSE) και έγιναν στόχοι ολοκληρωμένων εξαγορών. Σύνολο 393 εταιρείες-εξαγορές. 2ο Δείγμα (Μελέτη της αποδοτικότητας πώλησης των μετοχών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς): Όλες οι εταιρείες που εμφανίστηκαν ως επικείμενοι στόχοι στη WSJ	1ο Δείγμα: -50 έως +1 ημέρα γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. 2ο Δείγμα: 70 ημέρες από το πρώτο δημοσίευμα.	-Στην περίοδο πριν την ανακοίνωση επιτυχημένης εξαγοράς εντοπίζεται δραστηριότητα συναλλαγών τόσο εσωτερικής πληροφόρησης (αγορά) όσο και αντίθετης κατεύθυνσης (πώληση), για τις μετοχές της εταιρείας στόχου. -Εντοπίζονται θετικές μη κανονικές αποδόσεις και μη κανονικός όγκος συναλλαγών την περίοδο πριν την ανακοίνωση, όμως με μια χρονική διαφορά στην εμφάνιση. Πρώτα εμφανίζονται αυξημένες συναλλαγές, ένδειξη ότι για κάποιο διάστημα, τα αναμενόμενα κέρδη λόγω αύξησης της ζήτησης, αντισταθμίζονται από αυξημένη προσφορά εκ μέρους των μετόχων. -Η πώληση μετοχών μιας εταιρείας, όταν επίκειται εξαγορά αυτής (σύμφωνα με τις φήμες) αποδεικνύεται ωφέλιμη πρακτική.
42	Netter, J., Stegemoller, M., Wintoki, M.B.	2011	ΗΠΑ	1992-2009	311.894 εξαγορές εγχώριες ή εκτός συνόρων, από εισηγμένες ή μη κρατικές και ιδιωτικές εταιρείες με μόνο περιορισμό, η εξαγοράζουσα να κατέχει ποσοστό μικρότερο του 50% πριν την εξαγορά και να κατέχει μεγαλύτερο από 50% μετά.	(-100,-3), (-2,+2), (0,+10), και (0,+100) γύρω από την ανακοίνωση εξαγοράς.	-Τα κύρια χαρακτηριστικά των συμφωνιών Σ&Ε, όπως είναι ο αριθμός και το μέγεθος των συναλλαγών, η σημασία των μη εισηγμένων εταιρειών και οι εκτός συνόρων εξαγορές διαφέρουν σημαντικά όταν αρθούν οι περιορισμοί στην επιλογή του δείγματος. -Αποδεικνύεται ότι ενώ οι μεγάλες συναλλαγές αποτελούν ένα μικρό ποσοστό του συνόλου των συναλλαγών, η αξία αυτών συνεισφέρει σχεδόν αποκλειστικά στη συνολική αξία του όγκου των συναλλαγών. -Οι Σ&Ε δεν εμφανίζουν τόσο πολλές ή μεγάλες διακυμάνσεις, όπως έχει βρεθεί σε άλλες έρευνες με μικρό δείγμα. Περιόδους κορύφωσης και ύφεσης παρουσιάζουν κυρίως οι δραστηριότερες εξαγορών στις οποίες προβαίνουν εισηγμένες εταιρείες, και οι μεγάλες συναλλαγές. Όταν συμπεριληφθούν μικρότερες σε αξία συμφωνίες, και μη εισηγμένες εταιρείες η τάση αυτή φαίνεται να εξομαλύνεται, τόσο γενικά όσο και ανά κατηγορία βιομηχανικής δραστηριότητας. -Μικρή είναι η συσχέτιση μεταξύ Σ&Ε και Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς -Η δραστηριότητα Σ&Ε αυξάνει το συνολικό πλούτο της αγοράς, ενώ και οι εταιρείες-αγοραστές εμφανίζουν κέρδη στην πλειψηφία των Σ&Ε, παρά τη σημαντική μείωση που παρατηρείται από το 1992 έως το 2009. -Υπάρχουν ενδείξεις ότι οι συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετοχές δεν επιφέρουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας. Εξάλλου φαίνεται ότι αυτός ο τρόπος πληρωμής-χρηματοδότησης είναι ο πιο συνηθισμένος, και μάλιστα ανεξάρτητα από το αν τελικά παράγονται σημαντικά θετικές ή αρνητικές αποδόσεις.

Παράρτημα Β'

**Ημερήσιες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (%) για [-30,+30]
ανά Εταιρεία και Μέθοδο Υπολογισμού.**

Alpha Trust Ανδρομέδα AEEX			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,23	0,24	0,21
-29	-0,18	-0,18	-0,15
-28	-0,18	-0,18	-0,95
-27	1,06	1,06	1,36
-26	-0,59	-0,59	-0,50
-25	-0,60	-0,59	-0,85
-24	0,64	0,65	0,41
-23	0,64	0,64	0,82
-22	-0,18	-0,18	0,38
-21	-0,18	-0,18	0,24
-20	0,22	0,23	0,34
-19	0,22	0,22	0,32
-18	-0,99	-0,99	-0,19
-17	-0,59	-0,59	-0,42
-16	-0,18	-0,18	-0,02
-15	-1,00	-1,00	-0,33
-14	-0,60	-0,59	-0,70
-13	-0,18	-0,18	-0,43
-12	0,23	0,23	-0,07
-11	1,05	1,05	0,82
-10	-0,18	-0,18	-0,23
-9	-0,59	-0,59	-0,17
-8	-0,18	-0,18	0,09
-7	-0,18	-0,18	-0,39
-6	-0,18	-0,18	-0,40
-5	0,63	0,63	0,85
-4	0,22	0,22	0,52
-3	-0,59	-0,58	-0,26
-2	-0,18	-0,18	-0,45
-1	-0,59	-0,59	-0,51
0	0,22	0,23	0,30
+1	-0,59	-0,59	-0,53
+2	-0,18	-0,18	0,11
+3	-0,59	-0,59	0,03
+4	-0,59	-0,59	-0,52
+5	-0,18	-0,18	-0,14
+6	0,64	0,64	0,30
+7	0,22	0,23	0,48
+8	-0,18	-0,18	0,00
+9	-0,18	-0,18	-0,16
+10	0,22	0,22	0,32
+11	1,43	1,43	0,72
+12	1,40	1,41	1,33
+13	-0,18	-0,18	-1,05
+14	-0,18	-0,18	-0,68
+15	0,99	0,99	0,25
+16	0,59	0,59	0,34
+17	-0,18	-0,18	0,12
+18	-0,57	-0,56	-0,44
+19	1,35	1,36	0,70
+20	1,33	1,33	0,80
+21	-0,93	-0,93	-0,76
+22	0,57	0,57	0,46
+23	-1,30	-1,30	-0,69
+24	0,19	0,20	0,94
+25	2,45	2,45	1,61
+26	0,55	0,55	0,66
+27	0,18	0,18	0,45
+28	-3,08	-3,08	-2,01
+29	0,56	0,56	0,48
+30	-0,18	-0,18	0,53

Ερμής Επιχειρήσεις Ακινήτων ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-0,14	-0,11	-0,04
-29	-0,40	-0,37	-0,09
-28	0,89	0,93	-1,14
-27	0,88	0,92	0,71
-26	1,38	1,41	-1,13
-25	0,86	0,89	-0,58
-24	2,09	2,12	-0,04
-23	-0,14	-0,11	-0,83
-22	2,04	2,07	2,97
-21	-0,62	-0,58	-0,21
-20	-1,09	-1,06	-2,98
-19	1,78	1,81	0,25
-18	-2,74	-2,70	-2,21
-17	2,76	2,80	2,47
-16	0,09	0,13	1,93
-15	0,09	0,13	2,32
-14	3,37	3,40	0,93
-13	-0,59	-0,56	-0,23
-12	0,77	0,80	1,60
-11	-0,82	-0,78	2,37
-10	0,77	0,80	0,57
-9	-1,27	-1,23	0,87
-8	-1,96	-1,93	-0,22
-7	0,09	0,12	-1,75
-6	-1,99	-1,96	-1,67
-5	-1,55	-1,52	-0,07
-4	-2,53	-2,50	-2,20
-3	-1,12	-1,09	-2,56
-2	-0,39	-0,36	0,50
-1	-2,37	-2,34	-0,41
0	-1,41	-1,37	-1,78
+1	2,94	2,97	2,09
+2	1,35	1,38	1,14
+3	0,84	0,87	1,62
+4	-2,08	-2,05	-1,69
+5	-1,13	-1,10	-1,20
+6	-1,64	-1,61	-1,74
+7	-2,43	-2,39	-1,18
+8	2,20	2,23	2,85
+9	-5,98	-5,95	-3,16
+10	0,13	0,16	2,20
+11	-1,75	-1,72	-2,59
+12	2,32	2,35	0,79
+13	-0,94	-0,91	-0,19
+14	-0,68	-0,65	-0,28
+15	-1,22	-1,19	-0,22
+16	2,04	2,08	0,67
+17	-2,28	-2,25	-2,85
+18	-2,60	-2,57	-2,94
+19	0,42	0,45	2,11
+20	-2,93	-2,89	-1,87
+21	-3,29	-3,26	0,46
+22	2,82	2,85	2,68
+23	-2,44	-2,41	1,14
+24	-0,73	-0,70	-1,32
+25	0,45	0,48	0,07
+26	-4,26	-4,23	-3,07
+27	-5,05	-5,02	-3,55
+28	-7,56	-7,53	-2,04
+29	2,65	2,68	1,63
+30	0,20	0,23	1,01

Alpha Bank AE			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-1,27	-1,19	-0,41
-29	-2,33	-2,25	-0,55
-28	0,85	0,93	-0,48
-27	0,69	0,77	1,23
-26	-0,98	-0,90	0,82
-25	0,01	0,08	1,51
-24	0,31	0,39	0,96
-23	-4,07	-3,99	0,10
-22	1,58	1,66	0,07
-21	-0,76	-0,68	-1,94
-20	2,80	2,88	1,46
-19	0,30	0,38	2,56
-18	-19,22	-19,14	-16,83
-17	-1,24	-1,16	-1,20
-16	-2,46	-2,38	-1,12
-15	-4,23	-4,15	-0,85
-14	-0,82	-0,74	1,01
-13	-0,92	-0,84	-0,95
-12	-1,73	-1,65	-0,35
-11	3,36	3,43	2,13
-10	2,74	2,82	1,07
-9	2,46	2,54	0,19
-8	-0,22	-0,14	0,04
-7	-2,46	-2,39	-0,89
-6	-1,85	-1,77	-1,53
-5	0,85	0,92	0,23
-4	2,47	2,55	1,10
-3	-0,88	-0,80	0,56
-2	-1,54	-1,46	-0,57
-1	-0,03	0,05	0,55
0	-0,13	-0,05	-0,12
+1	1,01	1,09	1,94
+2	-1,54	-1,46	-0,33
+3	-0,22	-0,14	-1,08
+4	0,16	0,24	0,20
+5	-1,46	-1,38	0,68
+6	-2,05	-1,97	-0,80
+7	-2,28	-2,20	-0,59
+8	-0,42	-0,34	-0,53
+9	-0,42	-0,34	0,10
+10	0,38	0,46	0,64
+11	-2,71	-2,64	-0,80
+12	3,97	4,05	2,36
+13	-0,42	-0,34	0,07
+14	2,63	2,71	2,26
+15	-0,80	-0,72	0,24
+16	-1,18	-1,11	-0,68
+17	-2,26	-2,18	-1,75
+18	2,26	2,33	1,96
+19	-0,90	-0,82	-0,48
+20	-2,36	-2,29	-1,49
+21	3,16	3,24	3,09
+22	0,16	0,24	0,38
+23	-0,41	-0,34	-0,26
+24	0,55	0,62	0,93
+25	0,73	0,81	0,83
+26	-0,22	-0,14	-1,45
+27	0,06	0,14	0,09
+28	0,06	0,14	0,90
+29	-0,79	-0,71	-0,28
+30	-2,39	-2,32	-0,09

PROTON Επενδυτική Τράπεζα ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	1,19	1,03	1,20
-29	-0,06	-0,22	0,11
-28	-0,06	-0,22	-0,11
-27	-1,30	-1,46	-1,53
-26	-0,06	-0,22	-0,14
-25	-0,06	-0,22	0,01
-24	-0,06	-0,22	0,11
-23	-1,31	-1,47	-1,37
-22	1,20	1,04	1,47
-21	-0,06	-0,22	-0,28
-20	-0,06	-0,22	-0,41
-19	-0,06	-0,22	-0,10
-18	-0,06	-0,22	0,07
-17	-0,06	-0,22	-0,20
-16	2,44	2,28	2,29
-15	-1,28	-1,44	-1,26
-14	-0,06	-0,22	-0,07
-13	1,17	1,01	1,29
-12	-0,06	-0,22	-0,12
-11	-1,28	-1,44	-1,50
-10	-0,06	-0,22	-0,46
-9	-0,06	-0,22	-0,58
-8	-0,06	-0,22	-0,09
-7	-0,06	-0,22	-0,64
-6	-0,06	-0,22	-0,25
-5	-0,06	-0,22	0,09
-4	1,17	1,01	1,37
-3	-0,06	-0,22	-0,12
-2	-0,06	-0,22	-0,12
-1	6,04	5,87	5,86
0	-1,21	-1,37	-1,67
+1	2,26	2,10	2,11
+2	-5,74	-5,91	-5,55
+3	-3,68	-3,84	-3,62
+4	-0,06	-0,22	0,21
+5	-0,06	-0,22	-0,13
+6	1,19	1,03	1,33
+7	-0,06	-0,22	-0,11
+8	1,17	1,01	1,12
+9	-0,06	-0,22	0,04
+10	-0,06	-0,22	-0,10
+11	-1,28	-1,44	-1,53
+12	-0,06	-0,22	-0,40
+13	-0,06	-0,22	-0,52
+14	-1,30	-1,46	-1,25
+15	-0,06	-0,22	-0,18
+16	-0,06	-0,22	-0,11
+17	-0,06	-0,22	0,10
+18	-0,06	-0,22	-0,29
+19	1,19	1,03	1,08
+20	-0,06	-0,22	-0,32
+21	-0,06	-0,22	-0,12
+22	-0,06	-0,22	-0,12
+23	-0,06	-0,22	-0,12
+24	3,64	3,48	3,35
+25	-0,06	-0,22	-0,13
+26	-0,06	-0,22	0,01
+27	-1,25	-1,41	-1,24
+28	-0,06	-0,22	-0,30
+29	-1,27	-1,43	-1,18
+30	-0,06	-0,22	-0,05

Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-1,22	-1,01	0,34
-29	-0,61	-0,41	-0,10
-28	-0,79	-0,58	-1,33
-27	1,93	2,14	0,68
-26	1,28	1,48	1,66
-25	2,01	2,21	0,17
-24	-2,08	-1,88	-0,60
-23	-2,78	-2,58	-0,42
-22	-1,04	-0,83	-0,80
-21	2,41	2,61	1,46
-20	-1,78	-1,57	-0,82
-19	-1,12	-0,91	-0,15
-18	-0,18	0,02	-0,37
-17	-0,95	-0,74	-0,95
-16	0,59	0,80	-0,24
-15	-0,78	-0,57	0,70
-14	-3,42	-3,21	-0,73
-13	-6,50	-6,29	-2,93
-12	0,78	0,98	0,93
-11	-5,06	-4,85	-1,05
-10	0,43	0,64	1,69
-9	0,43	0,63	-0,67
-8	2,70	2,91	1,33
-7	-0,44	-0,23	0,71
-6	-3,21	-3,00	-0,08
-5	0,23	0,43	1,26
-4	1,35	1,56	-0,02
-3	-0,07	0,14	-0,46
-2	2,05	2,26	0,11
-1	-0,17	0,04	0,27
0	1,36	1,56	0,33
+1	-3,00	-2,79	-2,70
+2	-1,25	-1,05	-0,91
+3	-0,99	-0,78	-1,74
+4	-0,71	-0,51	-0,47
+5	-1,73	-1,52	-0,07
+6	-2,49	-2,28	-0,20
+7	-3,67	-3,47	-0,56
+8	-0,44	-0,23	-0,79
+9	-0,24	-0,04	0,53
+10	1,03	1,24	1,32
+11	0,72	0,93	-0,41
+12	-1,68	-1,48	-0,13
+13	-2,86	-2,65	-2,17
+14	-2,32	-2,12	-0,59
+15	0,27	0,48	0,66
+16	-2,85	-2,64	-0,89
+17	-0,64	-0,44	-0,23
+18	0,18	0,39	-0,35
+19	3,46	3,66	3,33
+20	-1,13	-0,92	0,48
+21	-0,14	0,07	-0,78
+22	0,16	0,36	0,02
+23	1,33	1,54	0,72
+24	-1,02	-0,81	-0,27
+25	-0,92	-0,72	-0,99
+26	-0,15	0,06	0,60
+27	-1,32	-1,11	0,46
+28	3,59	3,80	3,38
+29	2,21	2,41	0,98
+30	-0,44	-0,23	0,47

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,95	1,00	-0,46
-29	1,39	1,45	0,87
-28	3,16	3,21	1,23
-27	1,10	1,15	1,32
-26	0,16	0,21	-0,94
-25	-1,34	-1,28	-1,25
-24	-1,21	-1,15	-1,07
-23	0,16	0,22	-0,69
-22	-0,85	-0,80	-0,80
-21	-1,65	-1,60	-0,34
-20	-1,31	-1,25	0,58
-19	-2,59	-2,53	0,04
-18	3,01	3,07	2,52
-17	-0,20	-0,14	0,33
-16	-0,27	-0,22	-0,18
-15	0,17	0,23	-1,02
-14	-1,09	-1,03	0,13
-13	-0,35	-0,29	0,10
-12	-1,77	-1,71	-0,38
-11	-1,34	-1,28	-1,16
-10	-0,20	-0,14	-0,03
-9	-0,20	-0,14	-0,03
-8	-1,43	-1,37	0,16
-7	1,59	1,64	1,79
-6	0,26	0,31	-0,40
-5	0,41	0,46	0,12
-4	-0,12	-0,07	1,15
-3	0,03	0,08	-0,72
-2	1,30	1,36	1,01
-1	-0,50	-0,44	-1,22
0	-1,32	-1,26	-0,81
+1	1,08	1,13	0,84
+2	-0,13	-0,07	0,37
+3	-3,61	-3,56	-2,19
+4	-0,35	-0,30	-0,72
+5	1,11	1,16	-0,17
+6	0,18	0,23	0,82
+7	0,48	0,54	0,16
+8	0,55	0,61	-0,04
+9	2,11	2,17	-0,20
+10	0,53	0,58	1,56
+11	0,02	0,07	-0,47
+12	-1,14	-1,08	-0,24
+13	-0,35	-0,29	-0,56
+14	1,33	1,39	0,96
+15	-0,20	-0,14	-1,47
+16	3,18	3,23	2,16
+17	-0,13	-0,08	0,10
+18	0,56	0,62	0,24
+19	0,77	0,82	0,73
+20	0,69	0,74	0,06
+21	-1,69	-1,63	-1,18
+22	-2,67	-2,62	-1,25
+23	1,91	1,97	0,66
+24	-0,06	-0,01	-0,54
+25	-0,34	-0,28	0,29
+26	-0,20	-0,14	-0,03
+27	-2,89	-2,84	-1,34
+28	-2,75	-2,70	-0,95
+29	1,98	2,04	0,91
+30	1,72	1,78	1,91

ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS AE			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-0,07	-0,08	0,05
-29	-0,07	-0,08	0,05
-28	-2,37	-2,38	-0,90
-27	0,19	0,18	0,35
-26	-0,51	-0,51	-1,16
-25	0,36	0,36	0,06
-24	-0,68	-0,69	0,49
-23	0,45	0,45	-0,29
-22	0,10	0,09	-0,22
-21	0,80	0,79	0,07
-20	1,30	1,30	1,75
-19	1,37	1,36	1,12
-18	-0,24	-0,25	0,19
-17	0,77	0,76	2,08
-16	2,42	2,42	2,04
-15	3,17	3,17	1,93
-14	-0,55	-0,55	0,03
-13	0,08	0,08	-0,25
-12	-1,34	-1,34	-1,93
-11	0,41	0,40	-1,82
-10	0,40	0,40	1,35
-9	0,24	0,24	-0,25
-8	-1,26	-1,26	-0,44
-7	1,36	1,36	1,12
-6	-0,62	-0,63	-1,01
-5	-0,07	-0,08	-1,31
-4	2,93	2,93	1,94
-3	-2,30	-2,31	-2,11
-2	-0,23	-0,24	-0,57
-1	-0,62	-0,63	-0,69
0	1,59	1,58	0,95
+1	1,48	1,48	1,93
+2	-0,15	-0,16	1,17
+3	0,23	0,23	-0,99
+4	3,06	3,05	2,58
+5	-0,07	-0,08	0,49
+6	-0,07	-0,08	0,05
+7	-1,41	-1,41	0,03
+8	-3,08	-3,09	-1,40
+9	2,87	2,86	1,82
+10	-1,43	-1,43	-1,28
+11	-2,82	-2,83	-2,37
+12	0,95	0,94	-0,02
+13	-0,69	-0,70	0,24
+14	-0,46	-0,47	-1,20
+15	0,24	0,23	-0,11
+16	-1,01	-1,02	-0,52
+17	0,40	0,39	0,16
+18	1,65	1,65	0,74
+19	-0,15	-0,16	1,41
+20	0,93	0,92	-0,27
+21	0,23	0,23	-0,25
+22	-0,68	-0,69	-0,57
+23	0,85	0,84	0,69
+24	-1,37	-1,37	-0,99
+25	0,23	0,23	0,27
+26	1,08	1,07	-0,69
+27	3,50	3,49	0,78
+28	-1,47	-1,47	-0,44
+29	0,52	0,51	0,04
+30	-1,40	-1,41	-1,58

ΑΕΓΕΚ ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	2,17	1,97	2,39
-29	-1,88	-2,07	-0,45
-28	0,12	-0,07	-0,76
-27	8,29	8,09	6,22
-26	0,12	-0,07	0,54
-25	-1,76	-1,96	-2,60
-24	3,97	3,78	2,79
-23	1,98	1,78	-1,44
-22	-3,51	-3,71	-2,59
-21	0,12	-0,07	-0,92
-20	-1,76	-1,96	-1,02
-19	0,12	-0,07	-0,57
-18	5,89	5,70	5,00
-17	0,12	-0,07	-1,93
-16	-1,69	-1,89	-3,42
-15	-3,58	-3,77	-3,69
-14	2,05	1,85	1,21
-13	-3,65	-3,84	-4,12
-12	0,12	-0,07	-1,11
-11	-3,80	-3,99	-3,55
-10	-1,92	-2,11	-0,48
-9	-1,96	-2,15	-4,00
-8	2,25	2,06	1,22
-7	-1,96	-2,15	-1,57
-6	0,12	-0,07	-0,07
-5	-10,51	-10,71	-8,92
-4	0,12	-0,07	2,04
-3	2,51	2,31	0,70
-2	-2,20	-2,40	-2,37
-1	-4,64	-4,83	-4,39
0	0,12	-0,07	-1,56
+1	10,12	9,93	11,03
+2	-2,15	-2,34	-3,53
+3	4,78	4,58	3,93
+4	-2,10	-2,29	-1,79
+5	0,12	-0,07	-0,57
+6	-2,15	-2,34	-3,77
+7	-6,85	-7,05	-5,09
+8	5,12	4,93	3,12
+9	2,51	2,31	1,48
+10	-2,20	-2,40	-2,41
+11	2,51	2,31	1,93
+12	2,45	2,26	2,60
+13	11,49	11,29	11,17
+14	8,29	8,09	5,51
+15	-1,76	-1,96	-5,84
+16	9,74	9,55	10,77
+17	0,12	-0,07	-0,90
+18	8,90	8,70	8,28
+19	1,74	1,54	0,85
+20	-1,46	-1,66	-2,33
+21	-1,49	-1,68	-2,92
+22	0,12	-0,07	-0,03
+23	-3,15	-3,35	-1,74
+24	-3,27	-3,46	-3,49
+25	-1,63	-1,82	-2,62
+26	7,27	7,07	5,89
+27	-1,54	-1,74	-0,96
+28	-1,57	-1,77	-0,85
+29	5,30	5,10	3,57
+30	-3,15	-3,35	-2,88

ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	2,67	2,84	2,87
-29	-1,77	-1,59	-1,11
-28	-0,81	-0,63	-0,64
-27	-3,77	-3,59	-2,39
-26	-3,38	-3,20	-4,01
-25	-0,32	-0,14	-0,24
-24	1,79	1,96	-0,76
-23	-2,90	-2,72	-1,97
-22	-0,32	-0,14	-1,09
-21	-1,91	-1,73	-2,07
-20	-0,32	-0,14	-0,22
-19	3,98	4,16	2,08
-18	8,44	8,62	6,72
-17	7,74	7,92	7,28
-16	-0,32	-0,14	-0,24
-15	12,40	12,58	11,22
-14	3,57	3,75	1,81
-13	-2,19	-2,01	-3,40
-12	-3,37	-3,19	-3,61
-11	-1,50	-1,32	-1,59
-10	2,47	2,65	0,52
-9	-1,87	-1,69	-2,02
-8	-3,07	-2,90	-0,96
-7	4,54	4,72	1,72
-6	-1,09	-0,91	-2,01
-5	-1,87	-1,70	-0,34
-4	7,98	8,16	5,58
-3	6,62	6,79	7,17
-2	5,48	5,66	6,09
-1	4,84	5,02	6,24
0	1,52	1,70	1,77
+1	10,53	10,70	9,69
+2	5,66	5,84	4,60
+3	-4,42	-4,24	-6,27
+4	1,29	1,46	1,70
+5	0,73	0,91	-1,02
+6	8,02	8,19	7,81
+7	2,09	2,26	1,66
+8	-5,95	-5,78	-7,82
+9	-2,31	-2,13	-1,42
+10	-4,38	-4,20	-2,21
+11	0,74	0,92	1,74
+12	-3,98	-3,81	-3,56
+13	-7,38	-7,21	-8,73
+14	2,61	2,78	1,90
+15	1,95	2,13	0,83
+16	-1,98	-1,81	-3,13
+17	-0,32	-0,14	-1,68
+18	-3,71	-3,53	-4,21
+19	4,36	4,54	4,15
+20	-8,70	-8,52	-6,71
+21	0,29	0,47	-0,04
+22	-3,35	-3,17	-0,61
+23	-6,88	-6,70	-4,35
+24	-4,33	-4,15	-2,99
+25	-0,32	-0,14	-0,24
+26	-14,60	-14,43	-10,39
+27	4,56	4,74	5,14
+28	8,60	8,77	5,14
+29	1,46	1,64	0,87
+30	-2,42	-2,24	-4,70

SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,81	0,87	0,39
-29	-0,70	-0,64	-0,54
-28	-3,22	-3,15	-2,84
-27	4,46	4,52	4,61
-26	-0,70	-0,63	0,02
-25	1,29	1,35	1,06
-24	0,29	0,35	-0,85
-23	0,29	0,35	0,78
-22	-0,69	-0,62	-0,99
-21	-1,18	-1,11	-1,19
-20	1,77	1,83	1,88
-19	0,76	0,83	-0,07
-18	-2,12	-2,05	-2,86
-17	0,77	0,84	0,62
-16	0,28	0,34	-0,21
-15	-1,64	-1,58	-2,41
-14	-0,69	-0,63	-1,19
-13	-1,18	-1,12	-1,23
-12	1,28	1,35	1,31
-11	-0,69	-0,63	-1,54
-10	-1,67	-1,61	-1,68
-9	0,30	0,36	1,36
-8	-0,20	-0,14	-1,47
-7	3,26	3,33	2,89
-6	-1,16	-1,10	-0,37
-5	5,11	5,17	4,05
-4	0,72	0,78	1,04
-3	0,25	0,32	0,60
-2	2,51	2,58	3,24
-1	9,49	9,55	9,67
0	2,61	2,67	2,28
+1	1,36	1,42	0,93
+2	-0,20	-0,14	-1,01
+3	-5,97	-5,91	-5,71
+4	9,19	9,25	8,42
+5	-2,81	-2,75	-2,84
+6	-0,58	-0,52	-0,72
+7	-0,20	-0,14	-1,02
+8	-0,20	-0,14	0,28
+9	-2,89	-2,83	-1,81
+10	-1,39	-1,33	-0,85
+11	-2,60	-2,54	-2,34
+12	1,85	1,91	1,28
+13	1,81	1,87	1,54
+14	2,16	2,22	1,69
+15	1,72	1,78	1,25
+16	6,21	6,28	5,64
+17	0,51	0,57	0,33
+18	-0,91	-0,84	-0,94
+19	-3,75	-3,69	-2,75
+20	-0,20	-0,14	-0,29
+21	-10,13	-10,07	-8,77
+22	1,43	1,49	2,69
+23	-1,00	-0,94	-0,31
+24	-6,27	-6,21	-4,23
+25	-1,49	-1,43	-1,16
+26	5,04	5,10	3,48
+27	-0,62	-0,55	-0,83
+28	-1,87	-1,81	-2,88
+29	3,61	3,67	4,60
+30	3,47	3,53	3,19

ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-3,99	-4,12	-3,45
-29	4,07	3,94	2,61
-28	7,85	7,72	7,83
-27	19,47	19,34	19,24
-26	16,28	16,15	14,73
-25	-0,04	-0,17	0,94
-24	8,73	8,60	10,89
-23	-7,30	-7,43	-6,22
-22	-9,61	-9,74	-9,06
-21	3,80	3,67	2,73
-20	3,66	3,53	3,17
-19	-3,61	-3,75	-4,49
-18	0,88	0,75	0,00
-17	-3,71	-3,84	-4,80
-16	-0,04	-0,17	-0,35
-15	-2,90	-3,03	-2,93
-14	-9,85	-9,98	-7,86
-13	3,22	3,09	3,08
-12	-7,41	-7,54	-4,74
-11	-2,32	-2,45	0,17
-10	3,45	3,31	4,84
-9	-0,04	-0,17	0,19
-8	-13,53	-13,66	-9,49
-7	5,15	5,02	5,85
-6	7,36	7,23	4,35
-5	-3,49	-3,62	-3,87
-4	-2,42	-2,55	-4,36
-3	-1,26	-1,39	0,70
-2	1,19	1,06	0,68
-1	4,84	4,70	3,09
0	-1,21	-1,34	-2,47
+1	19,96	19,83	19,31
+2	13,68	13,55	14,12
+3	-7,80	-7,93	-6,69
+4	-1,91	-2,04	-1,89
+5	-0,04	-0,17	-0,14
+6	-9,57	-9,70	-7,86
+7	-1,10	-1,23	1,16
+8	2,08	1,95	1,67
+9	-5,25	-5,38	-6,42
+10	1,06	0,92	1,00
+11	-8,74	-8,87	-9,02
+12	-19,09	-19,22	-19,18
+13	2,90	2,77	2,70
+14	-0,04	-0,17	-2,60
+15	-1,47	-1,60	-2,87
+16	-0,04	-0,17	-0,16
+17	-11,64	-11,77	-9,56
+18	1,60	1,47	3,17
+19	-3,27	-3,40	-2,49
+20	-0,04	-0,17	0,19
+21	-0,04	-0,17	0,19
+22	-3,38	-3,51	-3,22
+23	1,68	1,55	0,55
+24	-3,43	-3,56	-2,13
+25	-0,04	-0,17	0,19
+26	-0,04	-0,17	0,19
+27	-3,55	-3,68	-1,81
+28	3,59	3,46	2,31
+29	-3,55	-3,68	-2,08
+30	3,59	3,46	4,54

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,16	0,08	0,14
-29	1,82	1,74	0,39
-28	-0,07	-0,15	-0,50
-27	0,62	0,54	-0,21
-26	0,16	0,08	-0,23
-25	-0,07	-0,15	-0,84
-24	0,39	0,31	0,84
-23	0,84	0,76	2,47
-22	6,05	5,97	5,01
-21	6,76	6,68	5,79
-20	1,93	1,85	1,55
-19	-2,03	-2,11	-1,43
-18	-0,07	-0,15	-0,04
-17	-0,27	-0,35	-1,38
-16	-0,87	-0,95	-0,84
-15	1,54	1,46	1,67
-14	-0,47	-0,55	0,46
-13	-0,27	-0,35	-1,45
-12	0,93	0,85	0,99
-11	1,91	1,83	2,21
-10	2,84	2,76	2,80
-9	2,38	2,30	2,89
-8	-2,10	-2,18	-2,73
-7	1,43	1,35	0,66
-6	-0,07	-0,15	-0,48
-5	-1,00	-1,08	-1,35
-4	-1,94	-2,02	-1,08
-3	1,83	1,75	2,55
-2	-0,63	-0,71	-0,06
-1	-1,20	-1,28	-0,79
0	-4,07	-4,15	-2,41
+1	4,09	4,01	3,40
+2	4,49	4,41	3,56
+3	-0,44	-0,52	-1,01
+4	-0,44	-0,52	-0,15
+5	2,86	2,78	2,25
+6	-0,07	-0,15	1,02
+7	1,17	1,09	0,17
+8	0,10	0,02	-0,16
+9	-1,48	-1,56	-0,93
+10	-7,37	-7,45	-3,55
+11	0,69	0,61	2,02
+12	-3,88	-3,96	-1,05
+13	1,71	1,63	1,67
+14	0,12	0,04	0,87
+15	2,84	2,76	1,62
+16	0,87	0,79	-0,38
+17	1,42	1,34	0,22
+18	2,14	2,06	1,75
+19	0,83	0,75	1,16
+20	-2,75	-2,83	-1,46
+21	-0,99	-1,07	0,81
+22	-0,81	-0,89	-1,71
+23	3,47	3,39	2,13
+24	1,37	1,29	0,76
+25	-0,61	-0,69	-0,47
+26	2,61	2,53	2,14
+27	2,01	1,93	0,61
+28	-2,46	-2,54	-2,87
+29	-0,77	-0,85	-1,47
+30	-3,06	-3,14	-1,53

ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-2,12	-1,86	-2,53
-29	2,55	2,82	1,94
-28	-0,40	-0,14	-0,71
-27	-0,40	-0,14	0,02
-26	7,98	8,25	7,64
-25	-2,13	-1,87	-1,02
-24	1,14	1,41	0,46
-23	-0,73	-0,46	-0,78
-22	-1,44	-1,17	-0,79
-21	-10,40	-10,14	-6,97
-20	2,65	2,92	3,95
-19	-5,62	-5,35	-3,03
-18	0,22	0,49	0,36
-17	-4,13	-3,86	-3,31
-16	5,08	5,35	4,22
-15	-1,32	-1,05	-2,21
-14	1,82	2,09	0,98
-13	1,47	1,74	1,32
-12	2,38	2,65	2,84
-11	1,56	1,82	2,83
-10	-1,76	-1,49	-0,05
-9	2,41	2,67	1,82
-8	0,55	0,81	-0,42
-7	-0,57	-0,30	-0,91
-6	-1,34	-1,08	-1,05
-5	1,16	1,43	0,94
-4	1,36	1,62	0,34
-3	2,25	2,51	2,07
-2	0,12	0,39	-0,29
-1	-0,25	0,02	1,24
0	-2,34	-2,07	-1,41
+1	-2,38	-2,11	-3,18
+2	0,25	0,52	0,90
+3	0,68	0,95	1,23
+4	-3,34	-3,08	-3,49
+5	1,09	1,35	0,56
+6	1,01	1,28	1,30
+7	-0,72	-0,46	-1,98
+8	-2,77	-2,50	-2,14
+9	-0,02	0,25	-0,54
+10	0,97	1,23	0,28
+11	0,95	1,22	1,46
+12	-1,42	-1,15	-0,44
+13	-0,78	-0,51	-0,07
+14	2,46	2,73	1,61
+15	0,28	0,55	0,97
+16	-0,30	-0,03	0,40
+17	-1,24	-0,97	-1,73
+18	-1,77	-1,50	-1,81
+19	-2,54	-2,27	-1,28
+20	-0,78	-0,52	0,38
+21	-0,68	-0,41	-1,07
+22	-3,04	-2,77	-2,67
+23	-0,52	-0,25	-0,69
+24	1,80	2,06	1,65
+25	-1,12	-0,85	0,41
+26	-0,57	-0,30	-0,35
+27	-0,12	0,14	-0,25
+28	-0,18	0,09	0,49
+29	0,04	0,31	-0,59
+30	0,92	1,19	0,27

NHPEYΣ AE			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-1,19	-1,45	-1,17
-29	-0,37	-0,63	1,17
-28	-4,31	-4,57	-2,69
-27	-2,46	-2,72	-2,03
-26	-2,23	-2,49	-2,39
-25	3,59	3,33	2,50
-24	-2,51	-2,77	-1,31
-23	-1,04	-1,30	-0,65
-22	-6,98	-7,24	-4,87
-21	-1,83	-2,09	-1,12
-20	-5,98	-6,24	-2,89
-19	2,01	1,75	1,79
-18	4,85	4,59	2,48
-17	4,30	4,04	4,66
-16	-1,79	-2,05	-0,92
-15	2,87	2,61	0,83
-14	-0,47	-0,73	-1,02
-13	0,85	0,58	-1,00
-12	-1,77	-2,03	-1,83
-11	-2,48	-2,74	-1,08
-10	3,61	3,35	1,22
-9	1,51	1,25	0,78
-8	-0,47	-0,73	-0,78
-7	0,85	0,58	0,33
-6	0,19	-0,07	-0,34
-5	1,82	1,56	0,97
-4	-0,78	-1,04	0,67
-3	-3,06	-3,32	-2,21
-2	-4,17	-4,44	-1,50
-1	0,19	-0,07	-0,98
0	0,19	-0,07	0,31
+1	-0,86	-1,13	-1,92
+2	0,19	-0,07	-1,04
+3	0,19	-0,07	0,14
+4	-3,36	-3,62	-4,04
+5	-0,18	-0,44	-0,56
+6	4,25	3,99	3,61
+7	-1,59	-1,85	-2,26
+8	-1,26	-1,52	0,24
+9	-1,64	-1,90	-1,26
+10	0,19	-0,07	0,21
+11	-0,93	-1,19	-1,77
+12	-2,83	-3,09	-1,37
+13	-4,48	-4,74	-2,16
+14	1,82	1,56	4,06
+15	0,59	0,33	0,79
+16	0,19	-0,07	4,64
+17	-3,81	-4,07	-0,96
+18	-0,65	-0,91	-0,95
+19	-1,07	-1,33	-2,45
+20	-13,00	-13,26	-6,28
+21	-5,69	-5,96	-4,46
+22	-3,46	-3,72	0,47
+23	14,78	14,52	5,91
+24	8,68	8,42	6,36
+25	-3,29	-3,55	-1,54
+26	5,14	4,88	3,19
+27	-0,24	-0,50	0,45
+28	-4,55	-4,81	-1,57
+29	2,00	1,74	0,07
+30	-6,48	-6,74	-7,90

ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	1,02	0,73	1,21
-29	1,81	1,52	1,97
-28	-5,28	-5,57	-5,02
-27	5,61	5,32	5,68
-26	-6,48	-6,77	-6,35
-25	4,86	4,57	4,93
-24	-1,80	-2,09	-1,73
-23	1,04	0,75	1,16
-22	6,34	6,05	6,43
-21	3,29	3,00	3,40
-20	5,81	5,52	5,91
-19	-5,44	-5,73	-5,34
-18	3,21	2,92	3,41
-17	2,03	1,74	2,18
-16	0,93	0,64	1,06
-15	-0,49	-0,79	-0,41
-14	-6,21	-6,50	-6,02
-13	-0,17	-0,46	0,07
-12	2,90	2,61	3,13
-11	-5,76	-6,05	-5,62
-10	3,39	3,10	3,72
-9	-7,09	-7,38	-6,83
-8	4,78	4,49	4,89
-7	8,94	8,65	9,01
-6	-8,18	-8,47	-7,74
-5	-2,57	-2,86	-2,39
-4	6,77	6,48	7,08
-3	1,75	1,46	1,47
-2	-2,82	-3,11	-2,80
-1	-8,77	-9,06	-8,56
0	1,07	0,78	1,11
+1	-2,76	-3,05	-2,61
+2	-0,22	-0,51	0,04
+3	0,21	-0,08	0,25
+4	-0,23	-0,52	-0,17
+5	-0,23	-0,52	0,01
+6	-0,67	-0,96	-0,52
+7	-8,75	-9,04	-8,64
+8	1,20	0,91	1,38
+9	2,65	2,36	2,83
+10	6,88	6,59	6,91
+11	-0,68	-0,97	-0,56
+12	2,47	2,18	2,50
+13	-3,75	-4,04	-3,51
+14	7,10	6,80	7,22
+15	4,94	4,64	5,02
+16	-9,21	-9,50	-9,01
+17	-0,24	-0,53	-0,19
+18	-4,33	-4,62	-4,21
+19	-4,55	-4,84	-4,46
+20	0,21	-0,08	0,34
+21	-0,29	-0,58	-0,09
+22	-6,32	-6,61	-6,07
+23	-3,01	-3,30	-2,80
+24	2,44	2,15	2,66
+25	-8,48	-8,77	-8,29
+26	8,55	8,26	8,76
+27	-6,38	-6,67	-6,33
+28	6,10	5,81	6,14
+29	-5,34	-5,63	-5,02
+30	2,57	2,28	2,65

ΑΤΤΙΚΑ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,41	0,41	1,11
-29	0,02	0,03	0,47
-28	0,02	0,03	-0,03
-27	0,02	0,03	-0,20
-26	0,02	0,03	1,09
-25	0,02	0,03	0,22
-24	0,02	0,03	0,64
-23	0,02	0,03	-1,39
-22	0,02	0,03	-0,35
-21	0,02	0,03	0,30
-20	0,02	0,03	-0,29
-19	0,41	0,41	0,51
-18	-0,36	-0,35	0,11
-17	0,02	0,03	-0,29
-16	0,02	0,03	-0,21
-15	0,02	0,03	0,40
-14	0,02	0,03	0,13
-13	0,02	0,03	-0,02
-12	0,02	0,03	0,21
-11	0,02	0,03	0,20
-10	0,02	0,03	-0,32
-9	0,02	0,03	-0,01
-8	0,02	0,03	-0,28
-7	0,02	0,03	0,42
-6	-0,94	-0,93	-0,94
-5	0,99	1,00	0,83
-4	0,02	0,03	0,28
-3	0,02	0,03	-0,23
-2	0,02	0,03	-0,01
-1	0,02	0,03	-0,10
0	0,02	0,03	0,01
+1	0,02	0,03	0,25
+2	0,02	0,03	0,45
+3	0,02	0,03	0,32
+4	0,02	0,03	0,57
+5	-0,36	-0,36	-0,06
+6	0,41	0,41	0,12
+7	0,02	0,03	-0,25
+8	0,02	0,03	1,24
+9	-0,36	-0,36	-0,60
+10	0,41	0,41	-0,15
+11	0,02	0,03	-0,20
+12	0,02	0,03	-0,05
+13	0,02	0,03	-0,33
+14	0,02	0,03	-0,42
+15	0,02	0,03	0,27
+16	0,02	0,03	-0,02
+17	-3,24	-3,24	-3,50
+18	-1,76	-1,76	-1,46
+19	-2,00	-1,99	-2,22
+20	-0,39	-0,38	-0,11
+21	0,02	0,03	0,28
+22	-2,67	-2,66	-2,39
+23	1,30	1,30	1,27
+24	0,02	0,03	0,00
+25	0,44	0,45	0,33
+26	0,02	0,03	-0,50
+27	-0,81	-0,81	-0,59
+28	0,02	0,03	-0,12
+29	-0,40	-0,39	-0,41
+30	0,02	0,03	-0,02

ΓΕΚ ΑΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	3,33	3,12	0,59
-29	-2,67	-2,88	-1,77
-28	-0,15	-0,36	1,31
-27	1,60	1,39	-0,09
-26	5,92	5,71	2,30
-25	0,43	0,22	-1,15
-24	0,70	0,49	0,05
-23	6,17	5,96	3,77
-22	1,20	0,99	-1,69
-21	-1,37	-1,58	-0,10
-20	4,61	4,40	4,14
-19	0,68	0,47	-1,16
-18	-2,07	-2,28	-0,45
-17	4,02	3,81	2,41
-16	-1,06	-1,27	0,39
-15	-1,08	-1,29	0,26
-14	-1,36	-1,57	0,10
-13	-0,09	-0,30	-0,51
-12	0,43	0,22	0,04
-11	-0,35	-0,57	-1,27
-10	7,80	7,59	4,40
-9	0,18	-0,03	1,29
-8	1,90	1,69	0,79
-7	-0,78	-0,99	-1,09
-6	-1,04	-1,25	-1,53
-5	3,66	3,45	1,75
-4	5,49	5,28	2,79
-3	3,64	3,43	1,06
-2	0,43	0,22	0,71
-1	-0,68	-0,89	0,35
0	2,45	2,24	1,20
+1	3,07	2,86	2,61
+2	3,43	3,22	4,63
+3	0,43	0,22	0,28
+4	0,43	0,22	-1,58
+5	1,05	0,84	0,46
+6	-3,30	-3,51	-3,02
+7	1,93	1,72	2,18
+8	-2,11	-2,32	-3,14
+9	-2,62	-2,83	-0,63
+10	-0,47	-0,68	-0,43
+11	-1,16	-1,37	0,00
+12	1,35	1,14	1,74
+13	-0,71	-0,92	0,12
+14	-3,03	-3,24	-2,87
+15	3,77	3,56	1,16
+16	2,04	1,83	1,68
+17	1,79	1,58	-0,73
+18	0,65	0,44	0,93
+19	2,67	2,46	1,73
+20	-1,32	-1,53	-0,03
+21	1,10	0,89	0,53
+22	-0,01	-0,22	0,34
+23	-2,24	-2,45	-0,08
+24	-2,31	-2,52	-0,64
+25	-0,28	-0,49	0,70
+26	0,19	-0,02	0,92
+27	-0,05	-0,26	2,40
+28	2,57	2,36	3,39
+29	0,20	-0,01	0,92
+30	-0,97	-1,18	-0,93

ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,13	0,16	-0,04
-29	0,13	0,16	1,23
-28	0,13	0,16	0,20
-27	-1,57	-1,54	-2,93
-26	1,85	1,88	1,58
-25	-1,57	-1,54	-1,17
-24	0,13	0,16	0,50
-23	0,99	1,02	0,38
-22	-0,73	-0,70	0,98
-21	-0,74	-0,70	-0,52
-20	-0,74	-0,71	0,33
-19	0,13	0,16	0,62
-18	-0,75	-0,72	0,08
-17	0,13	0,16	0,43
-16	1,01	1,04	-0,82
-15	-0,75	-0,72	-0,85
-14	0,13	0,16	-1,63
-13	-0,76	-0,73	-0,36
-12	1,91	1,94	1,37
-11	-0,75	-0,72	0,43
-10	1,01	1,04	0,76
-9	2,76	2,79	3,22
-8	0,13	0,16	1,97
-7	-0,73	-0,70	0,75
-6	-11,94	-11,91	-11,00
-5	0,13	0,16	0,87
-4	-4,78	-4,74	-2,70
-3	0,13	0,16	0,95
-2	-6,06	-6,03	-5,31
-1	0,13	0,16	0,35
0	-2,07	-2,04	-1,44
+1	-2,12	-2,09	-0,05
+2	-4,47	-4,44	-3,54
+3	4,94	4,98	2,47
+4	-2,17	-2,14	0,06
+5	-1,05	-1,02	0,29
+6	2,51	2,54	2,07
+7	-2,20	-2,17	1,38
+8	-3,45	-3,41	-1,11
+9	0,13	0,16	-2,48
+10	-1,11	-1,08	-1,50
+11	1,38	1,41	0,24
+12	-2,34	-2,31	-0,94
+13	5,19	5,22	2,18
+14	-3,49	-3,46	-2,80
+15	1,38	1,41	3,30
+16	0,13	0,16	-0,56
+17	0,13	0,16	3,47
+18	0,13	0,16	0,65
+19	2,59	2,63	-2,06
+20	-3,49	-3,46	-5,39
+21	1,38	1,41	0,35
+22	-3,58	-3,55	-2,17
+23	2,69	2,72	-0,29
+24	-1,12	-1,09	-1,35
+25	-2,41	-2,37	0,11
+26	-3,77	-3,74	-4,02
+27	-1,23	-1,19	-0,32
+28	1,49	1,53	0,79
+29	-1,23	-1,19	-1,24
+30	0,13	0,16	0,46

IMPERIO APIΩ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	7,22	7,03	4,05
-29	9,86	9,67	6,38
-28	10,49	10,30	4,73
-27	-0,49	-0,69	-0,93
-26	-8,20	-8,40	-2,57
-25	0,77	0,57	-1,71
-24	5,00	4,80	0,42
-23	-4,63	-4,83	0,65
-22	-2,08	-2,28	-1,05
-21	0,77	0,57	1,42
-20	0,77	0,57	-1,34
-19	-3,64	-3,84	-0,42
-18	6,93	6,73	5,96
-17	-6,47	-6,67	-5,89
-16	5,46	5,26	8,68
-15	5,25	5,05	3,94
-14	-3,51	-3,71	-6,31
-13	6,74	6,54	4,08
-12	-6,27	-6,47	-5,69
-11	2,29	2,09	-0,26
-10	-2,21	-2,41	-3,28
-9	-2,30	-2,50	-0,47
-8	0,77	0,57	1,11
-7	2,36	2,16	1,75
-6	3,90	3,70	2,76
-5	0,77	0,57	2,67
-4	2,29	2,09	-1,56
-3	-3,71	-3,90	-4,57
-2	-0,79	-0,99	-0,87
-1	-3,99	-4,19	-4,82
0	0,77	0,57	1,18
+1	5,77	5,57	6,86
+2	10,30	10,10	11,24
+3	3,67	3,47	2,60
+4	-4,86	-5,06	-5,22
+5	5,25	5,05	4,82
+6	-3,51	-3,71	-3,23
+7	2,26	2,07	0,81
+8	-2,17	-2,37	-2,93
+9	8,35	8,15	5,96
+10	-0,64	-0,83	-4,48
+11	10,77	10,57	11,09
+12	-1,83	-2,02	-3,97
+13	0,77	0,57	-2,67
+14	8,77	8,57	5,00
+15	0,77	0,57	0,32
+16	4,48	4,28	4,73
+17	0,77	0,57	1,05
+18	-3,99	-4,19	-3,45
+19	-7,98	-8,18	-3,59
+20	-0,60	-0,80	0,44
+21	3,55	3,35	0,52
+22	-4,63	-4,83	-0,56
+23	-0,66	-0,85	-1,03
+24	-6,47	-6,67	-10,16
+25	0,77	0,57	1,73
+26	0,77	0,57	0,41
+27	-0,79	-0,99	-3,40
+28	3,95	3,75	2,27
+29	2,31	2,11	-0,58
+30	-0,74	-0,94	-0,61

ΕΥΛΕΜΠΟΡΙΑ ΑΤΕΝΕ			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	0,67	0,55	-0,59
-29	2,42	2,30	0,29
-28	0,67	0,55	2,65
-27	-1,06	-1,18	-0,85
-26	2,42	2,30	2,47
-25	0,67	0,55	-0,44
-24	5,84	5,72	6,96
-23	-2,61	-2,73	-3,24
-22	-2,72	-2,84	-2,70
-21	2,42	2,30	3,54
-20	-2,78	-2,90	-3,55
-19	2,45	2,33	1,06
-18	-1,09	-1,21	-2,42
-17	-8,26	-8,38	-8,24
-16	6,55	6,43	5,26
-15	0,67	0,55	0,00
-14	-1,19	-1,31	-0,64
-13	8,21	8,09	8,13
-12	-1,09	-1,21	-1,57
-11	2,45	2,33	1,75
-10	-8,11	-8,23	-7,54
-9	-3,18	-3,30	-5,01
-8	0,67	0,55	0,08
-7	0,67	0,55	0,41
-6	-3,33	-3,45	-3,91
-5	-5,58	-5,70	-5,64
-4	0,67	0,55	0,89
-3	0,67	0,55	0,84
-2	-3,78	-3,90	-4,45
-1	5,32	5,20	4,94
0	5,11	4,99	4,71
+1	7,05	6,93	6,94
+2	6,67	6,55	5,84
+3	-6,88	-7,00	-7,42
+4	2,71	2,59	1,49
+5	10,67	10,55	8,84
+6	9,76	9,64	9,67
+7	0,67	0,55	-0,45
+8	0,67	0,55	-0,99
+9	0,67	0,55	-1,13
+10	0,67	0,55	0,26
+11	0,67	0,55	0,55
+12	0,67	0,55	0,56
+13	-9,33	-9,45	-9,33
+14	-4,89	-5,01	-3,28
+15	4,59	4,47	4,80
+16	6,33	6,21	4,84
+17	0,67	0,55	2,14
+18	9,60	9,47	9,22
+19	5,58	5,46	3,83
+20	-4,02	-4,14	-3,85
+21	0,67	0,55	0,29
+22	7,22	7,10	5,91
+23	-0,87	-0,99	-1,80
+24	0,67	0,55	-0,76
+25	10,04	9,92	9,87
+26	0,67	0,55	-0,99
+27	0,67	0,55	1,28
+28	10,67	10,55	10,01
+29	0,67	0,55	-0,19
+30	0,67	0,55	0,75

MARFIN POPULAR BANK PUB CO LTD			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-2,51	-2,68	0,17
-29	-6,41	-6,58	-3,65
-28	6,68	6,51	1,67
-27	1,20	1,02	1,07
-26	6,93	6,75	0,52
-25	-0,04	-0,22	-0,75
-24	-1,85	-2,03	-1,43
-23	-0,68	-0,85	-0,33
-22	6,81	6,63	0,28
-21	4,09	3,91	-1,96
-20	2,26	2,09	0,35
-19	1,11	0,94	-1,36
-18	2,22	2,05	-1,43
-17	-6,55	-6,72	-0,92
-16	1,73	1,56	0,18
-15	1,14	0,96	-0,23
-14	0,56	0,38	-1,45
-13	0,56	0,38	0,03
-12	-2,33	-2,51	-1,65
-11	6,51	6,34	0,18
-10	5,05	4,88	0,28
-9	4,86	4,68	1,54
-8	3,13	2,96	-1,48
-7	5,08	4,91	2,63
-6	-3,77	-3,94	-1,33
-5	1,56	1,39	0,36
-4	3,04	2,87	1,97
-3	8,32	8,15	5,03
-2	-1,25	-1,42	2,24
-1	1,02	0,84	1,21
0	1,47	1,30	-0,48
+1	5,99	5,81	3,87
+2	7,85	7,68	2,26
+3	14,16	13,98	10,29
+4	-3,32	-3,49	-0,53
+5	0,92	0,75	-1,36
+6	-4,19	-4,36	-4,68
+7	-7,49	-7,66	-5,51
+8	1,39	1,22	-2,73
+9	0,97	0,80	-0,43
+10	5,49	5,32	3,87
+11	8,01	7,83	2,35
+12	-3,09	-3,27	-4,24
+13	-4,37	-4,54	-3,92
+14	-3,43	-3,60	-0,17
+15	0,56	0,38	-1,90
+16	-3,18	-3,35	-0,82
+17	5,30	5,12	1,51
+18	1,38	1,21	0,20
+19	-1,08	-1,25	-2,46
+20	-1,10	-1,28	-1,07
+21	-4,51	-4,68	1,03
+22	-7,89	-8,06	-1,64
+23	6,87	6,69	5,09
+24	4,67	4,49	0,95
+25	-7,78	-7,95	-2,99
+26	2,47	2,30	0,42
+27	1,50	1,32	-1,02
+28	-1,30	-1,48	-0,55
+29	-1,34	-1,51	-1,04
+30	0,56	0,38	-0,27

ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ (NYN FOLIE FOLIE GROUP)			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-2,16	-1,94	-2,63
-29	-0,73	-0,51	-0,20
-28	-3,19	-2,97	-2,09
-27	1,14	1,36	1,51
-26	-2,19	-1,97	-2,23
-25	-1,05	-0,82	-1,38
-24	-1,80	-1,58	-0,73
-23	3,27	3,49	2,80
-22	-5,16	-4,94	-4,04
-21	-1,59	-1,37	-2,87
-20	-0,53	-0,31	-0,53
-19	3,91	4,13	3,93
-18	3,48	3,70	3,77
-17	-3,72	-3,50	-3,33
-16	4,26	4,48	3,84
-15	-0,40	-0,18	-1,20
-14	0,24	0,46	1,95
-13	-0,77	-0,55	1,10
-12	-0,78	-0,56	-1,08
-11	2,02	2,24	0,45
-10	1,71	1,93	1,16
-9	2,31	2,53	1,95
-8	2,35	2,57	0,76
-7	2,82	3,04	2,91
-6	3,16	3,38	3,16
-5	-0,92	-0,70	-0,89
-4	3,84	4,06	2,98
-3	-5,02	-4,79	-6,45
-2	-4,03	-3,81	-3,61
-1	-1,51	-1,29	-0,62
0	1,65	1,87	2,87
+1	-0,29	-0,07	-0,25
+2	-0,99	-0,77	-0,82
+3	-0,56	-0,34	-0,40
+4	-4,38	-4,16	-4,55
+5	0,52	0,74	-0,12
+6	0,89	1,11	0,75
+7	0,88	1,10	0,74
+8	0,24	0,46	-1,30
+9	-3,49	-3,27	-3,37
+10	0,24	0,46	-0,76
+11	-0,51	-0,29	-0,74
+12	0,06	0,28	-0,11
+13	5,63	5,85	4,49
+14	-2,00	-1,78	-2,32
+15	3,89	4,12	2,90
+16	-2,59	-2,36	-2,85
+17	1,50	1,72	1,01
+18	-5,65	-5,43	-4,73
+19	2,23	2,45	2,26
+20	3,39	3,61	2,22
+21	0,86	1,08	1,20
+22	-0,12	0,10	-1,11
+23	0,68	0,90	-1,03
+24	-2,42	-2,20	-2,49
+25	-1,39	-1,17	-2,02
+26	1,99	2,21	2,40
+27	0,24	0,46	-1,37
+28	-1,39	-1,16	-2,05
+29	-2,41	-2,19	-2,74
+30	1,37	1,59	1,88

EFG EUROBANK ERGASIAS			
t	Mean Adjusted ERs	Market Adjusted ERs	Market Model ERs
-30	-5,33	-5,29	-4,22
-29	-3,92	-3,88	-0,40
-28	-0,49	-0,45	-2,50
-27	0,87	0,91	-0,09
-26	-2,75	-2,71	-1,74
-25	3,68	3,72	1,91
-24	-1,61	-1,57	0,28
-23	-4,85	-4,81	-2,21
-22	6,69	6,73	6,61
-21	-2,98	-2,94	-2,93
-20	5,33	5,37	2,56
-19	5,74	5,78	3,71
-18	5,45	5,49	-0,80
-17	3,39	3,43	2,98
-16	-4,46	-4,42	-1,77
-15	4,46	4,50	1,78
-14	-2,35	-2,31	-1,90
-13	3,19	3,23	-1,69
-12	-5,25	-5,21	-0,93
-11	-1,66	-1,62	-2,89
-10	-1,07	-1,03	-2,19
-9	4,00	4,04	1,88
-8	3,86	3,90	1,74
-7	0,98	1,02	1,06
-6	-0,20	-0,16	-2,73
-5	0,58	0,62	-3,24
-4	-4,30	-4,26	-1,34
-3	-3,70	-3,66	-0,55
-2	0,19	0,23	-0,08
-1	-5,13	-5,09	-1,89
0	-4,08	-4,04	0,48
+1	2,07	2,11	1,17
+2	0,19	0,23	-0,30
+3	-3,04	-3,00	-1,34
+4	-1,24	-1,20	-2,52
+5	5,74	5,78	2,87
+6	3,39	3,43	1,44
+7	-2,92	-2,88	0,46
+8	-1,41	-1,37	0,32
+9	1,35	1,39	0,65
+10	-0,96	-0,92	-2,76
+11	-2,14	-2,10	-0,51
+12	-3,38	-3,34	-0,06
+13	3,89	3,93	-1,11
+14	-3,38	-3,34	-2,42
+15	-2,28	-2,24	1,39
+16	-1,33	-1,29	-0,49
+17	2,24	2,29	2,06
+18	0,44	0,48	1,45
+19	0,19	0,23	0,42
+20	-3,58	-3,54	-0,65
+21	0,45	0,49	-0,88
+22	11,65	11,69	4,37
+23	-3,08	-3,04	-3,31
+24	1,15	1,19	-0,65
+25	1,38	1,42	0,33
+26	4,21	4,25	-1,04
+27	0,64	0,68	1,59
+28	4,26	4,30	1,74
+29	-3,51	-3,47	0,48
+30	-4,55	-4,51	-3,98