



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

«Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων  
Επίδραση στην τιμή των μετοχών»

Σπυράτου Η.Μαρία  
Επιβλέπων καθηγητής: Ν. Τσαγκαράκης  
ΑΘΗΝΑ 2007

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εκπόνηση αυτής της εργασίας ήταν μια πολύτιμη εμπειρία για μένα και θα ήθελα να ευχαριστήσω πολύ τον καθηγητή μου Κύριο Νικόλαο Τσαγκαράκη που μου έδωσε την ευκαιρία να εφαρμόσω τις θεωρητικές μου γνώσεις σε ένα τόσο ενδιαφέρον πρακτικό θέμα όπως επίσης και τον διδακτορικό φοιτητή του τμήματος μας Αντύπα Αντώνη για όλη την βοήθεια που μου έδωσε. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου που βρίσκεται δίπλα μου σε κάθε στιγμή της ζωής μου και με στηρίζει πάντα.

# ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Σ&Ε)

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

2. ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ Σ&Ε

2.1. ΕΙΔΗ Σ&Ε

2.2. ΛΟΓΟΙ-ΚΙΝΗΤΡΑ Σ&Ε

2.3. ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ Σ&Ε

2.4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ & ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε

2.5. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ Σ&Ε

2.6. ΠΡΩΤΟ ΚΥΜΑ Σ&Ε - ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ Σ&Ε ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4. ΣΥΝΟΨΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

5. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ-ΔΕΙΓΜΑ

5.1. ΔΕΙΓΜΑ

5.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανάπτυξη κάθε επιχείρησης απαιτεί στρατηγικές οι οποίες θα είναι ικανές να την οδηγήσουν στην απόκτηση όλο και μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς. Μια στρατηγική που χρησιμοποιούν αρκετές επιχειρήσεις για αυτό τον σκοπό, είναι η ανάπτυξη είτε μέσω συγχώνευσης είτε μέσω εξαγοράς.

Ως συγχώνευση ορίζεται η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες λύνονται με σκοπό το σχηματισμό μιας μεγαλύτερης οικονομικής μονάδας. Οι λύμενες εταιρείες δεν τίθενται σε εκκαθάριση, επειδή η περιουσία τους δεν διανέμεται στους ιδιοκτήτες τους αλλά μεταβιβάζεται στην νέα επιχείρηση. Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις υπάγονται σε διάφορες κατηγορίες. Ορισμένες από αυτές είναι: οριζόντιες (η εταιρεία αγοραστής παράγει τα ίδια προϊόντα με αυτά που παράγει η εταιρεία στόχος), κάθετες (υπάρχει σχέση πελάτη-προμηθευτή), φιλικές (οι δύο εταιρείες επιθυμούν τη Σ&Ε και καθορίζουν από κοινού την τιμή εξαγοράς) και εχθρικές (η διοίκηση της εταιρείας δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά και καταφεύγει σε διάφορους τρόπους αποφυγής της εξαγοράς).

Οι κινητήριες δυνάμεις της απόφασης για Σ&Ε παραμένουν η ενδυνάμωση των εταιρικών σχημάτων, η εκμετάλλευση συνεργειών αλλά και η αναζήτηση οικονομικών κλίμακας και φάσματος οι οποίες οδηγούν σε αύξηση της παραγωγικότητας και σε μείωση του μοναδιαίου κόστους λειτουργίας της επιχείρησης. Ειδικότερα οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να εμφανιστούν σε αρκετούς κλάδους μιας οικονομίας ή τομείς της παραγωγικής δραστηριότητας, όπου όμως για την μεγιστοποίηση των όποιων ωφελειών τους, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ενίσχυση του μεγέθους της επιχείρησης.

Οι Σ&Ε δεν αφορούν ένα απλό άθροισμα πολλών οργανισμών. Το άθροισμα δύο διαφορετικών οργανισμών που συνενώνονται και δημιουργούν έναν νέο ενοποιημένο φορέα, ο οποίος συνδυάζει τα χαρακτηριστικά των δύο προγενέστερων, συνοδεύεται με πρόσθετα οφέλη. Με τον τρόπο αυτόν ανακαλύπτονται νέα στοιχεία

που πιθανόν ως τη χρονική στιγμή της εξαγοράς και συγχώνευσης να παρέμεναν άγνωστα και μη αξιοποιήσιμα.

Ο σκοπός αυτής της εργασίας είναι να παρουσιάσει, μέσω της διεθνούς βιβλιογραφίας, τις Σ&Ε των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και στο Χρηματιστήριο της Κύπρου (Nicosia) (χρησιμοποιώντας τη βάση δεδομένων του Blumberg) κατά την περίοδο 2000-2006 και να ερευνηθεί η επίδραση αυτών των συγχωνεύσεων στην τιμή των μετοχών των εταιρειών καθώς και στις έκτακτες αποδόσεις τους ύστερα από μια ανακοίνωση Σ&Ε. Θα παραθέσουμε εμπειρικά αποτελέσματα που αναφέρονται στις επιδράσεις των Σ&Ε στις επιχειρήσεις που τις πραγματοποιούν και σε αυτές που εξαγοράζονται. Συγκεκριμένα θα εστιάσουμε στις έκτακτες αποδόσεις καθώς και στις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών που πραγματοποιούνται ύστερα από ανακοίνωση Σ&Ε των επιχειρήσεων στον ημερήσιο τύπο ( ειδικότερα 200 ημέρες πριν την ανακοίνωση και 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση).

Το κεφάλαιο 2 παρουσιάζει κάποια γενικά στοιχεία για τις Σ&Ε αναφέροντας τα είδη των Σ&Ε στην Ελλάδα, τα κίνητρα Σ&Ε, τις συνέπειες των Σ&Ε, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους. Επίσης παραθέτουμε και την ιστορική ανασκόπηση των Σ&Ε, κατά την οποία εμφανίζονται πέντε κύματα ξεκινώντας από την δεκαετία του 1890 καθώς και ένα νέο κύμα, το οποίο εμφανίζεται από τα μέσα του 2003, εστιάζοντας στο πρώτο κύμα εμφάνισης τους, το οποίο λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1998-99 και αποτελεί μια έμπρακτη προσπάθεια των επιχειρήσεων να προσαρμοστούν στην παγκοσμιοποίηση των αγορών. Το κεφάλαιο 3 παρουσιάζει το θεσμικό πλαίσιο των Σ&Ε στην Ελλάδα. Η απόφαση που διέπει την λειτουργία των Σ&Ε είναι η 1030 του Νόμου 3461/30-5-06 και η οποία αναφέρεται στη δημόσια πρόταση, στο πληροφοριακό δελτίο, στον σύμβουλο του προτείνοντος την Σ&Ε, στη δημοσιότητα, στην ύπαρξη ανταγωνιστικών προτάσεων και τέλος στις φορολογικές απαλλαγές που υφίστανται οι Σ&Ε (N.1297, 2166). Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζουμε μια σύνοψη της βιβλιογραφίας παλαιότερων άρθρων που πραγματεύονται το θέμα των Σ&Ε. Δηλαδή αναφέρουμε τα αποτελέσματα προηγούμενων εμπειρικών ερευνών σημαντικών συγγραφέων όπως η μελέτη των Frank, Harris και Titman (1991). Συνοπτικότερα μερικά από αυτά είναι: στη μελέτη των Frank, Harris και Titman (1991) οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν μετοχές εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης σε αντίθεση με αυτές που χρησιμοποιούν μετρητά και εμφανίζουν μηδενικές ή θετικές αποδόσεις και γενικά τα αποτελέσματα

δεν δείχνουν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις μετά τις Σ&Ε, στη μελέτη των Andrade, Mitchell και Stafford (2001) η μέση τιμή της μετοχής αυξάνεται από την υπεραπόδοση η οποία κατά τη διάρκεια των τριών ημερών μετά την ανακοίνωση είναι θετική δημιουργώντας αξία στους μετόχους των εταιρειών-στόχος, στη μελέτη του Mandelker (1974) οι αποδόσεις κοντά στην ημερομηνία της συγχώνευσης είναι θετικές και οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχος κερδίζουν θετικές έκτακτες αποδόσεις του 14% στη διάρκεια των επτά μηνών προ της συγχώνευσης και στη μελέτη των Goergen και Renneboog (2004) η ανακοίνωση μιας προσφοράς επιφέρει θετικές έκτακτες αποδόσεις για τους μετόχους της εταιρείας-στόχο, οι εχθρικές προσφορές αποφέρουν μεγαλύτερη απόδοση (από τις φιλικές) για το στόχο τη μέρα της ανακοίνωσης και οι προσφορές με μετρητά αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες με μετοχές. Επίσης στη μελέτη των Mahate, Freeman και Sudarsanam (2001) εμφανίζονται αρνητικές αποδόσεις και ζημία στον πλούτο των μετόχων τη στιγμή της ανακοίνωσης της προσφοράς και μικρές έκτακτες αποδόσεις σε αυτούς με χαμηλό δείκτη P/E, στη μελέτη των Renneboog και Martynova (2006) οι Σ&Ε αυξάνουν τις τιμές των μετοχών και ειδικότερα οι εχθρικές τις αυξάνουν περισσότερο από τις φιλικές, στη μελέτη των Huang και Walkling (1987) η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών που ακολουθεί μια ανακοίνωση είναι ανάλογη του συνόλου των πληροφοριών που ενσωματώνονται στην ανακοίνωση και όπως προκύπτει οι έκτακτες αποδόσεις είναι μεγαλύτερες στις εχθρικές προσφορές και σε αυτές που πραγματοποιούνται με μετρητά. Τέλος στη μελέτη του Shelton L. (2000) οι τιμές των μετοχών αυξάνονται με τις προσδοκίες των μετόχων λόγω ύπαρξης ανταγωνιστικών προτάσεων και στη μελέτη των Loderer και Martin (1992) εμφανίζονται σημαντικά αρνητικές έκτακτες αποδόσεις την περίοδο των τριών χρόνων μετά την συγχώνευση και ασήμαντα διαφορετικές από το μηδέν αποδόσεις την περίοδο των πέντε χρόνων μετά συγχωνεύσεων. Το κεφάλαιο 5 περιέχει τη μεθοδολογία και το δείγμα που χρησιμοποιείται. Όσον αφορά τη μεθοδολογία, χρησιμοποιούμε τη μέθοδο του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης και το υπό εξέταση δείγμα μας αποτελείται από 56 Σ&Ε που ολοκληρώθηκαν επιτυχώς την περίοδο 2000-2006. Τέλος τα κεφάλαια 6, 7 και 8 περιέχουν τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα της μελέτης και την βιβλιογραφία αντίστοιχα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

#### 2.1. ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

##### 2.1.1. ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που πραγματοποιούνται μεταξύ δύο ή περισσότερων εταιρειών ταξινομούνται με βάση τη μορφή τους σε κάποιες κατηγορίες. Ειδικότερα, οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε τρεις βασικές κατηγορίες:

##### *Α. Συγχώνευση με απορρόφηση*

Είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ΑΕ (απορροφούμενες) λύνονται και μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ΑΕ (απορροφώσα) το σύνολο της περιουσίας τους, έναντι αποδόσεως στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφώσα εταιρεία (και ενδεχόμενη καταβολή ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών). Η λύση των απορροφούμενων γίνεται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση.

Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά:

- Οι απορροφούμενες λύνονται χωρίς εκκαθάριση και παύουν να υφίστανται ως νομικά πρόσωπα
- Όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού μεταβιβάζονται στην απορροφώσα
- Οι μετοχές των απορροφούμενων ακυρώνονται
- Απαιτείται έγκριση των Γενικών Συνελεύσεων των εταιρειών
- Το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας αυξάνεται κατά το ποσό της καθαρής θέσης της απορροφούμενης εταιρείας. Για αυτό το ποσό η απορροφώσα εκδίδει ανάλογο αριθμό νέων μετοχών τις οποίες διανέμει στους μετόχους της απορροφούμενης

## *B. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας*

Είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται, χωρίς εκκαθάριση, με σκοπό τη δημιουργία μιας νέας οικονομικής μονάδας. Οι εταιρείες που διαλύονται μεταβιβάζουν στη νέα επιχείρηση το σύνολο της περιουσίας τους έναντι μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρεία και ενδεχομένως μετρητών για τυχόν στρογγυλοποιήσεις.

## *Γ. Απορρόφηση ΑΕ από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της*

Πρόκειται για συγχώνευση με απορρόφηση αλλά η διαδικασία είναι πιο απλή. Τα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού της απορροφούμενης μεταφέρονται στον ισολογισμό της απορροφώσας. Εάν η Καθαρή Θέση της απορροφούμενης εταιρείας είναι μικρότερη της αξίας απόκτησης η διαφορά παρουσιάζεται ως υπεραξία συγχώνευσης (Goodwill).

Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό:

Η απορροφώσα εταιρεία δεν αυξάνει το κεφάλαιο της και επομένως δεν εκδίδονται νέες μετοχές.

### 2.1.2. ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Αντίστοιχα και οι εξαγορές διακρίνονται σε:

#### *A. Εξαγορά ΑΕ από άλλη ΑΕ*

Είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ΑΕ (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν μετά από τη λύση τους, χωρίς εκκαθάριση, σε άλλη ΑΕ (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους έναντι αποδόσεως στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών του αντιτίμου των μετοχών τους. Απαιτείται έγκριση των μετόχων κάθε εταιρείας.

Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά:

Δεν πραγματοποιείται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοράζουσας, ούτε έκδοση νέων μετοχών. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης δεν γίνονται μέτοχοι της



εξαγοράζουσας, απλώς λαμβάνουν το συμφωνηθέν αντίτιμο και λύεται η σχέση τους με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση χωρίς να δημιουργείται σχέση με την εξαγοράζουσα.

Πιο συγκεκριμένα υπάρχουν τα εξής είδη εξαγορών:

- συγχωνευτική εξαγορά: υπάρχει λύση της απορροφούμενης αλλά όχι εκκαθάριση
- μη συγχωνευτική εξαγορά: διατηρείται η νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης και διακρίνονται σε συμμετοχική εξαγορά και συμμετοχή

## 2.2. ΛΟΓΟΙ-ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Η Χρηματοοικονομική Θεωρία προτείνει ότι οι Σ&Ε πρέπει να συμβαίνουν επειδή πρόκειται για θετικά σχέδια Καθαρής Παρούσας Αξίας, τα οποία αυξάνουν τον πλούτο ή την αγοραία αξία των μετόχων της εταιρείας που εξαγοράζεται. Η αύξηση σε πλούτο θα μπορούσε να προέλθει από την συνέργεια της συγχώνευσης ή από τη μεταφορά πλούτου από κατόχους ομολόγων σε μετόχους με αμετάβλητη αξία επιχείρησης ή και τα δύο. Αν η συνάρτηση χρησιμότητας του μάνατζερ εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης, τον κίνδυνο ή την αντιστάθμιση τότε ο μάνατζερ θα προσπαθήσει να αυξήσει το μέγεθος, να μειώσει τον κίνδυνο ή να αυξήσει την αντιστάθμιση. Εφόσον οι μεγαλύτερες εταιρείες τείνουν να καταβάλουν υψηλότερη αντιστάθμιση στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη ένας τρόπος για τη μεγιστοποίηση της αντιστάθμισης των στελεχών είναι η μεγιστοποίηση του μεγέθους της εταιρείας.

Μια άλλη εξήγηση των κινήτρων για τις συγχωνεύσεις επικεντρώνεται στην «υπόθεση της ύβρεως» του Roll. Η υπόθεση δηλώνει ότι οι μάνατζερ της προσφέρουσας εταιρείας είναι τόσο επίμονοι στο να βρίσκουν εταιρείες που έχουν υποεκτιμηθεί, ώστε καταλήγουν να προσφέρουν υπερβολικά ποσά για τις εταιρείες – στόχους.

Οι Modigliani-Miller θεωρούν ότι αν οι Σ&Ε δημιουργούν αξία τότε μπορούμε να υποθέσουμε ότι τα καταφέρνουν αλλάζοντας τις φορολογικές

υποχρεώσεις, το δικαιοπρακτικό κόστος ή τα κίνητρα επενδύσεων. Συγκεκριμένα το μέγεθος, η χρονική στιγμή ή ο βαθμός κινδύνου των μελλοντικών ταμιακών ροών των εταιρειών που έχουν προχωρήσει σε Σ&Ε πρέπει να υπερβαίνουν τις ταμιακές ροές των χωριστών εταιρειών, ώστε η συγχώνευση να είναι θετικό έργο ΚΠΑ.

Μια από τις πλέον βασικές στρατηγικές των επιχειρήσεων που επιθυμούν να αναπτυχθούν γρήγορα σε μια αγορά είναι να εξαγοράσουν ή να συγχωνευθούν με μια άλλη επιχείρηση. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της στρατηγικής εκτός του ότι επιτρέπει ταχύτερη ανάπτυξη από την εναλλακτική λύση της εσωτερικής ανάπτυξης, είναι ότι ταυτόχρονα επιτυγχάνεται η αποχώρηση μιας ανταγωνίστριας επιχείρησης από την αγορά. Αυτό τείνει να ενδυναμώσει τη μονοπωλιακή δύναμη της νέας επιχείρησης είτε επειδή η εξαγοραζόμενη αποτελούσε σημαντικό περιοριστικό παράγοντα στη δυνατότητα αυτή είτε γιατί μετά τη συγχώνευση διευκολύνεται η δυνατότητα συμπαιγνίας μεταξύ των επιχειρήσεων στην αγορά.

Συχνά επίσης μια συγχώνευση μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του κόστους των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται ή αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους. Αυτό μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους όπως:

- Εκμετάλλευση συμπληρωματικότητας όπως δημιουργία συνεργιών μεταξύ συμπληρωματικών παραγωγών. Για παράδειγμα η εξαγορά των studio ταινιών της Columbia από τη Sony τη δεκαετία 1980 έδωσε τη δυνατότητα στην τελευταία να "συμπληρώσει" τις μηχανές video που παρήγαγε με της υψηλής ποιότητας συλλογή ταινιών της Columbia. Μπορεί να υπάρχει συμπληρωματικότητα στην ποικιλία προϊόντων και έτσι μείωση του κόστους δημιουργίας νέων ή σε άλλα περιουσιακά στοιχεία
- Μείωση σταθερών ή άλλων δαπανών παραγωγής, διανομής, δηλαδή εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (π.χ. μέσω δημιουργίας κοινού δικτύου διανομής ή κοινών εγκαταστάσεων παραγωγής νέων προϊόντων) και μείωση των δαπανών σε έρευνα και ανάπτυξη μέσω του τερματισμού ερευνητικών έργων που ουσιαστικά αντιγράφουν το ένα το άλλο. Αυτός ο παράγοντας αναφέρεται ως μέρος του σχεδίου των Daimler&Chrysler να μειώσουν το κόστος τους κατά 3 δις δολάρια ετησίως μετά την συγχώνευση τους.

- Αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης έναντι πολύ ισχυρών αγοραστών ή προμηθευτών. Αυτή ήταν μια σημαντική αιτία της συγχώνευσης μεταξύ Philip Morris και Kraft.

Οι παραπάνω λόγοι για Σ&Ε μπορεί να αποκτήσουν ιδιαίτερη σημασία σε μια αγορά όταν κάποιες από τις επιχειρήσεις στην αγορά αρχίσουν να συγχωνεύονται. Αυτό μπορεί να είναι μέρος της εξήγησης γιατί οι Σ&Ε λαμβάνουν χώρα σε «κύματα», δηλαδή περίοδοι με σχετική σταθερότητα στη δραστηριότητα αυτή εναλλάσσονται με περιόδους όπου η δραστηριότητα γνωρίζει μεγάλη ένταση. Το φαινόμενο αυτό φαίνεται ότι έχει ενδογενείς αλλά και εξωγενείς αιτίες.

Οι ενδογενείς αιτίες προέρχονται από το γεγονός ότι συχνά το όφελος από μια συγχώνευση αυξάνεται όταν δύο αντίπαλες επιχειρήσεις συγχωνευθούν και ο αριθμός των επιχειρήσεων στην αγορά μειωθεί. Μια σημαντική εξωγενής αιτία είναι οι αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο. Για παράδειγμα η άρση ρύθμισης στον κλάδο των αεροπορικών συγκοινωνιών στις ΗΠΑ, Ευρώπη και μετά στον υπόλοιπο κόσμο τις τελευταίες δυο δεκαετίες φαίνεται ότι έχει προκαλέσει τον μεγάλο αριθμό συμμαχιών σε μια προσπάθεια από τις εταιρείες να επιβιώσουν σε ένα και ολοένα και περισσότερο ανταγωνιστικό περιβάλλον.

### *2.3. ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ*

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε τις οικονομικές συνέπειες που έχουν οι Σ&Ε των επιχειρήσεων στην αποτελεσματικότητα τους και στον πλούτο των μετόχων. Η αποτελεσματικότητα είναι μια ευρεία έννοια που μπορεί να καλύπτει διάφορες πλευρές της δραστηριότητας των επιχειρήσεων και εκτείνεται από τον ορισμό της αποτελεσματικότητας κόστους ή κερδών που αφορά την βραχυχρόνια περίοδο μέχρι τον ορισμό της τεχνολογικής αποτελεσματικότητας που αφορά την μακροχρόνια περίοδο.

Μια επιχείρηση θεωρείται αποτελεσματική από πλευράς κόστους αν ελαχιστοποιεί το κόστος της για δεδομένες τιμές παραγωγικών συντελεστών και αποτελεσματική από πλευράς κερδών αν μεγιστοποιεί τα κέρδη της για δεδομένο συνδυασμό παραγωγικών συντελεστών. Τεχνολογικά αποτελεσματική είναι η

επιχείρηση η οποία αποκτά το άριστο μέγεθος και παράγει τον άριστο συνδυασμό υπηρεσιών με δεδομένες τις τιμές των παραγωγικών συντελεστών που χρησιμοποιεί.

Το κύριο όφελος της συγχώνευσης ή εξαγοράς στην οικονομία είναι η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας που παρέχουν, η οποία μπορεί να μειώσει το κόστος των επιχειρήσεων και να οδηγήσει ακόμη και σε μείωση των τιμών για τους καταναλωτές. Οι αναμενόμενες ωφέλειες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:

- ωφέλειες στην παραγωγική αποτελεσματικότητα
- ωφέλειες στη δυναμική αποτελεσματικότητα (καινοτομική δραστηριότητα)
- ωφέλειες στην αποτελεσματικότητα συναλλαγών (transactional efficiencies)
- ωφέλειες στην αποτελεσματικότητα διανομής και μάρκετινγκ προϊόντων
- ωφέλειες μέσω της δημιουργίας μεγαλύτερης αγοραστικής δύναμης
- ωφέλειες στη διοικητική αποτελεσματικότητα
- ωφέλειες από μικρότερο κόστος κεφαλαίου

Πιο συγκεκριμένα, οι επιδράσεις των Σ&Ε στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών των επιχειρήσεων διακρίνονται σε:

A) Επίδραση στο κόστος. Πολλοί ερευνητές συμφωνούν ότι οι Σ&Ε έχουν περιορισμένη επίδραση στο κόστος. Στις ΗΠΑ δεν υπάρχει ομοφωνία για την ύπαρξη θετικών επιδράσεων στο κόστος. Μελέτες που αφορούν τα τελευταία έτη και συγκεκριμένα Σ&Ε τραπεζών, υποστηρίζουν ότι διαπιστώνεται αξιοσημείωτη βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους ειδικότερα για μικρές τράπεζες αλλά και για μεγάλες, υπό την προϋπόθεση ότι η απορροφώσα τράπεζα θα έχει δεσμευθεί για περικοπές κόστους ή για αποτελεσματικότερη διοίκηση και η τράπεζα που απορροφάται είναι σχετικά αποτελεσματική. Νεότερες μελέτες (Rhoades 1998) οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι επιδράσεις στο κόστος εξαρτώνται από τη μορφή των Σ&Ε, τα κίνητρα και τον τρόπο με τον οποίο η διοίκηση υλοποιεί τα σχέδια της.

B) Επίδραση στα κέρδη. Η μείωση του κόστους δεν συνεπάγεται πάντοτε άνοδο των κερδών ακόμη και στην περίπτωση μεγάλων επιχειρήσεων των ΗΠΑ. Κάποιες μελέτες συγκρίνουν δείκτες κερδοφορίας (ROE-return on equity, ROA-return on assets) πριν και μετά τις Σ&Ε με τους αντίστοιχους δείκτες για επιχειρήσεις που δεν συγχωνεύθηκαν. Ορισμένες από αυτές διαπίστωσαν βελτιωμένους δείκτες

κερδοφορίας μετά τις Σ&Ε (Cornett and Tehranian, 1992), ενώ κάποιες άλλες δεν βρήκαν βελτίωση (Piloff, 1996).

Γ) Επίδραση στις οικονομίες κλίμακας. Πρόσφατες μελέτες διαπίστωσαν ότι υπάρχουν ανεκμετάλλευτες οικονομίες κλίμακας για μεγάλες επιχειρήσεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη. Οι δυνατότητες για εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας υπήρξαν μεγαλύτερες τη δεκαετία του 1990 σε σχέση με τη δεκαετία του 1980. Αυτό οφείλεται στην τεχνολογική πρόοδο και στις αλλαγές στις νομοθετικές ρυθμίσεις.

Ένας σημαντικός λόγος που μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη συγκέντρωση των επιχειρήσεων μέσω Σ&Ε είναι η μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών τους. Ωστόσο, η πρόθεση για Σ&Ε δεν οδηγεί πάντοτε σε μεγιστοποίηση της αξίας της νέας επιχείρησης που θα προκύψει. Αν η συνάρτηση χρησιμότητας της διοίκησης της εξαγοράζουσας είναι αύξουσα ως προς το μέγεθος της επιχείρησης, είναι πιθανόν η εν λόγω διοίκηση να προχωρήσει σε Σ&Ε προκειμένου να μεγιστοποιήσει μόνο το προσωπικό της όφελος, χωρίς να λαμβάνει υπ' όψιν της το ύψος του τιμήματος, το οποίο ενδέχεται να είναι μεγαλύτερο από την αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Ανάλογη είναι και η περίπτωση όπου η διοίκηση της εξαγοράζουσας υπερεκτιμά την ικανότητα της να ανακαλύπτει στόχους, την αξία των οποίων θεωρεί υποτιμημένη, καταβάλλοντας σχετικά υψηλό τίμημα.

#### *2.4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ & ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ*

Οι Σ&Ε είναι το μέσο για την επιτυχία οικονομιών κλίμακας και φάσματος από ισχυρούς χρηματοοικονομικούς ομίλους και επιπρόσθετα στοχεύουν στη διατήρηση ή και την αύξηση μεριδίου στην εγχώρια και διεθνή αγορά. Το φαινόμενο αυτό δεν οφείλεται μόνο στη νομισματική ολοκλήρωση. Προϋπήρχε αυτής και αναπτύσσεται ραγδαία και εκτός της ζώνης του ευρώ όπως στις ΗΠΑ, τον Καναδά, την Ασία και στην υπόλοιπη Ευρώπη. Τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν είναι τα εξής:

- η δημιουργία αξίας για τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιρειών, η οποία είναι πολύ μεγαλύτερη για εκείνους των επιχειρήσεων που γίνονται στόχος εξαγοράς και πολύ λιγότερη για τους μετόχους των εταιρειών που εξαγοράζουν άλλες επιχειρήσεις. Οι εξαγοραζόμενες

επιχειρήσεις κυρίως προσδίδουν μια δυναμική στο νέο χρηματοοικονομικό όμιλο που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.

- Η αντιμετώπιση του αυξανόμενου ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές, δηλαδή με μικρότερη προμήθεια και χαμηλότερα επιτόκια.
- Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης αυξάνει τα κέρδη των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Η ανάγκη δημιουργίας χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους μέσω Σ&Ε επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση των υπηρεσιών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι τις περισσότερες φορές δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους.
- Νέα εργαλεία χρηματοοικονομικής διαχείρισης κινδύνου όπως τα παράγωγα προϊόντα που παρέχουν εγγυήσεις, εφαρμόζονται με αποτελεσματικότερο τρόπο από μεγάλου μεγέθους πιστωτικά ιδρύματα.
- Αντιμετωπίζεται αποτελεσματικότερα το φαινόμενο της αποδιαμεσολάβησης. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις των θυγατρικών εταιρειών έχουν στόχο τη δημιουργία νέων ισχυρών θυγατρικών με στόχο τη σχετική επαναδιαμεσολάβηση.

Παρόλα τα πλεονεκτήματα, οι Σ&Ε παρουσιάζουν και κάποια μειονεκτήματα. Ορισμένα από αυτά είναι:

- Από διάφορες μελέτες διαπιστώθηκε ότι η απόδοση της μετοχής κάποιων εταιρειών που προέβησαν σε Σ&Ε υπολειπόταν του υπόλοιπου κλάδου.
- Μελέτες για τις μεγάλες εξαγορές του αιώνα έδειξαν ότι οι μέτοχοι των εταιρειών που προέβηκαν στην εξαγορά κέρδισαν. Όμως οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων έχασαν.

- Εάν η εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας.
- Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργιες είναι εφάπαξ περικοπές
- Το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι Σ&Ε είναι υψηλό.
- Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό αφού σε ένα μεγάλο ποσοστό Σ&Ε υπήρξε μείωση της απασχόλησης που πραγματοποιήθηκε και με απολύσεις προσωπικού.

Πάντως το κύμα των Σ&Ε αναμένεται να συνεχισθεί και τα επόμενα χρόνια.

## 2.5. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Αρκετές χώρες έχουν παρουσιάσει υψηλά επίπεδα δραστηριότητας Σ&Ε τις τελευταίες δεκαετίες. Οι εξαγορές δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο, ιδιαίτερα για τις ΗΠΑ. Πράγματι, μπορούμε να διακρίνουμε πέντε σημαντικά κύματα Σ&Ε ξεκινώντας από την δεκαετία του 1890. Το κύμα της περιόδου 1895-1904 (κύριο χαρακτηριστικό της ήταν η δημιουργία οριζοντίων συγχωνεύσεων και στόχος των Σ&Ε ήταν η δημιουργία μονοπωλίου), το κύμα της περιόδου 1922-1929 (έξαρση εξαγορών συμπληρωματικών επιχειρήσεων-δεν δημιουργούσαν μονοπώλια αλλά υπήρχε μια τάση προς την ολιγοπωλιακή δομή), αυτό της περιόδου 1940-1947, το κύμα των εξαγορών ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerate mergers) της δεκαετίας του 1960 και το πρόσφατο κύμα εξαγορών (κυρίως εχθρικές εξαγορές) που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα (από το 1993 και μετά στόχος των Σ&Ε ήταν η δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στην αγορά). Από αυτά το πιο πρόσφατο κύμα ήταν το πιο αξιοσημείωτο από άποψη μεγέθους και γεωγραφικής επέκτασης. Για πρώτη φορά, εταιρείες της ηπειρωτικής Ευρώπης ήταν τόσο πρόθυμες να συμμετέχουν σε Σ&Ε όσο ήταν και οι εταιρείες των ΗΠΑ και η δραστηριότητα αυτή στην Ευρώπη έφτασε τα επίπεδα αυτής των ΗΠΑ.

Όλα αυτά τα κύματα έλαβαν χώρα σε περιόδους που η οικονομία απολάμβανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον (π.χ. τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές κανονιστικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση κεφαλαιαγορών, διεθνοποίηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων κλπ.). Επίσης τα κύματα αυτά συχνά ακολουθούνταν από βιομηχανικά και τεχνολογικά "σοκ".

Από τα μέσα του 2003, η δραστηριότητα των Σ&Ε άρχισε να αυξάνεται ξανά στην Ευρώπη, Αμερική και Ασία συνεχίζοντας την διεθνή βιομηχανική θεμελίωση της δεκαετίας του 90. Αυτό το "νέο" κύμα συμπίπτει με την "ανάρρωση" των οικονομικών και χρηματοοικονομικών αγορών μετά την πτώση που άρχισε το 2000. Σύμφωνα με την βάση δεδομένων της Thomson, ο όγκος των Σ&Ε το 2004 αυξήθηκε κατά 71% σε σχέση με το 2002 (το 2004 οι Σ&Ε στις ΗΠΑ έφτασαν τα 1,1 τρις \$ από τα 517 δις \$ το 2002- αντίστοιχα για τις Σ&Ε στην Ευρώπη τα 758 δις \$ για το 2004 από τα 517 δις \$ το 2002) όπως επίσης και όσον αφορά τα κράτη- μέλη της ΕΕ αύξησαν το ποσοστό των εξαγορών από 1,5 δις \$ το 1984 σε 10.829,3 δις \$ το 2000.

Τέλος, σε αντίθεση με το 90 και το 80, η πιο πρόσφατη εχθρική δραστηριότητα Σ&Ε στην Αμερική και στην Ευρώπη βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο της ( όσον αφορά τις ΗΠΑ, 28 εχθρικές Σ&Ε την περίοδο 2002-2005, 229 την περίοδο 1993-1996 και 217 την περίοδο 1983-1986).

## *2.6. ΠΡΩΤΟ "ΚΥΜΑ" Σ&Ε - ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ*

Το πρώτο "κύμα" Σ&Ε που λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1998-99 στην Ελλάδα αποτελεί την έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων επιχειρήσεων να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Οι Σ&Ε έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν την τάξη των εταιρικών μεγεθών και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού συστήματος. Στην παγκόσμια οικονομία το πεδίο των Σ&Ε επιδεικνύει ένα μακρινό παρελθόν, που για την ελληνική πραγματικότητα θα πρέπει να αποτελέσει ένα μοντέλο στο οποίο θα μπορούσαν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις για την μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από παρόμοιες κινήσεις.



Παρά το μακρινό παρελθόν των Σ&Ε σε παγκόσμιο επίπεδο και την εμπειρία που έχει δημιουργηθεί, η επιτυχία μιας τέτοιας επιχειρηματικής κίνησης δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη και ακίνδυνη καθώς επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, εσωτερικούς και εξωτερικούς ως προς το περιβάλλον της επιχείρησης. Αρκετοί από αυτούς τους παράγοντες που ρυθμίζουν το θεσμικό και το λειτουργικό πλαίσιο μιας Σ&Ε είναι πιθανόν να βρίσκονται εκτός αρμοδιότητας της συμβαλλόμενης επιχείρησης. Τα προβλήματα για την ομαλή ολοκλήρωση μιας Σ&Ε δεν είναι μόνο θεσμικά, οικονομικά ή λειτουργικά. Ο ανθρώπινος παράγοντας, οι ομάδες διαχείρισης και διοίκησης των προς εξαγορά επιχειρήσεων, ο βαθμός συγγένειας στις κουλτούρες και στις φιλοσοφίες μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι συνθήκες που επικρατούν στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, αλλά και οι ενδεχόμενες εσωτερικές αδυναμίες που υφίστανται στο μικροοικονομικό περιβάλλον της εκάστοτε επιχείρησης, είναι ικανά να αποτελέσουν ζητήματα καθοριστικής σημασίας για την επιτυχία των Σ&Ε.

Σε πολλές περιπτώσεις οι Σ&Ε στηρίζονται σε *a priori* υποθέσεις που χαρακτηρίζονται αρκετά αισιόδοξες ή ίσως υπερβολικές. Έχει παρατηρηθεί ότι στην έλευση κάθε τέτοιου γεγονότος επικρατεί αρχικά ένας άκρατος ενθουσιασμός και προκαλούνται φαινόμενα κατά τα οποία οι μετοχές των αντίστοιχων εταιρειών κινούνται έντονα ανοδικά στο χρηματιστήριο αμέσως όταν ανακοινώνονται φιλόδοξοι σχεδιασμοί και επιχειρηματικά σχέδια για μελλοντικές Σ&Ε. Όταν όμως μια εξαγορά ή συγχώνευση προχωρήσει τότε εμφανίζονται εκείνα τα προβλήματα που αρχικώς είχαν υποτιμηθεί από τις διοικήσεις των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων, με τις αντίστοιχες αρνητικές επιπτώσεις στους μετόχους.

Οι ανακατατάξεις τις οποίες προκάλεσε η παγκοσμιοποίηση των αγορών σε παράλληλη δράση με την αναγκαιότητα για γρήγορη προσαρμογή των επιχειρήσεων στις νέες οξύτερες συνθήκες ανταγωνισμού που προϋποθέτουν διευρυμένα εταιρικά σχήματα οδήγησαν ως παράγοντες σε διαδοχικές επιχειρηματικές συμπράξεις μεγάλου βεληνεκούς τόσο μέσα στις ίδιες τις χώρες όσο και μεταξύ διαφορετικών χωρών ή διαφορετικών ηπείρων. Από τα παλαιότερα χρόνια η απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου "άνοιξε" τα σύνορα για τις επιχειρήσεις και κατάργησε τους περιορισμούς στην παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα τους.

Επίσης οι νέες συνθήκες που δημιουργήθηκαν από την παγκοσμιοποίηση προσέφεραν πλήθος επιχειρηματικών ευκαιριών και ταυτόχρονα αύξησαν τις ανάγκες των επιχειρήσεων σε κεφάλαια με σκοπό την ενδυνάμωση τόσο της

χρηματοοικονομικής δομής τους όσο και της διαπραγματευτικής ικανότητας τους απέναντι στις εν δυνάμει ανταγωνίστριες επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια, στο σημερινό περιβάλλον η βελτίωση της παρουσίας των επιχειρηματικών μονάδων στο διεθνές εμπόριο με την ενίσχυση των δικτύων παραγωγής, διανομής και προώθησης των αγαθών και υπηρεσιών τους θα πρέπει να θεωρείται σχεδόν επιβεβλημένη. Είναι ενδεικτικό ότι σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικάνικες, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις καθώς η χώρα προέλευσης χάνει το "νόημα" της όταν πρόκειται για πολυδαίδαλους ομίλους εταιρειών οι οποίοι ενδεικτικά, από τη μια πλευρά, μπορούν να διαθέτουν χρηματοοικονομικά κέντρα στις ανεπτυγμένες οικονομίες και από την άλλη πλευρά, να κατέχουν εργοστασιακές μονάδες σε χώρες της Ασίας ή της Αφρικής. Αναμφίβολα λοιπόν η απελευθέρωση των αγορών καθιστά επιθετικότερες τις μεγάλες επιχειρήσεις κάθε παραγωγικού κλάδου και επιτάσσει την ταχύτερη αναζήτηση εταιρειών "στόχων" στο παγκόσμιο περιβάλλον ανταγωνισμού.

Η δυναμική της ελληνικής αγοράς δεν έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των Σ&Ε. Η εξαγορά μονάδων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο του ευρύτερου δημόσιου τομέα, στα πλαίσια της πολιτικής των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και η απαρχή των συνεργασιών με τη συγχώνευση μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και της θυγατρικής της, της Κτηματικής Τράπεζας, αποτέλεσαν χαρακτηριστικά παραδείγματα της πρώτης και ουσιαστικά πρώιμης φάσης των ελληνικών Σ&Ε. Ιδιαίτερο γνώρισμα εκείνης της περιόδου (πρώτο εξάμηνο 1998) ήταν ο άμεσος έλεγχος από την πλευρά του κράτους των διαδικασιών που λάμβαναν χώρα, καθώς ο ιδιωτικός τομέας έδειχνε διστακτικός στην υλοποίηση μεγάλου βεληνεκούς εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Από την άλλη πλευρά, οι όποιες κινήσεις έρχονταν αντιμέτωπες με την ανυπαρξία ενός δοκιμασμένου στην ελληνική πραγματικότητα θεσμικού πλαισίου ρύθμισης των σχετικών αυτών διαδικασιών, κυρίως στις περιπτώσεις των επιθετικών Σ&Ε, με αποτέλεσμα την αβεβαιότητα γύρω από την ομαλή λειτουργία του τότε υπάρχοντος πλαισίου. Το αναγκαίο αυτό θεσμικό πλαίσιο, τελικά με αρκετή καθυστέρηση, δημιουργήθηκε προς το δεύτερο εξάμηνο του 1999 με τη μορφή προεδρικού διατάγματος.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ

#### ΕΛΛΑΔΑ

Βασικός παράγοντας για την επιτυχία των Σ&Ε θεωρείται το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει στην εκάστοτε χώρα που πραγματοποιείται η σύμπραξη. Οι νόμοι που εφαρμόζονται στις περιπτώσεις των Σ&Ε είναι σημαντικοί καθώς μπορεί να προκύψουν προβλήματα, τα οποία πρέπει να επιλυθούν από νόμους και κανονισμούς ειδικούς για Σ&Ε (η απόφαση που διέπει τη λειτουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η 1030/22-8-2000 - Νόμος 3461/30-5-06).

Τα άρθρα αυτά (23 άρθρα που αφορούν τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών) για τα οποία αποφασίζει η επιτροπή κεφαλαιαγοράς αφορούν: ορισμούς, πεδίο εφαρμογής, σκοπός, δημόσια πρόταση, υποχρεωτική δημόσια πρόταση, ικανοποίηση δηλώσεων αποδοχής, υποχρέωση δημοσιοποίησης της πρότασης, περιορισμοί εξουσιών του ΔΣ της εξαγοραζόμενης, πληροφοριακό δελτίο, σύμβουλος προτεινόντος, δημοσιότητα, αποδοχή δημόσιας πρότασης, ανάκληση, αιρέσεις, αναθεώρηση, γνώμη διοίκησης εξαγοραζόμενης, ενημέρωση αρχών, απαγόρευση διαφήμισης, δημοσίευση αποτελεσμάτων, ενημέρωση εκπροσώπων εργαζομένων, ανταγωνιστικές προτάσεις, υποχρεώσεις μετά την ανάκληση και κυρώσεις.

#### ΟΡΙΣΜΟΙ- ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ- ΣΚΟΠΟΣ

Πιο συγκεκριμένα: Δημόσια πρόταση είναι η πρόταση που απευθύνεται στους κυρίους κινητών αξιών εταιρείας με σκοπό την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των εν λόγω κινητών αξιών αντί καταβολής μετρητών ή με ανταλλαγή με άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα ή συνδυασμό και των δύο (άρθρο 1).

Το πεδίο εφαρμογής της απόφασης αυτής είναι οι Δημόσιες Προτάσεις που αφορούν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Κινητές Αξίες εταιρείας η οποία διέπεται από το ελληνικό δίκαιο και αρμόδια αρχή για την εποπτεία αυτών των Δημοσίων Προτάσεων είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η Δημόσια Πρόταση εξασφαλίζει τα εξής (άρθρο 3):

- όλοι οι κάτοχοι κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας τυγχάνουν ισότιμης μεταχείρισης
- οι αποδέκτες πρέπει να διαθέτουν επαρκή χρόνο προκειμένου να λάβουν την απόφαση τους σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση
- το ΔΣ της εξαγοραζόμενης εταιρείας πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρείας
- αποτρέπεται η στρέβλωση της αγοράς κινητών αξιών της υπο εξαγορά εταιρείας
- η άσκηση των δραστηριοτήτων της εταιρείας δεν πρέπει να παρακωλύεται
- ο προτείνων μπορεί να καταβάλει πλήρως το τίμημα

ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ- ΙΚΑΝΟΠΟΙΗΣΗ ΔΗΛΩΣΕΩΝ ΑΠΟΔΟΧΗΣ-  
ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ- ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ  
ΕΞΟΥΣΙΩΝ ΔΣ

Όποιος προβαίνει σε Δημόσια Πρόταση υποχρεούται να απευθύνει στους κυρίους αυτών των κινητών αξιών πρόταση για την απόκτηση ποσοστού μεγαλύτερου του 50% τουλάχιστον του συνόλου των αξιών της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ο προτείνων υποχρεούται να ορίσει τον ελάχιστο αριθμό αξιών που πρέπει να γίνει αποδεκτός προκειμένου να ισχύσει αυτή η Δημόσια Πρόταση.

Κάθε πρόσωπο που αποκτά κινητές αξίες και το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει υπερβαίνει το όριο του 50% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της εξαγοραζόμενης υποχρεούται μέσα σε 30 μέρες να απευθύνει δημόσια πρόταση αγοράς για το σύνολο των κινητών αξιών της εταιρείας. Στα δικαιώματα ψήφου που κατέχει το υπόχρεο πρόσωπο, προστίθενται τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν σε κινητές αξίες, οι οποίες ανήκουν σε αυτό και έχουν παραδοθεί ως ενέχυρο. Επίσης με τα δικαιώματα αυτά εξομοιώνονται τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στις κινητές αξίες των οποίων το υπόχρεο πρόσωπο έχει την επικαρπία, τις οποίες αυτό έχει δικαίωμα να αποκτήσει με αποκλειστική πρωτοβουλία και τις οποίες τα πρόσωπα αυτά έχουν στην κατοχή τους ως θεματοφύλακες. Δεν εξομοιώνονται τα δικαιώματα που αντιστοιχούν σε κινητές αξίες τις οποίες το ίδρυμα αυτό κατέχει με σύμβαση

ενεχύρου. Κατά την υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης δεν επιτρέπεται στον προτείνοντα να ορίσει ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών και το πρόσωπο που έχει υποβάλλει τη δημόσια πρόταση δεν υποχρεούται να προβεί σε νέα πρόταση εντός δωδεκαμήνου από τη λήξη περιόδου αποδοχής της πρώτης.

Σύμφωνα με το άρθρο 6, αν οι δηλώσεις αποδοχής που υποβάλουν οι αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης αφορούν συνολικό αριθμό κινητών αξιών μεγαλύτερο από εκείνων που ο προτείνων προσφέρεται να αποκτήσει, οι δηλώσεις ικανοποιούνται αναλογικά. Αυτός που έχει αποφασίσει τη διενέργεια της πρότασης πριν προβεί σε ανακοίνωση στο κοινό ενημερώνει εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ΔΣ της εξαγοραζόμενης. Η ενημέρωση γίνεται αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια της πρότασης. Την επόμενη της ενημέρωσης ο προτείνων ανακοινώνει την πρόταση με δημοσίευση. Η ανακοίνωση περιέχει τα εξής: επωνυμία και έδρα εξαγοραζόμενης, όνομα και διεύθυνση προτείνοντος, επωνυμία και διεύθυνση συμβούλου προτείνοντος κλπ. Ο προτείνων υποβάλλει σχέδιο Πληροφοριακού Δελτίου Δημόσιας Πρότασης. Το ΔΣ της εξαγοραζόμενης εκτός από την αναζήτηση εναλλακτικών προσφορών δεν επιτρέπεται να προβεί, χωρίς να έχει λάβει άδεια από την ΓΣ, σε καμία ενέργεια που θα μπορούσε να οδηγήσει σε ματαίωση της Δημόσιας Πρότασης.

#### ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΔΕΛΤΙΟ- ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ

Ο προτείνων δημοσιεύει πληροφοριακό δελτίο στο οποίο περιέχονται τα στοιχεία που είναι απαραίτητα ώστε οι αποδέκτες να είναι σε θέση να σχηματίσουν γνώμη. Στο Πληροφοριακό Δελτίο περιέχονται: επωνυμία και έδρα της εξαγοραζόμενης, όνομα και διεύθυνση προτείνοντος, στοιχεία συμβούλου του προτείνοντος, στοιχεία υπευθύνων σύνταξης του δελτίου κλπ. Το δελτίο εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφόσον είναι σύμφωνο με το νόμο εντός 10 εργάσιμων ημερών από την υποβολή σε αυτήν πλήρους σχεδίου από τον προτείνοντα. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ζητήσει τροποποιήσεις ή συμπληρωματικές πληροφορίες να συμπεριληφθούν στο Δελτίο, το οποίο δημοσιεύεται μέσα σε 3 ημέρες από την έγκριση του από την Επιτροπή. Ως σύμβουλος του προτείνοντος ενεργεί ένα Πιστωτικό Ίδρυμα ή Επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, το οποίο βεβαιώνει την ακρίβεια του περιεχομένου του Πληροφοριακού Δελτίου και εκθέτει σε ειδικό τμήμα του Δελτίου την άποψη του για τη Δημόσια Πρόταση.

ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ- ΑΠΟΔΟΧΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ- ΑΝΑΚΛΗΣΗ-  
ΑΙΡΕΣΕΙΣ

Κάθε ανακοίνωση δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α. και στα οικονομικά και πολιτικά έντυπα. Κάθε δημόσια ανακοίνωση για τη Δημόσια Πρόταση πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η αποδοχή της πρότασης λαμβάνει χώρα με έγγραφη δήλωση η οποία κατατίθεται σε πιστωτικά ιδρύματα ή επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι δηλώσεις αποδοχής ανακαλούνται ελεύθερα με παρόμοια δήλωση και η περίοδος αποδοχής δεν επιτρέπεται να είναι κατώτερη των 30 ημερών ούτε ανώτερη των 60 από την ημερομηνία έγκρισης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η Δημόσια Πρόταση μπορεί να ανακληθεί αν υποβληθούν ανταγωνιστικές προτάσεις και η ανάκληση πρέπει να ανακοινωθεί το αργότερο 5 μέρες μετά την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το Πληροφοριακό Δελτίο και μόνο ύστερα από την άδεια της (άρθρο 13). Η Δημόσια Πρόταση επίσης δεν επιτρέπεται να υπόκειται σε αιρέσεις πλην εκείνων που αφορούν στη χορήγηση διοικητικών αδειών ή εγκρίσεων που απαιτούνται.

ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ- ΓΝΩΜΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ- ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΑΡΧΩΝ-  
ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΔΙΑΦΗΜΙΣΗΣ- ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ-  
ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΕΚΠΡΟΣΩΠΩΝ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ

Ο προτείνων μπορεί μέχρι 5 εργάσιμες μέρες πριν τη λήξη της περιόδου αποδοχής να αναθεωρήσει έναν ή περισσότερους από τους όρους που έχει υποβάλλει. Η αναθεωρητική πρόταση υποβάλλεται προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διαβιβάζεται στο ΔΣ της εξαγοραζόμενης και δημοσιεύεται την επόμενη μέρα στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α. Το ΔΣ της εξαγοραζόμενης οφείλει να εκθέσει εγγράφως τις απόψεις του και να διατυπώσει αιτιολογημένη γνώμη σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση. Το έγγραφο συνοδεύεται από λεπτομερή έκθεση ανεξαρτήτου χρηματοοικονομικού συμβούλου και πρέπει να υποβληθεί εντός 10 ημερών από την ημέρα που η διοίκηση γνωρίζει το περιεχόμενο του Πληρ. Δελτίου.

Τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που κατέχουν ποσοστό 5% τουλάχιστον των δικαιωμάτων ψήφου καθώς και τα μέλη του ΔΣ της εξαγοραζόμενης υποχρεούνται να δηλώνουν στην Επιτρ.Κεφ. και στο Χ.Α.Α. κάθε απόκτηση κινητών αξιών ενώ κάθε

πρόσωπο που αποκτά ποσοστό 0,5% τουλάχιστον υποχρεούται να δηλώνει τόσο την απόκτηση αυτή και κάθε μεταγενέστερη απόκτηση, όσο και την τιμή απόκτησης. Επίσης ο προτείνων και τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν υποχρεούνται να δηλώσουν όλες τις χρηματιστηριακές ή εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που διενήργησαν σε κινητές αξίες της εξαγοραζόμενης κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της δημοσιοποίησης της Δημόσιας Πρότασης. Από την δημοσιοποίηση της Δημόσιας Πρότασης και μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής δεν επιτρέπεται οποιαδήποτε ανακοίνωση σχετικά με την Πρόταση που να περιέχει αξιολογική κρίση ή πρόβλεψη για την επιτυχία της. Κατά τη διάρκεια των 7 τελευταίων ημερών της περιόδου αποδοχής κάθε ανακοίνωση σχετικά με την Πρόταση πρέπει να περιορίζεται στην ενημέρωση που είναι απαραίτητη για τη δημοσιοποίηση και την προβολή της. Τα αποτελέσματα της Δ.Πρότασης δημοσιεύονται με επιμέλεια του προτείνοντος εντός 48 ωρών από τη λήξη της περιόδου αποδοχής. Το ΔΣ της εξαγοραζόμενης κοινοποιεί το συντομότερο δυνατόν στους εκπροσώπους των εργαζομένων το Πληροφοριακό Δελτίο καθώς και όλα τα έγγραφα σχετικά με την αναθεώρηση, την ανάκληση και το αποτέλεσμα της Δημ.Πρότασης.

#### ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ- ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΛΗΣΗ- ΚΥΡΩΣΕΙΣ

Ανταγωνιστικές προτάσεις, σύμφωνα με το άρθρο 21, μπορούν να υποβληθούν μέχρι 7 ημέρες πριν από τη λήξη της περιόδου αποδοχής και εντός 40 ημερών από την έναρξη της. Η περίοδος αποδοχής της αρχικής πρότασης εφόσον αυτή δεν ανακληθεί παρατείνεται αυτομάτως μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής της ανταγωνιστικής πρότασης. Η αποδοχή ανταγωνιστικής πρότασης από πρόσωπα που έχουν ήδη αποδεχθεί προηγούμενη πρόταση, θεωρείται ότι υποβάλλεται έγκυρα μόνο εφόσον έχει προηγηθεί ανάκληση της αποδοχής της προηγούμενης Δημ. Πρότασης. Η υποβολή αναθεωρητικής πρότασης δεν αποτελεί ανταγωνιστική πρόταση. Σε περίπτωση ανακοίνωσης απόφασης για διενέργεια Δημ.Πρότασης η οποία είτε δεν λαμβάνει τελικά χώρα, είτε πραγματοποιείται αλλά ανακαλείται μεταγενέστερα, ο προτείνων δεν μπορεί κατά τη διάρκεια των 12 μηνών που ακολουθούν την ανακοίνωση χωρίς την άδεια της Επιτροπής Κεφαλ.να προβεί σε

Δημόσια Πρόταση για κινητές αξίες της ίδιας υπό εξαγορά εταιρείας και να αποκτήσει κινητές αξίες της. Τέλος, κάθε πρόσωπο που παραβαίνει τις διατάξεις αυτές τιμωρείται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 76 παρ.10 του Ν.1969/1991.

### ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ

Όσον αφορά τις φορολογικές απαλλαγές που υφίστανται οι Σ&Ε με βάση τους νόμους 1297/72 και άρθρα 1-5 του Ν. 2166/93 ισχύουν τα εξής:

- Η υπεραξία που προκύπτει από την συγχώνευση επιχειρήσεων δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος κατά το χρόνο της συγχώνευσης αλλά φορολογείται κατά το χρόνο διάλυσης της επιχείρησης.
- Οι επιχειρήσεις απαλλάσσονται του φόρου μεταβίβασης των εισφερομένων ακινήτων
- Απαλλάσσονται της συμβάσεως περί συγχωνεύσεως από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του Δημοσίου και εισφοράς υπέρ τρίτων
- Αναστέλλεται η φορολόγηση των αφορολόγητων κρατήσεων που έχουν δημιουργήσει οι συγχωνευόμενες εταιρείες
- Μεταβιβάζονται οι ζημιές στον ισολογισμό της απορροφούσας και συμψηφίζονται με τα κέρδη της απορροφούσας.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΣΥΝΟΨΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Πολλοί ερευνητές έχουν παρουσιάσει τα τελευταία χρόνια διάφορες μελέτες που αφορούν τις Σ&Ε προσπαθώντας να απαντήσουν σε κάποια βασικά ερωτήματα όπως:

- ποια είναι η αξία των Σ&Ε για τους συμβαλλόμενους και ποιοι παράγοντες δημιουργούν αυτή την αξία;
- αυξάνουν οι Σ&Ε τον πλούτο των μετόχων;
- πως επηρεάζονται οι τιμές των μετοχών των συμβαλλόμενων εταιρειών ύστερα από μια συγχώνευση ή εξαγορά;
- ποιες είναι οι αποδόσεις των μετοχών μετά τις Σ&Ε;
- ποιοι είναι οι καθοριστικοί παράγοντες της συμπεριφοράς των Σ&Ε;

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναφέρουμε κάποια εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών όσον αφορά αυτά τα ερωτήματα.

#### Αξία Σ&Ε για τους συμβαλλόμενους και παράγοντες που δημιουργούν αυτή την αξία

Ο **Shelton L. (2000)** παρουσιάζει ένα πλαίσιο διεξαγωγής της ζήτησης και προσφοράς των μεριδίων της εταιρείας-στόχου στη συγχώνευση και το εξετάζει χρησιμοποιώντας μια μεθοδολογία ανάλυσης γεγονότων (event study methodology) και ανάλυση παλινδρόμησης. Για αυτό το λόγο σχεδιάζονται οι καμπύλες ζήτησης και προσφοράς των εταιρικών μεριδίων και αναλύεται η επίδραση συναλλαγών και γεγονότων της αγοράς σε αυτές τις καμπύλες.

Όλοι οι ατομικοί μέτοχοι υποθέτεται ότι είναι ομοιογενείς και υποβάλλουν προσφορές σε μια τιμή. Εδώ οι μέτοχοι έχουν ετερογενείς προσδοκίες και απεικονίζονται οι ατομικές και αθροιστικές καμπύλες προσφοράς. Δύο περιορισμοί τίθενται στα σημεία που ορίζουν μια τέτοια αθροιστική καμπύλη: μόνο ένα σημείο αντιστοιχεί σε κάθε τιμή προσφοράς και ο αριθμός των μεριδίων υποβολής προσφοράς αυξάνεται στην τιμή που προσφέρεται για να αγοραστούν αυτά τα μερίδια. Η αθροιστική καμπύλη προσφοράς απεικονίζει το μέγεθος του premium

πάνω από την τιμή αγοράς που πρέπει να πληρώσει μια εταιρεία προκειμένου να αγοράσει κάποια εταιρικά μερίδια.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται σε αυτή τη μελέτη συγκεντρώθηκαν επιλέγοντας τυχαία εξαγοραστές σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Rumelt (100 Fortune 500 βιομηχανικές εταιρείες το 1949, 59, 69 και 50 από αυτές το 1974). Η περίοδος μελέτης περιλαμβάνει 11 χρόνια αύξησης της δραστηριότητας των Σ&Ε και 11 χρόνια αργής ανάπτυξης. Κάποια από τα αποτελέσματα είναι: στις συγχωνεύσεις η πτώση και η ροή της ζήτησης των εξαγοραζουσών για τα μερίδια των "στόχων" είναι σημαντική για να καθορίσει τη διάσταση των κερδών, οι συμπεριφορές των εξαγοραζουσών και των εξαγοραζόμενων δεν είναι "κατοπτρικές" εικόνες, οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να δουν μια προσφορά συγχώνευσης σαν μια ευκαιρία να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη στα περιουσιακά τους στοιχεία, οι εταιρείες που κάνουν την προσφορά μπορεί να ωφεληθούν από μια ανταγωνιστική στρατηγική και η ποιότητα των "στόχων" φαίνεται πιο σημαντική στη δημιουργία αξίας για τους εξαγοραστές από την στρατηγική συσχέτιση.

Οι **Andrade, Mitchell και Stafford (2001)** επικεντρώνονται στα 26 χρόνια που ξεκινούν από το 1973, από τη στιγμή που αυτή είναι η περίοδος κατά τη διάρκεια της οποίας οι εταιρείες του Nasdaq είναι ενσωματωμένες στο CRSP, ένα γεγονός που άλλαξε δραστικά τη σύνθεση του δείγματος. Κάποιες από τις αποδείξεις της μελέτης υποστηρίζουν ότι οι Σ&Ε το 1980 και το 1990 είναι διαφορετικές κατά πολλούς τρόπους:

- περίπου το 70% όλων των προσφορών το 1990 περιελάμβαναν αμοιβή με μετοχές, με το 58% πλήρως χρηματοδοτούμενο με μετοχές- νούμερα 50% μεγαλύτερα από το 1980
- μόνο το 4% των συναλλαγών το 90 περιελάμβαναν μια εχθρική προσφορά σε σύγκριση με το 14% το 80-ολική εξαφάνιση της εχθρικής συμπεριφοράς στην αγορά. Γενικά, η εχθρική δραστηριότητα δεν υπήρχε ανάμεσα στις μικρότερες και λιγότερο γνωστές εταιρείες. Το άρθρο παρέχει αποδείξεις ότι η δραστηριότητα Σ&Ε το 1990 συγκεντρώνεται ανά βιομηχανία και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται προέρχονται από το Center for Research in Security Prices (CRSP) από το 1973-1998.

Σύμφωνα με το άρθρο, δύο από τα χαρακτηριστικά της δραστηριότητας των Σ&Ε τον τελευταίο αιώνα είναι: οι Σ&Ε πραγματοποιούνται κατά κύματα και κατά τη διάρκεια ενός κύματος οι Σ&Ε συγκεντρώνονται ανά βιομηχανία. Αυτά τα χαρακτηριστικά αποδεικνύουν ότι οι Σ&Ε μπορεί να συμβαίνουν σαν μια αντίδραση σε απρόβλεπτα "σοκ" στην δομή της βιομηχανίας και ένα είδος αυτών των "σοκ", η αποκανονικοποίηση αποτελεί έναν ισχυρό παράγοντα στη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων μετά το τέλος του 80 έτσι ώστε το 1990 ονομάστηκε η "δεκαετία της αποκανονικοποίησης".

Οι συνδυασμένες μέσες έκτακτες αποδόσεις κατά τη διάρκεια των τριών ημερών μετά την ανακοίνωση είναι θετικές και αυτό δείχνει ότι οι Σ&Ε δημιουργούν αξία στους μετόχους. Οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχων είναι σίγουρα οι κερδισμένοι στις Σ&Ε. Η μέση έκτακτη απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης για τις εταιρείες-στόχο είναι σταθερή στις δεκαετίες και το ίδιο είναι και τα premium των Σ&Ε ανάμεσα σε διαφορετικούς τύπους συναλλαγών. Από τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων συμπεραίνουμε ότι είναι δύσκολο να ισχυριστούμε ότι οι εξαγοραστές είναι οι χαμένοι αλλά σίγουρα δεν είναι και οι μεγάλοι κερδισμένοι όπως οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχο. Επίσης, οι Σ&Ε φαίνεται να δημιουργούν αξία για τους μετόχους αλλά τα κέρδη της περιόδου ανακοίνωσης από τις Σ&Ε συσσωρεύονται στους μετόχους των στόχων.

#### Επίδραση στον πλούτο των μετόχων

Ο **Mandelker (1974)** εξετάζει 241 συγχωνεύσεις που έγιναν το 1941-1962. Οι εταιρείες που έκαναν την προσφορά καθώς και οι εταιρείες-στόχος ήταν εισηγμένες στο NYSE/AMEX. Ο συγγραφέας υπολόγισε τις έκτακτες αποδόσεις και εστίασε στις αποδόσεις κοντά στη στιγμή της συγχώνευσης συμπεραίνοντας ότι οι μέτοχοι των αγοραζουσών εταιρειών φαίνεται να κερδίζουν "φυσιολογικές" αποδόσεις από τις Σ&Ε όπως και από άλλες επενδυτικές δραστηριότητες ανάλογων επιπέδων κινδύνων. Επίσης, οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχος κερδίζουν έκτακτες αποδόσεις του 14% κατά μέσο όρο τη διάρκεια των 7 μηνών προ της συγχώνευσης. Επίσης, η μελέτη του παρουσιάζει και τις αποδόσεις που ακολουθούν την συγχώνευση. Οι CAAR είναι -0,014 τους 40 μήνες που ακολουθούν την συγχώνευση ενώ τους πρώτους 10 και τους πρώτους 20 μήνες μετά την Σ&Ε οι έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά ασήμαντες.

Στη μελέτη αυτή δόθηκε λιγότερο βάρος στα αποτελέσματα που αφορούσαν τις αποδόσεις μετά τις Σ&Ε για δυο λόγους:

- 1) δεν είχαν διαπιστωθεί άλλες έρευνες για άλλες ανωμαλίες της αγοράς και οι οποίες να αμφισβητούν το παράδειγμα της αποτελεσματικής αγοράς και
- 2) δεν είχαν επίσης διαπιστωθεί άλλες μελέτες που να δείχνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις μετά τις Σ&Ε.

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

Τα κέρδη των μετόχων υπολογίζονται με τρεις τρόπους:

- με τις έκτακτες αποδόσεις των τριών ημερών κοντά στην ανακοίνωση (υπολογίζονται χρησιμοποιώντας αποδόσεις των δεικτών της αγοράς με τις αποδόσεις των ισοσταθμισμένων δεικτών του CRSP)
- με τα κέρδη των μετόχων ανά \$ των τριών ημερών κοντά στην ανακοίνωση (υπολογίζεται απευθείας η κερδοφορία της επένδυσης που έγινε από την εξαγοράζουσα)
- με τη συνολική ΚΠΑ από τις συγχωνεύσεις τις τρεις ημέρες κοντά στην ανακοίνωση

Κάποια από τα συμπεράσματα αυτής της μελέτης είναι τα εξής:

- Οι μικρές επιχειρήσεις που αποκτούν δημόσιες επιχειρήσεις κατά μέσο όρο αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων σε αντίθεση με τις μεγάλες εταιρείες
- Οι συγχωνεύσεις που γίνονται από μικρές εταιρείες έχουν μεγαλύτερη απόδοση (έχοντας λάβει υπόψη τα χαρακτηριστικά της εταιρείας και της συναλλαγής) από τις αντίστοιχες που γίνονται από μεγάλες
- Οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών κερδίζουν περισσότερο όταν η εταιρεία εξαγοράζει μια άλλη θυγατρική ή ιδιωτική εταιρεία

- Οι έκτακτες αποδόσεις εταιρειών που χρησιμοποιούν μετοχές σε μια Σ&Ε είναι μικρότερες από αυτές των εταιρειών που χρησιμοποιούν μετρητά
- Οι συγχωνεύσεις των δημόσιων επιχειρήσεων είναι 50% μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των ιδιωτικών εταιρειών (απαιτείται περισσότερος χρόνος για να συμπληρωθεί η συγχώνευση της δημόσιας επιχείρησης)
- Οι μέτοχοι των εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από τις δημόσιες προσφορές, οι οποίες είναι "αποκτήματα" δημοσίων επιχειρήσεων που πραγματοποιούνται με μετρητά
- Καθώς η αξία της εξαγοράς αυξάνεται, διατηρώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, οι κερδοσκόποι πωλούν περισσότερες μετοχές της εταιρείας μειώνοντας περαιτέρω την τιμή των μετοχών των εξαγοραζουσών.

Οι **Goergen και Renneboog (2004)** αναλύουν τις βραχυχρόνιες επιδράσεις στον πλούτο μεγάλων ενδοευρωπαϊκών Σ&Ε (κύμα του 90), καθορίζοντας ως Ευρώπη την ηπειρωτική Ευρώπη και την UK. Το δείγμα αποτελείται από όλες τις μεγάλες ενδοευρωπαϊκές Σ&Ε που αναφέρονται στο M&A Report και στους Financial Times κατά την περίοδο 1993-2000 και περιλαμβάνει επιχειρήσεις που πρέπει να είναι εισηγμένες στο European Stock Exchange καθώς και την ημέρα ανακοίνωσης. Το δείγμα αποτελεσμάτων αποτελείται από 228 ανακοινώσεις Σ&Ε. Επίσης, οι πληροφορίες για τις τιμές των μετοχών και τους δείκτες της αγοράς στο επιτόκιο άνευ κινδύνου ανά χώρα συλλέχθηκαν από τη Datastream.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι η μέτρηση των βραχυχρόνιων επιδράσεων στον πλούτο για τις εταιρείες υπολογίζοντας τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAAR's) σε μια μελέτη γεγονότων. Το "παράθυρο γεγονότων" ξεκινάει έξι μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης για να αποκλείσει τις επιδράσεις φήμης και εσωτερικής συναλλαγής. Για να υπολογίσουμε τις αναμενόμενες αποδόσεις έξι διαφορετικές εκτιμήσεις των συντελεστών βήτα χρησιμοποιήθηκαν. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των πραγματικών ημερησίων αποδόσεων και των αναμενόμενων αποδόσεων από το CAPM.

Η μελέτη όταν συσχετίζει τις CAAR με μια συγκεκριμένη προσφορά ή εταιρικό χαρακτηριστικό τη φορά, παρέχει κάποια αποτελέσματα: η ανακοίνωση μιας

προσφοράς επιφέρει θετικές έκτακτες αποδόσεις για τους μετόχους της εταιρίας-στόχο, η επίδραση της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στον πλούτο των μετόχων είναι μικρή, οι εχθρικές προσφορές αποφέρουν την μεγαλύτερη απόδοση για το στόχο την ημέρα ανακοίνωσης, το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης είναι μεγαλύτερο για τους στόχους στην UK παρά στην ηπειρωτική Ευρώπη, σε όλες τις χώρες πληρώνονται μεγαλύτερα premium για στόχους διασυννοριακών προσφορών παρά εγχωρίων, οι προσφορές με μετρητά αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες με μετοχές, την ημερομηνία ανακοίνωσης οι προσφορές για κατασκευαστικές και εταιρείες λιανικής αποφέρουν τις μεγαλύτερες θετικές έκτακτες αποδόσεις, για αποτυχημένες και επιτυχημένες προσφορές το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης είναι θετικό για τις εταιρείες-στόχο και αρνητικό για τους ανεπιτυχείς εξαγοραστές, την ημερομηνία ανακοίνωσης υπάρχει μικρή διαφορά σε όρους αντίδρασης τιμών για τις προσφορές που έγιναν πριν το 99 και εκείνες το 99-00.

Οι **Mahate, Freeman και Sudarsanam (2001)** εξέτασαν τις επιδράσεις διαφορετικών τύπων εξαγοραζουσών επιχειρήσεων, που καθορίζονται από τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση και τους τρόπους πληρωμών, στη βραχυχρόνια και μακροχρόνια απόδοση τους σε όρους έκτακτων αποδόσεων χρησιμοποιώντας διάφορα μοντέλα δεικτών. Το δείγμα αποτελείται από 543 συγχωνεύσεις ή εξαγορές στην UK, οι οποίες διακρίνονται σε τρία ισομεγέθη χαρτοφυλάκια σύμφωνα με τους δείκτες P/E και MARKET/BOOK VALUE τρεις μήνες πριν την ανακοίνωση της προσφοράς, την περίοδο 1983-1995. Για κάθε ένα χαρτοφυλάκιο (από τα 36) υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις για τρεις περιόδους: 3 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της προσφοράς (ημέρα -1 έως ημέρα +1), από την ημέρα +2 έως την ημέρα +40 και τρία χρόνια μετά την ανακοίνωση της προσφοράς από την ημέρα +40. Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης προσφορών συγκεντρώθηκαν από τους Acquisitions Monthly για Σ&E μετά το 1985 και από τους Financial Times για αυτές πριν το 1985, ενώ οι τιμές των μετοχών, τα μερίσματα, οι δείκτες P/E και MV/BV από τη Datastream.

Στο συγκεκριμένο άρθρο εξετάζονται τρία θέματα:

- η απόδοση των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων βραχυχρόνια και μακροχρόνια

- εάν αυτή η απόδοση τους εξαρτάται από την κατάσταση τους ως value firms ή glamour firms, σύμφωνα με τους δυο δείκτες P/E και MV/BV
- η αλληλεπίδραση μεταξύ της κατάστασης τους και της μεθόδου πληρωμής.

Τα συμπεράσματα ήταν τα εξής: εμφανίζονται αρνητικές αποδόσεις και ζημιά στον πλούτο των μετόχων τη στιγμή της ανακοίνωσης της προσφοράς όπως επίσης και μικρές έκτακτες αποδόσεις σε αυτούς με χαμηλό δείκτη P/E, οι value firms (μεγάλος λόγος λογιστική/αγοραία αξία) αποδίδουν καλύτερα από τις glamour firms την περίοδο των τριών χρόνων μετά την συγχώνευση, ο δείκτης P/E αποδεικνύεται καλύτερη προσέγγιση από τον δείκτη MV/BV για τις glamour firms, οι glamour firms χρησιμοποιούν χρηματοδότηση με μετοχές παρά με μετρητά και η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών πριν την προσφορά έχει μεγαλύτερη επίδραση από τον τρόπο πληρωμής στην μακροχρόνια απόδοση μετά τις Σ&Ε.

#### Επίδραση στις τιμές των μετοχών

Οι **Renneboog και Martynova (2006)** έκαναν μια ανασκόπηση της Ευρωπαϊκής αγοράς Σ&Ε. Σε αυτήν εξετάζονται τα κύρια χαρακτηριστικά των εντός και εκτός συνόρων εταιρικών συγχωνεύσεων και εξαγορών που αντιμετωπίζουν οι Ευρωπαϊκές εταιρείες την περίοδο 1990-2001 και συγκρίνονται με αυτά της περιόδου 1984-1989. Η ανάλυση αποκαλύπτει τα εξής:

- μια σημαντική αναλογία ενδοευρωπαϊκών συγχωνεύσεων και εξαγορών το 1990 ήταν διασυνοριακές συναλλαγές και οι πιο ενεργοί συμμετέχοντες σε αυτήν την αγορά ήταν οι Βρετανικές, Γερμανικές και Γαλλικές εταιρείες.
- και οι διασυνοριακές αλλά και οι εντός συνόρων δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών γίνονταν ανάμεσα σε εταιρείες "συναφούς" βιομηχανίας
- η χρηματοοικονομική δομή των προσφορών το 1990 μετετράπη από την "κυριαρχία" των μετρητών σε ένα συνδυασμό μετοχών, δανειακών κεφαλαίων και μετρητών, για τις Ευρωπαϊκές Σ&Ε κατά τη διάρκεια του 91-01 και για τις μεγαλύτερες συναλλαγές σε μετοχικά κεφάλαια.

- ο αριθμός των εχθρικών Σ&Ε στην Ηπειρωτική Ευρώπη αυξήθηκε κατά τη διάρκεια του 1990 ενώ ο αριθμός των εχθρικών συναλλαγών στην εγχώρια αγορά των UK μειώθηκε συγκριτικά με το κύμα του 80.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη είναι εντός και εκτός συνόρων ενδοευρωπαϊκές συγχωνεύσεις εξαιρώντας τις τράπεζες, συμπράξεις εταιρειών, αμοιβαία και συνταξιοδοτικά κεφάλαια στα οποία ο ένας τουλάχιστον από τους συμβαλλόμενους είναι μια εταιρεία εισηγμένη στο Ευρωπαϊκό δικαστήριο. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης προκειμένου να μετρηθεί η αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις, τον υπολογισμό των ημερήσιων αποδόσεων προσαρμοσμένων στα μερίσματα, τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και τις αποδόσεις δεικτών του μοντέλου της αγοράς.

Οι καθοριστικοί παράγοντες των αντιδράσεων των τιμών μετοχών είναι σύμφωνα με το άρθρο: το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης –δημόσιες προσφορές– εχθρικές–φιλικές Σ&Ε, η ιδιοκτησία των μετοχών από την διοίκηση της εξαγοράζουσας, η μέθοδος πληρωμής (επηρεάζεται από την ασύμμετρη πληροφόρηση και τους εξωτερικούς επενδυτές), η απόκτηση value εταιρειών και μη, στρατηγικές διαφοροποίησης, το είδος των συγχωνεύσεων (οι εγχώριες αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη στον πλούτο των μετόχων αλλά μικρότερες έκτακτες αποδόσεις από τις διασυνοριακές).

Οι **Huang και Walkling (1987)** εξετάζουν τρεις υποθέσεις για τις συγκεκριμένες αποδόσεις: οι έκτακτες αποδόσεις είναι μεγαλύτερες

- στις δημόσιες προσφορές από ότι στις Σ&Ε
- στις προσφορές που πραγματοποιούνται με μετρητά αντί μετοχών
- σε εχθρικές προσφορές παρά σε φιλικές ( τα premium είναι μεγαλύτερα στις εχθρικές και αυτό δείχνει ότι ο βαθμός αντίστασης σχετίζεται με μια θετική επίδραση στις τιμές)

Το δείγμα που αναλύεται εδώ αποτελείται από όλες τις αρχικές ανακοινώσεις Σ&Ε που εμφανίζονται στο Wall Street Journal την περίοδο Απρίλιο 1977- Σεπτέμβριο 1982. Δημιουργήθηκε χρησιμοποιώντας ανακοινώσεις Σ&Ε και όχι λίστες ολοκληρωμένων Σ&Ε.

Οι αποδόσεις της περιόδου ανακοινώσεων μετρώνται τις ημέρες -1 και 0. Η μέτρηση των έκτακτων αποδόσεων γίνεται χρησιμοποιώντας ως δείκτη το μοντέλο



της αγοράς και υπολογίζοντας τις μέσες έκτακτες αποδόσεις (ARt) όπως και τις αθροιστικές (CARt). Επίσης πραγματοποιούνται και κάποιες αναλύσεις ευαισθησίας όπως των Brown και Warner, του Dimson, των Dodd και Ruback και το test των Goldfeld-Quandt.

Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης ήταν ότι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών που ακολουθεί μια ανακοίνωση για Σ&E είναι ανάλογη του συνόλου των πληροφοριών που ενσωματώνονται στην ανακοίνωση. Όσον αφορά την πληρωμή ενός premium που ζητείται από τις εξαγοραζόμενες, στις Σ&E εμφανίζεται με τη μορφή συμβολαίων μετά την εξαγορά και οι μέτοχοι απαιτούν υψηλότερα premium σε καταστάσεις που αναγκάζονται να πληρώνουν άμεσους φόρους στα κέρδη τους.

Οι **Frank, Harris και Titman (1991)**, των οποίων η μελέτη θεωρείται από τις πιο σημαντικές λόγω του ότι αφιέρωσαν όλη αυτή τη μελέτη τους στις μακροχρόνιες αποδόσεις μετά τις Σ&E και χρησιμοποίησαν πιο κατάλληλους δείκτες από προηγούμενες μελέτες, εξέτασαν 399 Σ&E την περίοδο 1975-1984. Οι εταιρείες που έκαναν την προσφορά καθώς και οι εταιρείες –στόχος ήταν εισηγμένες στο NYSE/AMEX. Οι συγγραφείς μέτρησαν τις έκτακτες αποδόσεις με βάση 4 δείκτες:

- τον ισοσταθμισμένο δείκτη CRSP
- τον δείκτη σταθμισμένης αξίας CRSP
- το μοντέλο 10 παραγόντων των Lehmann, Modest
- το μοντέλο των 8 χαρτοφυλακίων των Grinblatt, Titman

και τα αποτελέσματά τους έδειξαν σημαντικές αρνητικές έκτακτες αποδόσεις, μετά συγχωνεύσεων, χρησιμοποιώντας τον πρώτο δείκτη, σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις χρησιμοποιώντας τον δεύτερο δείκτη και ασήμαντες έκτακτες αποδόσεις χρησιμοποιώντας είτε τον τρίτο δείκτη είτε τον τέταρτο. Επειδή οι συγγραφείς τονίζουν ιδιαίτερα τον τελευταίο δείκτη συμφωνούν ότι οι έκτακτες αποδόσεις μετά τις Σ&E δεν είναι σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν.

Μερικά άλλα από τα αποτελέσματα τους είναι τα εξής :

- με το δείκτη δέκα-παραγόντων η υπερβάλλουσα απόδοση είναι  $-0,08\%$  ενώ με το δείκτη των οκτώ-χαρτοφυλακίων είναι  $0,05\%$  ανά μήνα με  $t$ -value  $0,46$ .

- οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν μετοχές εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ αυτές που χρησιμοποιούν μετρητά εμφανίζουν μηδενικές ή θετικές αποδόσεις.
- η απόδοση μετά από μια Σ&Ε των εξαγοραζουσών (με μετοχές) είναι χειρότερη από αυτή με μετρητά κατά 0,7% ανά μήνα.

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα που παρήχθησαν με το δείκτη των οκτώ χαρτοφυλακίων (αποδεικνύεται ο πιο κατάλληλος για την μέτρηση της απόδοσης) δεν δείχνουν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις για το σύνολο των εξαγοραζουσών εταιρειών σε αντίθεση με έναν δείκτη σταθμισμένης αξίας ο οποίος επέφερε θετική απόδοση των τιμών των μετοχών.

**Οι Loderer και Martin (1992)** εξέτασαν ένα δείγμα 1.298 Σ&Ε την περίοδο 1965-1986. Το δείγμα περιελάμβανε Σ&Ε ιδιωτικών εταιρειών, δημόσιες προσφορές και συγχωνεύσεις περιουσιακών στοιχείων ατομικών εταιρειών. Η μακροχρόνια απόδοση υπολογίστηκε με βάση την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Σ&Ε.

Οι συγγραφείς έτρεξαν μια παλινδρόμηση που ήταν μεταβλητή της προσέγγισης του Ibbotson και βρήκαν σημαντικά αρνητικές έκτακτες αποδόσεις την περίοδο των τριών χρόνων που ακολουθούσαν την συγχώνευση. Παρολαυτά οι έκτακτες αποδόσεις είναι ασήμαντα διαφορετικές από το μηδέν κατά τη διάρκεια της περιόδου των πέντε χρόνων μετά συγχωνεύσεων. Οι συγγραφείς χωρίζουν τις συγχωνεύσεις σε τέσσερις κατηγορίες : συγχωνεύσεις, δημόσιες προσφορές, άλλες εξαγορές και εξαγορές περιουσιακών στοιχείων. Η έκτακτη απόδοση είναι σημαντικά αρνητική για τα τρία χρόνια που ακολουθούν την συγχώνευση αλλά ασήμαντη για τις δημόσιες προσφορές και τις εξαγορές περιουσιακών στοιχείων. Η έκτακτη απόδοση για τα πέντε χρόνια μετά συγχωνεύσεων είναι ασήμαντη για όλες τις κατηγορίες.

Συμπεραίνουν ότι οι αγοράζουσες εταιρείες δεν υποαποδίδουν σε ένα χαρτοφυλάκιο κατά την διάρκεια των πέντε πρώτων χρόνων που ακολουθούν την συγχώνευση, απλά κερδίζουν την απαιτούμενη απόδοση. Υπάρχει κάποια αρνητική απόδοση για τα πρώτα τρία χρόνια αλλά είναι πιο φανερό το 1960, μειώνεται το 1970 και εξαφανίζεται το 1980. Επομένως, τα χρόνια μετά την Σ&Ε δεν παρέχουν ισχυρές αποδείξεις ότι οι εταιρικές συγχωνεύσεις είναι άσκοπες ούτε ότι αντιτίθενται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς. Οι L&M αποδεικνύουν ότι οι δημόσιες προσφορές, άλλες εξαγορές και οι εξαγορές περιουσιακών στοιχείων δεν προηγούνται μικρών αποδόσεων μετοχών.

Ο **Langetieg(1978)** εξέτασε 149 συγχωνεύσεις εταιρειών στο NYSE από το 1929-1969. Ξεκινάει προσαρμόζοντας τις αποδόσεις στους παράγοντες αγοράς και βιομηχανίας, αφαιρεί από τις αποδόσεις της αγοράς χρησιμοποιώντας είτε το CAPM είτε το μοντέλο δυο παραγόντων του Black και χρησιμοποιεί δυο βιομηχανικούς δείκτες που αποφέρουν τέσσερα μέτρα έκτακτης απόδοσης.

Τα αποτελέσματα δείχνουν μεγάλες αρνητικές αποδόσεις και τα τρία διαστήματα μετά τις Σ&Ε (μήνες (+1, +12), (+13, +24), (+25, +70)). Ο συγγραφέας χρησιμοποιεί επίσης μια προσέγγιση της "ελέγχουσας εταιρείας". Η "ελέγχουσα εταιρεία" αντιπροσωπεύει την εταιρεία στην "δυο ψηφίων" βιομηχανία της συγχωνευόμενης εταιρείας, η οποία έχει την υψηλότερη συσχέτιση καταλοίπων. Υπολογίζει την έκτακτη απόδοση ως η διαφορά μεταξύ της απόδοσης της αγοράζουσας εταιρείας, χρησιμοποιώντας ένα από τέσσερα ανωτέρω μέτρα, και της απόδοσης της "ελέγχουσας εταιρείας", χρησιμοποιώντας το ίδιο μέτρο.

Συνοψίζει τα αποτελέσματα του ως εξής: «αν θέλαμε να βγάλουμε συμπεράσματα που βασίζονται μόνο στα αποτελέσματα για τις συγχωνευόμενες εταιρείες θα έπρεπε να συμπεράνουμε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση μετά τις Σ&Ε δεν συμβαδίζει με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Παρόλαυτά θα ήταν λάθος να βγάλουμε συμπεράσματα που βασίζονται μόνο στα αποτελέσματα για τις συγχωνευόμενες εταιρείες από τη στιγμή που πρέπει να λάβουμε υπόψη και τα αποτελέσματα για την "ελέγχουσα εταιρεία", η οποία στα περισσότερα χρονικά διαστήματα μετά τις Σ&Ε εμφανίζει αρνητικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις. Συνεπώς συμπεραίνουμε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση μετά τις Σ&Ε συμβαδίζει με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Ο L. στηρίζεται, γενικότερα, περισσότερο στα αποτελέσματα της "ελέγχουσας εταιρείας".

Ο **Limmack (1991)** εξέτασε την μετά συγχωνεύσεων απόδοση αγοραζουσών εταιρειών σε 448 επιτυχείς και 81 ανεπιτυχείς προσφορές την περίοδο 1977-1986 κατά την οποία και οι δυο εταιρείες ήταν εισηγμένες στο Διεθνές Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Η έκτακτη απόδοση μετριέται με τρεις τρόπους:

- το μοντέλο της αγοράς εξοπλίζεται με ένα  $\alpha$  και ένα  $\beta$  τα οποία υπολογίστηκαν από τα δεδομένα των αποδόσεων τους μήνες (-67, -7) συγκριτικά με το μήνα της ανακοίνωσης.

- προσαρμοσμένα  $\beta$  από την Υπηρεσία Μέτρησης Κινδύνου του London Business School χρησιμοποιούνται στο μοντέλο αγοράς. Αυτά τα  $\beta$  έχουν υπολογιστεί με βάση την παλινδρόμηση αποδόσεων συναλλασσόμενων περιουσιακών στοιχείων στις αποδόσεις της αγοράς που παρατηρούνται κατά τη διάρκεια διαφόρων περιόδων και
- η έκτακτη απόδοση υπολογίζεται σχετικά με το δείκτη της αγοράς.

Για την περίοδο από το μήνα της προσφοράς( μήνας μηδέν) έως 24 μήνες που ακολουθούν το μήνα του "αποτελέσματος" οι CAAR για το μοντέλο αγοράς, το μοντέλο προσαρμοσμένου  $\beta$  και το μοντέλο προσαρμογής στο δείκτη της αγοράς είναι  $-0.1496$ ,  $-0.0467$ ,  $-0.0743$  αντίστοιχα. Η πρώτη και η τρίτη έκτακτη απόδοση είναι σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν σε 1% επίπεδο ενώ η δεύτερη CAAR είναι στατιστικά σημαντική σε 10% επίπεδο. Ο L. επίσης υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για ανεπιτυχείς αγοραστές κατά την ίδια περίοδο. Οι CAAR είναι αντίστοιχα  $-0.2420$ ,  $-0.2625$  και  $-0.0738$  για τα τρία μοντέλα με τα δύο πρώτα στατιστικά σημαντικά σε 1% επίπεδο και το τρίτο σε 10% επίπεδο. Ο συγγραφέας επίσης παρουσιάζει και έκτακτες αποδόσεις σταθμισμένης αξίας με παρόμοια αποτελέσματα.

Ο **Asquith (1983)** παρέχει μια μελέτη για τις Σ&Ε εστιάζοντας στις ημερομηνίες ανακοίνωσης χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα που του επιτρέπουν να μετρήσει τις αποδόσεις σύμφωνα με την "ημέρα δημοσίευσης" και την "ημέρα αποτελέσματος". Η "ημέρα δημοσίευσης" είναι η ημέρα που η Wall Street Journal δημοσιεύει νέα της προσφοράς και η "ημέρα αποτελέσματος" είναι η ημέρα που η WSJ δημοσιεύει το αποτέλεσμα της Σ&Ε.

Η μελέτη εξετάζει 196 εξαγοραστές στο NYSE ή στο AMEX σε επιτυχείς Σ&Ε που σχετίζονται με εταιρείες-στόχους στο NYSE την περίοδο 1962-1976. Οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ της απόδοσης σε μια συγχωνεύσιμη εταιρεία και της απόδοσης σε ένα χαρτοφυλάκιο "ελέγχου" με ένα παρόμοιο  $\beta$ . Για να δημιουργήσει αυτό το  $\chi/\phi$  "ελέγχου" όλα τα αξιόγραφα στο NYSE/AMEX διαβαθμίζονται μια φορά το χρόνο σύμφωνα με τα  $\beta$  τους και κατατάσσονται σε ένα από τα 10 χαρτοφυλάκια.

Ο Asquith παρουσιάζει έκτακτες αποδόσεις από 480 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης και 240 ημέρες μετά την ημέρα του αποτελέσματος. Οι αγοράζουσες επιχειρήσεις αποφέρουν θετικές έκτακτες αποδόσεις των 0,134 τις

ημέρες (-480, -40) πριν την "ημέρα δημοσίευσης", ίσως θέλοντας να δείξει ότι οι εταιρείες είναι πιο πιθανές να κάνουν Σ&Ε αφότου έχουν αποδώσει καλά. Παρολαυτά οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις είναι της τάξης των  $-0,072$  κατά τη διάρκεια των 240 ημερών με όλες σχεδόν αυτές τις μειώσεις να συμβαίνουν μετά την ημέρα +60. Σύμφωνα με τον συγγραφέα, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών κατά τη διάρκεια μετά τις Σ&Ε παραμένει ένα μυστήριο. Δεν υπάρχει άμεση αντίδραση των τιμών των μετοχών μετά από μια Σ&Ε αλλά κατά τη διάρκεια ενός χρόνου εμφανίζονται μεγάλες αρνητικές έκτακτες αποδόσεις.

Ο **Malatesta (1983)** εξέτασε 256 εταιρείες που απέκτησαν άλλες εταιρείες-στόχους με μέγεθος περιουσιακών στοιχείων μεγαλύτερο από 10 εκατομμύρια \$ την περίοδο 1969-1974. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται από το μοντέλο της αγοράς σε μορφή premium κινδύνου.

Για τους μήνες (+1, +12) μετά την ανακοίνωση οι παράμετροι του μοντέλου αγοράς  $\alpha$  και  $\beta$  υπολογίζονται από τις 36 παρατηρήσεις που είναι κοντινότερα σε ένα μήνα  $t$  που προέρχεται από τους μήνες (+13,  $t+60$ ). Και για τις δύο περιόδους (+1, +6), (+7, +12) συγκριτικά με την πρώτη δημόσια ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης, οι έκτακτες αποδόσεις είναι αρνητικές με την CAAR να είναι  $-0,076$  για τους μήνες (+1, +12). Από τη στιγμή που η πρώτη ανακοίνωση μιας συγχώνευσης γίνεται μετά την ολοκλήρωση της, ο συγγραφέας ερευνά και το υποσύνολο του μισού δείγματος του κατά το οποίο μια ανακοίνωση έγκρισης της συγχώνευσης από τη διοίκηση εμφανίζεται στην Wall Street Journal. Για αυτό το υποσύνολο εμφανίζονται στατιστικά ασήμαντες αρνητικές CAAR και για τις δύο περιόδους (+1, +6) και (+7, +12).

Κατά τον Malatesta η ανεπάρκεια της αγοράς είναι μια απίθανη εξήγηση για τις αρνητικές έκτακτες αποδόσεις μετά συγχωνεύσεων των αγοραζουσών εταιρειών. Η πληροφόρηση που αφορά τις συγχωνεύσεις είναι ευρέως διαδεδομένη και τα γενικά χαρακτηριστικά των Σ&Ε είναι ευρέως γνωστά. Είναι απίθανο οι επενδυτές να παρερμηνεύουν συστηματικά τις υποθέσεις αυτών των φαινομένων. Ανταυτού υπάρχει μεγάλη πιθανότητα οι ζημίες μετά τις Σ&Ε να είναι στατιστικά τεχνάσματα που οφείλονται σε αλλαγές στις παραμέτρους κινδύνου γύρω από το γεγονός της συγχώνευσης.

Ο **Gregory (1997)** παρουσιάζει μια μελέτη για τις μακροχρόνιες αποδόσεις στην UK. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται σε αυτή τη μελέτη είναι μια λίστα όλων των επιτυχών εγχώριων Σ&Ε στην UK εταιρειών εισηγμένων με αξία

προσφοράς μεγαλύτερη από 10 εκατομμύρια λίρες στην περίοδο 1984-1992. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται σύμφωνα με 6 μοντέλα :

- Το CAPM
- Την προσαρμογή στον κίνδυνο και στο μέγεθος των Dimson και Marsh
- Το χαρτοφυλάκιο ελέγχου απλού μεγέθους
- Το μοντέλο πολλαπλών δεικτών
- Το μοντέλο πολλαπλών δεικτών σταθμισμένων αξιών
- Το μοντέλο των τριών παραγόντων των Fama & French

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

Οι **Mitchell και Stafford (1998)** εξέτασαν την απόδοση που ακολουθεί τρία εταιρικά γεγονότα: συγχωνεύσεις, εκδόσεις μετοχών και επαναγορές μετοχών. Το δείγμα τους αποτελείται από 2.767 Σ&Ε και δημόσιες προσφορές εισηγμένων εταιρειών στην CRSP την περίοδο 1961-1993. Οι συγγραφείς μετρούν με τρεις τρόπους την έκτακτη απόδοση.

- Μια τριών χρόνων "αγόρασε και διατήρησε" έκτακτη απόδοση (BHAR) υπολογίζεται για κάθε αγοραστή σαν η διαφορά μεταξύ αυτής της απόδοσης του αγοραστή και της αντίστοιχης απόδοσης του κατάλληλου μεγέθους και χαρτοφυλακίου δείκτη αναφοράς
- Ισοσταθμισμένα και σταθμισμένης αξίας χαρτοφυλάκια δημιουργούνται κάθε μήνα χρησιμοποιώντας το δείγμα όλων των αγοραστών σε μια συγχώνευση μέσα στα τελευταία τρία χρόνια. Στη συνέχεια παλινδρομούνται οι μηνιαίες υπερβάλλουσες αποδόσεις

αυτών των χαρτοφυλακίων στους τρεις παράγοντες των Fama&French

- Ισοσταθμισμένα και σταθμισμένης αξίας χ/φ ξαναδημιουργούνται όπως στον δεύτερο τρόπο. Παρολαυτά μια έκτακτη απόδοση κάθε μήνα υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου και μιας εκτίμησης της αναμενόμενης απόδοσης. Η τελευταία υπολογίζεται είτε από το μοντέλο των Fama&French είτε από το χαρτοφυλάκιο κατάλληλου μεγέθους και δείκτη αναφοράς.

Συμπερασματικά, η τρίτη προσέγγιση αποφέρει σημαντικά αρνητικές μηνιαίες έκτακτες αποδόσεις με δείκτες αναφοράς των Fama&French  $-0,15\%$  και  $-0,13\%$  για ισοσταθμισμένα και σταθμισμένης αξίας χαρτοφυλάκια αντίστοιχα. Πέντε από τις οκτώ έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές. Παρολαυτά το μικρό μέγεθος των αποδόσεων BHAR σε αντίθεση με τις μεγαλύτερες αποδόσεις των άλλων προσεγγίσεων δημιουργεί δυσκολίες στην εξαγωγή συμπερασμάτων για τα μεγέθη των αποδόσεων.

Οι **Magenheim και Mueller (1988)** εξέτασαν 78 NYSE/AMEX αγοράζουσες εταιρείες που ολοκλήρωσαν Σ&E αξίας το λιγότερο 15 εκατομμυρίων \$ την περίοδο 1976-1981. Οι συγγραφείς ταξινομούν 51 από τις προσφορές σαν Σ&E και 26 σαν δημόσιες προσφορές. Υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις από το μοντέλο αγοράς εκτιμώντας τις παραμέτρους  $\alpha$  και  $\beta$  για κάθε μια από τις τρεις περιόδους: μήνες  $(-60, -4)$ ,  $(-36, -4)$  ή  $(+13, +36)$  συγκριτικά με το μήνα της αρχικής ανακοίνωσης.

Οι υπολογισμοί δείχνουν ότι οι CAAR βρέθηκαν να είναι κατά τη διάρκεια της περιόδου των 3 χρόνων μετά την ανακοίνωση  $-0,1436$  και  $-0,3896$  χρησιμοποιώντας την πρώτη και τη δεύτερη περίοδο υπολογισμού αντίστοιχα. Μόνο η CAAR του πρώτου χρόνου παρουσιάζεται χρησιμοποιώντας την τρίτη περίοδο υπολογισμού. Καθώς οι δύο τριών χρόνων υπολογισμοί διαφέρουν σημαντικά εμφανίζονται και οι δύο να είναι οικονομικά σημαντικοί. Κατά την περίοδο των τριών χρόνων δεν παρουσιάζεται στη μελέτη στατιστική σημαντικότητα.

Οι συγγραφείς παρουσιάζουν επίσης αποδόσεις μετά Σ&E, για συγχωνεύσεις και δημόσιες προσφορές χρησιμοποιώντας μόνο την περίοδο υπολογισμού  $(-60, -4)$ . Τα αποτελέσματα είναι οι CAAR για τα τρία πρώτα χρόνια μετά την ανακοίνωση να είναι  $-0,2437$  και  $+0,0632$  αντίστοιχα για τα δύο υποσύνολα. Οι Magenheim, Mueller είναι οι πρώτοι που υπολογίζουν αποδόσεις μετά τις Σ&E χωριστά για δύο τύπους

συγκρισιμότητας. Επόμενοι ερευνητές όπως οι M,M συμπεραίνουν ότι οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες μετά από μια δημόσια προσφορά παρά μετά από μια Σ&Ε.

Οι **Franks, Harris και Mayer (1988)** εξέτασαν τις αποδόσεις μετά Σ&Ε και για την USA και για το UK. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν ήταν Σ&Ε την περίοδο 1955-1985 από τη βάση δεδομένων τιμών μετοχών του Λονδίνου (LSPD) και καλύπτει όλες τις εταιρείες στο UK που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου(LSE) μετά το 1975 και περίπου 2/3 των εταιρειών στο LSE πριν το 1975. Το δείγμα για την USA περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που εξαφανίστηκαν μέσω συγκρισιμότητας και εξαγορών από τα αρχεία του Πανεπιστημίου του Chicago Center for Research in Security Prices (CRSP) την περίοδο 1955-1984. Η βάση δεδομένων του CRSP καλύπτει όλες τις εισηγμένες στο NYSE εταιρείες από το 1926 και όλες τις εισηγμένες στο AMEX εταιρείες από το 1962.

Οι συγγραφείς υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις με τέσσερις τρόπους:

- Την προσέγγιση του μοντέλου αγοράς χρησιμοποιώντας τα  $\alpha$  και  $\beta$  της περιόδου των 60 μηνών ξεκινώντας 71 μήνες πριν το μήνα ανακοίνωσης.
- Την προσέγγιση του μοντέλου αγοράς χρησιμοποιώντας τους μήνες (+25, +60) συγκριτικά με την ολοκλήρωση της συγκρισιμότητας ως περίοδο υπολογισμού.
- Την απόδοση της εξαγοράζουσας μείον την απόδοση της αγοράς
- Το CAPM (capital asset pricing model)

Οι αποδόσεις μετά συγκρισιμότητας και εξαγορών υπολογίζονται σχετικά με το μήνα της τελευταίας προσφοράς για τις Σ&Ε στην USA και το μήνα που η συγκρισιμότητα έγινε αποδεκτή από την UK. Το δείγμα για την USA περιλαμβάνει 127 Σ&Ε με μετρητά και 392 με μετοχές ενώ το δείγμα για την UK 221 με μετρητά και 207 με μετοχές. Για την USA οι CAAR για τους αγοραστές τα δύο χρόνια που ακολούθησαν τις Σ&Ε ήταν  $-0,18$  με τις μεθόδους 1, 3, 4 (στατιστικά σημαντικές) και  $-0,018$  (στατιστικά ασήμαντες) με τη δεύτερη μέθοδο.

Οι **Faccio, McConnell και Stolin (2005)** εξέτασαν τις έκτακτες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης μιας Σ&Ε για τις επιχειρήσεις που εξαγοράζουν εταιρείες εισηγμένες και μη, σε 17 χώρες της Δυτικής Ευρώπης το διάστημα 1996-2001. Σκοπός της μελέτης είναι να επανεξετάσει το ρόλο των εισηγμένων και μη στην αθροιστική μέση απόδοση (CAR) σε ένα δείγμα 4.429 Σ&Ε. Το δείγμα αυτό



προήλθε από τη βάση δεδομένων SDC Platinum Worldwide Mergers and Acquisitions και περιελάμβανε ολοκληρωμένες Σ&Ε, δηλαδή Σ&Ε στις οποίες ο εξαγοραστής κατείχε πριν την εξαγορά λιγότερο από το 10% των μεριδίων των εξαγοραζουσών.

Με τη βοήθεια κάποιων τεστ που πραγματοποιήθηκαν στα δεδομένα οι συγγραφείς κατέληξαν στα εξής:

- οι εξαγοράζουσες των εισηγμένων εταιρειών έχουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις (- 0,38%) ενώ αυτές των μη εισηγμένων έχουν σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις (1,48%)
- αυτό το φαινόμενο εισαγωγής στο χρηματιστήριο (listing effect) παραμένει διαχρονικά και σε πολλές χώρες
- κάθε χρόνο η μέση αθροιστική απόδοση των εταιρειών που εξαγοράζουν μη εισηγμένες εταιρείες είναι μεγαλύτερη από αυτές που εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρείες
- το φαινόμενο αυτό δεν ισχύει μόνο για εταιρείες της UK αλλά και για άλλες χώρες
- όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές παρά με μετρητά εμφανίζεται μεγαλύτερη απόδοση (CAR) για τις εταιρείες που δεν είναι εισηγμένες σε αντίθεση με αυτές που είναι εισηγμένες και εμφανίζεται μεγαλύτερη απόδοση όταν η πληρωμή γίνεται με μετρητά
- η μέση αθρ. απόδοση (CAR) θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη αύξηση του πλούτου των εταιρειών που εξαγόρασαν μη εισηγμένες εταιρείες επειδή τα κέρδη στην αξία των εταιρειών που εξαγόρασαν εισηγμένες έχουν ήδη προβλεφθεί και ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών.

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

- η απόδοση μετά τις Σ&Ε είναι πράγματι αρνητική;
- ποιες είναι οι πιθανές εξηγήσεις για τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών που αφορούν την μακροχρόνια απόδοση;

Οι συγγραφείς συμπέραναν ότι παρόλο που η απόδοση μετά από μια δημόσια προσφορά είναι μη αρνητική, η μακροχρόνια απόδοση που ακολουθεί τις Σ&Ε είναι αρνητική. Επίσης, αν οι δημόσιες προσφορές είχαν εξαλειφθεί από το δείγμα τότε η απόδοση μετά τις Σ&Ε θα ήταν ακόμη χειρότερη.

Σύμφωνα με το άρθρο, δυο θεωρίες της υποαπόδοσης δεν υποστηρίζονται από τα δεδομένα-η θεωρία της "ταχύτητας πληρωμής" (speed of adjustment) και η θεωρία της "μυωπίας των κερδών ανά μετοχή" (EPS myopia), ενώ δυο άλλες υποστηρίζονται ισχυρά- η θεωρία της "μεθόδου πληρωμής" (method of payment) και η θεωρία της "performance extrapolation". Τέλος, πρόσφατες μελέτες αναφέρουν ότι οι μεγαλύτερες υποαποδόσεις ακολουθούν τις Σ&Ε που χρηματοδοτούνται με μετοχές παρά αυτές που χρηματοδοτούνται με μετρητά, κάτι στο οποίο συμφώνησαν και οι Myers, Majluf (1984).

Οι **Rau και Vermaelen (1998)** εξέτασαν 3169 συγχωνεύσεις και 348 δημόσιες προσφορές με εταιρείες εισηγμένες στο Center for Research in Security Prices (CRSP) NYSE/AMEX/Nasdaq και Compustat το χρονικό διάστημα από Ιανουάριο 1980-Δεκέμβριο 1991 και τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων Securities Data Corporation on line Mergers and Corporate Transactions. Ύστερα από προσαρμογές το τελικό δείγμα αποτελείται από 709 συγχωνεύσεις και 278 δημόσιες προσφορές.

Η μελέτη αυτή των P.Rau και T.Vermaelen αναφέρει ότι μετά από τρία χρόνια μετά την Σ&Ε οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στις Σ&Ε παρουσιάζουν υποαπόδοση ενώ οι εξαγοράζουσες στις δημόσιες προσφορές παρουσιάζουν υπεραπόδοση και ότι η μακροχρόνια υποαπόδοση των εταιρειών που κάνουν Σ&Ε οφείλεται στη μικρή, μετά-συγχωνεύσεων, απόδοση των εταιρειών που έχουν μικρό λόγο λογιστική/αγοραία αξία (glamour firms). Πιο συγκεκριμένα, εξετάζονται δυο βασικά θέματα: η υποαπόδοση των εξαγοραζουσών μακροχρόνια μετά την Σ&Ε (έχοντας προσαρμόσει τα δεδομένα όσον αφορά το μέγεθος της εταιρείας και τις επιδράσεις της αναλογίας λογιστική/αγοραία αξία ) και οι καθοριστικοί παράγοντες αυτής της υποαπόδοσης.

Κάποια από τα συμπεράσματα είναι τα εξής:

- Οι value firms κερδίζουν στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις (8%) στις συγχωνεύσεις και (16%) στις δημόσιες προσφορές ενώ οι glamour firms κερδίζουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις (-17%) στις συγχωνεύσεις και μικρές έκτακτες αποδόσεις (4%) στις δημόσιες προσφορές.
- Στις συγχωνεύσεις οι glamour firms (54%) χρησιμοποιούν μετοχές πολύ περισσότερο από τις value firms (38%).
- Τους πρώτους δώδεκα μήνες μετά την ολοκλήρωση της Σ&Ε και οι glamour bidders και οι value κερδίζουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές έκτακτες αποδόσεις και οι αποδόσεις των πρώτων είναι πολύ χειρότερες από αυτές των τελευταίων
- Σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση οι glamour firms πρέπει να πληρώνουν μεγαλύτερα premium από τις value firms (λόγω του ότι οι διοικήσεις των πρώτων υπερεκτιμούν την ικανότητα τους να δημιουργούν συνέργειες στον στόχο και για αυτό είναι διαθέσιμες να πληρώσουν περισσότερο από τις value firms). Ωστόσο, σε γενικό επίπεδο οι εξαγοράζουσες δεν πληρώνουν μεγαλύτερα premium στις συγχωνεύσεις με μετοχές από ότι στις συγχωνεύσεις με μετρητά.
- Βραχυχρόνια οι τιμές των μετοχών των glamour firms αυξάνονται περισσότερο από τις αντίστοιχες τιμές των value firms κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης της Σ&Ε.

#### Καθοριστικοί παράγοντες της συμπεριφοράς των Σ&Ε

Οι **Hay και Liu (1998)** εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες της συμπεριφοράς των Σ&Ε και του επιπέδου ανάπτυξης μιας εταιρείας (λόγω Σ&Ε) σε ένα δείγμα 110 εταιρειών των 18 τομέων στην UK την περίοδο 1971-89. Λόγω κατασκευής ενός ισορροπημένου συνόλου δεδομένων το δείγμα μειώθηκε σε 91 εταιρείες οι οποίες είχαν πραγματοποιήσει Σ&Ε το λιγότερο μέσα σε ένα χρόνο. Οι εταιρείες αυτές είναι όλες οι μεγάλες εταιρείες που λειτουργούν σε αυτούς τους

τομείς αυτή την περίοδο και είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο των UK. Κάποιοι από τους καθοριστικούς παράγοντες των Σ&Ε είναι οι εξής:

- οι χαμηλές αποδόσεις στις επενδύσεις της υπάρχουσας επιχείρησης
- η στρατηγική της εταιρείας που μπορεί να αναζητά την γρήγορη ανάπτυξη της στις αγορές
- η Σ&Ε μπορεί να είναι μια ελκυστική επιλογή για την εταιρεία αν υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να αποκτηθούν φθηνά

Το μοντέλο που χρησιμοποιείται σε αυτή την ανάλυση, όσον αφορά την συμπεριφορά των Σ&Ε, έχει ως εξαρτημένη μεταβλητή την περίπτωση της συγχώνευσης και εξαγοράς από μια εταιρεία και ως ανεξάρτητες μεταβλητές το ρυθμό κερδών μετά φόρων, το ρυθμό επένδυσης, την αναλογία εκτίμησης και την αναλογία δανειακών κεφαλαίων. Η εξαρτημένη μεταβλητή συσχετίζεται θετικά με όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές εκτός από την αναλογία δανειακών κεφαλαίων με την οποία συσχετίζεται αρνητικά και μια εξήγηση για αυτό είναι ότι οι εταιρείες που κάνουν Σ&Ε είναι χρηματοοικονομικά επιτυχημένες εταιρείες.

Το μοντέλο που χρησιμοποιείται, όσον αφορά το ρυθμό ανάπτυξης μιας εταιρείας, έχει ως εξαρτημένη μεταβλητή την αναλογία αξία Σ&Ε/αρχική αξία κεφαλαιακής μετοχής και ως ανεξάρτητες το ρυθμό κερδών μετά υποτίμησης και τόκων, την ανάπτυξη επένδυσης, τη αναλογία αγοραίας αξίας και το μερίδιο αγοράς. Εδώ η εξαρτημένη μεταβλητή συσχετίζεται θετικά με όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές εκτός από την ανάπτυξη επένδυσης και το μερίδιο αγοράς που εμφάνισαν αρνητικό συντελεστή (το μερίδιο αγοράς αποδεικνύεται η σημαντικότερη μεταβλητή). Η ανάπτυξη μέσω Σ&Ε αποτελεί ένα "υποκατάστατο" της ανάπτυξης μέσω επένδυσης δεδομένου ότι και τα δυο ανταγωνίζονται για τα ίδια περιορισμένα περιουσιακά στοιχεία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ-ΔΕΙΓΜΑ

#### 5.1. ΔΕΙΓΜΑ

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιάσουμε τα δεδομένα του δείγματος μας και θα αναλύσουμε τη μεθοδολογία που χρησιμοποιούμε προκειμένου να διεξάγουμε συμπεράσματα σχετικά με την αντίδραση της αγοράς και των τιμών των μετοχών των εταιρειών στην ανακοίνωση μιας Σ&Ε. Οι περισσότερες μελέτες που έχουν γίνει στον τομέα των Σ&Ε χρησιμοποιούν τη μεθοδολογία "ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων" (event study methodology), με την οποία εξετάζονται οι έκτακτες αποδόσεις, δηλαδή η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης για Σ&Ε.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα είναι τα εξής:

- Ημερήσιες τιμές μετοχών για το διάστημα  $t = -200$  έως και  $t = +10$ , δηλαδή η περίοδος πριν την ανακοίνωση καλύπτει 200 ημέρες και η περίοδος μετά την ανακοίνωση καλύπτει 10 ημέρες ( $t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$ ). Η ημέρα που γίνεται η ανακοίνωση είναι η ημέρα 0.
- Ημερήσιες τιμές του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. για τα έτη 2000 έως και 2006.
- Η ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης της Σ&Ε. Συγκεκριμένα αυτές οι ανακοινώσεις αφορούν Σ&Ε την περίοδο 2000-2006.

Στην παρούσα μελέτη ερευνήθηκαν 56 Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2000-2006. Από το αρχικό δείγμα που βρέθηκε αφαιρέσαμε τις Σ&Ε που δεν πληρούσαν τα εξής κριτήρια:

- ακυρώθηκαν μετά την ανακοίνωση τους και αυτές που ανακοινώθηκαν αλλά δεν ολοκληρώθηκαν και έχουμε συμπεριλάβει μόνο αυτές που ολοκληρώθηκαν επιτυχώς.

- Δεν υπήρχαν στοιχεία τιμών μετοχών των εταιρειών για την εξεταζόμενη περίοδο (2000-2006).

Στο υπό εξέταση δείγμα μας παρατηρούνται τα εξής:

- 13 Σ&Ε πραγματοποιήθηκαν με μετρητά, 36 με μετοχές, 1 με χρέος-δάνειο και 6 ήταν απροσδιόριστες (ΠΙΝΑΚΑΣ 1)
- Τη μεγαλύτερη συνολική ανακοινωθείσα αξία είχε η Σ&Ε της Marfin Popular με την Marfin Financial (1679,51 εκατ. με μετοχές) και την αμέσως επόμενη μεγαλύτερη συνολική αξία είχε ο Γερμανός με την Cosmote (827,61 εκατ. με μετρητά)
- Ο τύπος των Σ&Ε ήταν κυρίως φιλικές. Δηλαδή 53 συγχωνεύσεις ήταν φιλικές, 0 εχθρικές και 3 μη αναφερόμενες. Αυτή η παρατήρηση υποστηρίζει και την άποψη που είχαμε αναφέρει αρχικά ότι η εχθρική δραστηριότητα Σ&Ε στο πιο πρόσφατο κύμα βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο της.

Το τελικό δείγμα μας παρουσιάζεται αναλυτικά στον ΠΙΝΑΚΑ 2.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΤΥΠΟΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ 56 ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΩΝ  
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-  
2006 (ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ, ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ,  
ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ, ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ&ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ  
ΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΛΛΕΣ)

ΕΤΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ&ΜΕΤΟΧΕΣ	ΑΛΛΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ
2000	3	4	0	0	5	12
2001	2	12	1	0	0	15
2002	1	7	0	0	1	9
2003	0	2	0	0	0	2
2004	2	2	0	0	0	4
2005	2	6	0	0	0	8
2006	3	3	0	0	0	6
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	13	36	1	0	6	<b>56</b>

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΤΕΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ  
ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΣΤΟ NICOSIA (ΧΡΗΜ/ΡΙΟ ΚΥΠΡΟΥ) ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2006

<b>Announced Date</b>	<b>Target Name (ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗ)</b>	<b>Acquirer Name (ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ)</b>	<b>Seller Name (ΙΔΙΟΚΤΗΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑΣ)</b>	<b>Announced Total Value (mil.)</b>	<b>Payment Type</b>	<b>Deal Status</b>	<b>Nature of Bid</b>
9/23/05	AKTOR S.A. TECHNICAL COMPANY	HELLENIC TECHNODOMIKI TEV SA		156.38	Stock	Complete	Friendly
11/30/00	ALPHA FINANCE	ALPHA BANK A.E.		192.13	Stock	Complete	Friendly
11/23/06	ALPHA LEASING S.A.	ALPHA BANK A.E.		1.13	Cash	Complete	Friendly
12/29/04	ALUMINIUM OF GREECE S.A.I.C.	MYTILINEOS HOLDINGS S.A.	ALCAN INC	107.90	Cash	Complete	
5/14/01	C.A.P. COSMETICS SA	NOTOS COM HOLDINGS S.A.-REG		57.86	Stock	Complete	Friendly
4/19/02	C.I. SARANTOPOULOS S.A.	PANTECHNIKI SA		289.22	Stock	Complete	Friendly
12/19/05	CHIPITA INTERNATIONAL S.A.	VIVARTIA SA		191.57	Stock	Complete	Friendly
5/14/04	COMMERCIAL INVESTMENT	EMPORIKI BANK OF GREECE SA		231.92	Stock	Complete	Friendly
8/ 2/00	DELTA ICE CREAM SA	VIVARTIA SA		33.75	Cash	Complete	Friendly
8/ 2/00	DELTA ICE CREAM SA	PIRAEUS BANK S.A.		33.75	Cash	Complete	Friendly
11/1/00	DELTA INFORMATICS S.A.	DELTA SINGULAR SA		482.11	Stock	Complete	Friendly
5/ 8/06	DELTA PROJECT SA	MYTILINEOS HOLDINGS S.A.		40.76	Cash	Complete	Friendly
6/10/04	DELTA SINGULAR SA	ALPHA BANK A.E.		356.53	Stock	Complete	Friendly
2/28/01	DRAKE INVESTMENTS LIMITED	LIBRA HOLIDAYS GROUP		N/A	Debt	Complete	Friendly
9/20/06	EGNATIA BANK SA	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC C		653.23	Stock	Complete	Friendly
5/14/01	ENDYSI S.A.	NOTOS COM HOLDINGS S.A.-REG		20.06	Stock	Complete	Friendly
11/6/02	ERGO INVESTMENT SA	EFG EUROBANK ERGASIAS		112.71	Stock	Complete	Friendly
1/31/06	FITCO SA	HALCOR S.A.		N/A	Stock	Complete	Friendly
1/25/02	GENERAL CONSTRUCTION COMPANY	GEK GROUP OF COS SA		213.60	Stock	Complete	Friendly
5/ 8/06	GERMANOS S.A.	COSMOTE MOBILE TELECOMMUNICA		827.61	Cash	Complete	Friendly



<b>Announced Date</b>	<b>Target Name (ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗ)</b>	<b>Acquirer Name (ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ)</b>	<b>Seller Name (ΔΙΟΚΤΗΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑΣ)</b>	<b>Announced Total Value (mil.)</b>	<b>Payment Type</b>	<b>Deal Status</b>	<b>Nature of Bid</b>
3/23/00	INTERSONIC SA	POULIADIS ASSOCIATES CORP		N/A	Undisclosed	Complete	Friendly
4/12/01	INTRASOFT S.A.	INTRACOM HOLDINGS SA-REG		279.25	Stock	Complete	Friendly
11/6/02	INVESTMENT DEVELOPMENT FUND	EFG EUROBANK ERGASIAS		27.94	Stock	Complete	Friendly
4/25/00	J.G. CASSOULIDES	OPTIONS CASSOULIDES LTD		84.87	Stock	Complete	Friendly
3/19/04	JUMBO TRADING LIMITED	JUMBO SA		5.56	Cash	Complete	Friendly
5/14/01	K DOUDOS SA	UNITED TEXTILES SA		N/A	Stock	Complete	Friendly
11/16/01	KLAOUDATOS G. S.A.	ELEPHANT SA		39.73	Stock	Complete	Friendly
5/14/01	LABROPOULOS BROTHERS S.A.	NOTOS COM HOLDINGS S.A.-REG		72.12	Stock	Complete	Friendly
4/18/00	LAMPSA HOTEL CO	REGENCY ENTERTAINMENT SA		28.28	Cash	Complete	Friendly
12/15/05	LANITIS BROS PUBLIC LTD	COCA-COLA HELLENIC BOTTLING		89.62	Cash	Complete	Friendly
9/24/03	MARFIN CLASSIC S.A.	MARFIN FINANCIAL GROUP SA		179.32	Stock	Complete	Friendly
9/20/06	MARFIN FINANCIAL GROUP SA	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC C		1679.51	Stock	Complete	Friendly
11/14/01	METROLIFE S.A.	FOINIX METROLIFE S.A.		113.80	Stock	Complete	Friendly
6/28/02	N.I.B.I.D.	NATIONAL BANK OF GREECE		80.25	Stock	Complete	Friendly
5/13/05	NATIONAL INVESTMENT CO	NATIONAL BANK OF GREECE		388.52	Stock	Complete	Friendly
1/24/02	NESTOS SA	THEMELIODOMI S.A.		7.09	Stock	Complete	Friendly
5/24/01	NEXNET SA	VODAFONE-PANAFON SA		34.06	Stock	Complete	Friendly
8/ 2/00	NGB REAL ESTATE	HELLENIC TECHNODOMIKI TEV SA	NAT. B.OF GR.	45.02	Undisclosed	Complete	
5/30/03	PETROLA HELLAS SA-REG	HELLENIC PETROLEUM SA		317.80	Stock	Complete	Friendly
11/29/02	PHARMAKAS QUARRIES LTD	A PANAYIDES CONTRACTING LTD		N/A	Cash	Complete	Friendly
4/16/02	QUALITY AND RELIABILITY S.A.	POULIADIS ASSOCIATES CORP		N/A	Undisclosed	Complete	Friendly
2/14/00	SPACE HELLAS SA	ALPHA BANK A.E.		N/A	Undisclosed	Complete	Friendly
2/14/00	SPACE HELLAS SA	DELTA INFORMATICS S.A.		N/A	Undisclosed	Complete	Friendly
5/14/01	SPORTSMAN S.A.	NOTOS COM HOLDINGS S.A.-REG		62.72	Stock	Complete	Friendly
6/21/01	SYSWARE SA	ALTEC SA INFO & COMM SYSTEMS		N/A	Stock	Complete	Friendly
3/16/01	TELESIS INVESTMENT BANK S.A.	EFG EUROBANK ERGASIAS		344.31	Stock	Complete	Friendly
12/19/05	UNCLE STATHIS SA	VIVARTIA SA		14.48	Stock	Complete	Friendly

10/26/00	UNIFON COMMERCIAL S.A.	VODAFONE-PANAFON SA		227.11	Stock	Complete	Friendly
6/21/01	UNISOFT SA	ALTEC SA INFO & COMM SYSTEMS		N/A	Stock	Complete	Friendly
1/31/02	VOLOS TECHNICAL COMPANY	HELLENIC TECHNODOMIKI TEV SA		0.02	Stock	Complete	Friendly
4/20/05	GLOBUL	COSMOTE MOBILE TELECOMMUNICA	HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	803.51	Cash	Complete	
7/ 3/01	GOODY'S S.A. (CB)	VIVARTIA SA		88.37	Cash	Complete	Friendly
9/1/05	N.B.G.REAL ESTATE	NATIONAL BANK OF GREECE		104.26	Stock	Complete	Friendly
10/30/01	HELLENIC IND. DEV. BANK S.A.	PIRAEUS BANK S.A.		462.34	Cash	Complete	Friendly
4/ 7/05	HELLENIC INVESTMENT-BEARER	PIRAEUS BANK S.A.		290.33	Stock	Complete	Friendly
8/ 2/00	HELLENIC TECHNODOMIKI TEV SA	NATIONAL BANK OF GREECE		45.02	Undisclosed	Complete	Friendly

## 5.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Χρησιμοποιώντας μεθόδους «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» (event study methodologies), όπως περιγράφονται από τους Brown και Warner (1983) και (1985), υπολογίζονται οι επιδράσεις επί των τιμών των μετοχών από ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τυχόν επιδράσεις στην τιμή της μετοχής που προέρχονται από τις πληροφορίες σχετικά με την συγχώνευση και εξαγορά, θα πρέπει να παρατηρηθούν κατά την ημέρα ανακοίνωσης και όχι μετά από αυτήν αφού μόνο την ημέρα ανακοίνωσης μεταδίδονται νέες πληροφορίες. Επομένως, η έρευνα εξετάζει μόνο τις μεταβολές των τιμών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Για την ανάλυση των επιδράσεων τιμών των μετοχών στις σχετικές ανακοινώσεις απαιτείται κάποιο μέτρο σύγκρισης με το οποίο θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις. Ένα τέτοιο μέτρο σύγκρισης είναι η κανονική ή αναμενόμενη απόδοση των μετοχών που υπολογίζεται με μια από τις παρακάτω μεθόδους.

- 1) Το υπόδειγμα της αγοράς
- 2) Το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης
- 3) Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης-με το δείκτη της αγοράς-απόδοσης

Στη συνέχεια εξηγείται πως υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις και παραθέτονται οι κατάλληλες στατιστικές μέθοδοι για να ελεγχθούν πόσο σημαντικές είναι οι έκτακτες αποδόσεις.

Η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης την ημέρα που ανακοινώνεται η Σ&Ε δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε αυτήν την ανακοίνωση γιατί οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από πολλές άλλες πληροφορίες που μπορεί να περιέχονται ή όχι σε αυτήν.

Έστω  $R_{i,t}$  η πραγματική απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$  και  $E(R_{i,t})$  η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$ , δηλαδή η απόδοση που θα είχε η μετοχή αν δεν γινόταν η ανακοίνωση. Η μεταβολή της τιμής που μπορεί να αποδοθεί στην ανακοίνωση είναι η διαφορά μεταξύ  $R_{i,t}$  και  $E(R_{i,t})$ . Αυτή η διαφορά

ονομάζεται μη-αναμενόμενη ή έκτακτη απόδοση  $e_{i,t}$  της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  και συμβολίζεται:

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

Για να υπολογιστεί η έκτακτη απόδοση  $e_{i,t}$  των μετοχών πρέπει να υπολογιστεί το  $E(R_{i,t})$  με μια από τις προαναφερόμενες μεθόδους.

### Το υπόδειγμα της αγοράς

Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την παρακάτω διαδικασία:

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

Όπου:

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

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

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

$R_{mt}$  = η απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς την ημέρα  $t$

$$b_i = \text{cov}(R_{it}, R_{mt}) / \text{var}(R_{mt})$$

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

$e_{it}$  = υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  που έχει κανονική κατανομή και μέσο μηδέν. Επίσης, υποθέτουμε ότι η διακύμανση του  $e_{it}$  είναι σταθερή διαμέσου του χρόνου.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς  $R_{mt}$  είναι δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ο "Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α." που όμως δεν περιέχει τα διανεμηθέντα μερίσματα και συνεπώς δεν αποτελεί αντιπροσωπευτικό μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου αφού από κατασκευής του υποεκτιμά την απόδοση του. Επίσης η έλλειψη για αρκετές μετοχές, συναλλαγών επί καθημερινής βάσης και οι ετεροχρονισμένες συναλλαγές δημιουργούν σοβαρά οικονομικά προβλήματα στον υπολογισμό του  $b$  (βήτα). Αν λοιπόν, ο επενδυτής χρειάζεται ένα δείκτη συνολικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου του ο δείκτης τιμών του Χ.Α.Α. δεν επαρκεί. Εδώ χρησιμοποιείται ο "Σταθμικός με αγοραίες αξίες –Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς", ένας

δείκτης συνολικής χρηματιστηριακής απόδοσης που δεν παρουσιάζει τα παραπάνω αναφερθέντα μειονεκτήματα.

Ο συντελεστής  $b$  της μετοχής  $i$  είναι το μέτρο της ευαισθησίας της μετοχής αυτής στις μεταβολές της αγοράς. Ορίζεται σαν το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής  $i$  με αυτή της αγοράς δια την διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ  $R_{it}$  και  $R_{mt}$  (με 150 ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση (δηλαδή εκτός της περιόδου του γεγονότος: από  $t = -50$  έως  $t = +10$ ), υπολογίζονται οι συντελεστές  $a_i$  και  $b_i$  για κάθε μετοχή του δείγματος. Δηλαδή, επιλέγονται για κάθε εταιρεία 211 ημερήσιες αποδόσεις από  $t = -200$  έως  $t = +10$ .

Χρησιμοποιώντας τους συντελεστές  $a_i$  και  $b_i$  η εξίσωση (2) γίνεται:

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

Η αφαίρεση των αναμενόμενων αποδόσεων από τις αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν προσδιορίζει τις έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns)  $e_{it}$ .

Δηλαδή, το  $(a_i + b_i R_{mt})$  είναι η "κανονική απόδοση" της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  και το  $e_{it}$  είναι η "έκτακτη" απόδοση της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$ .

Το υπόδειγμα της αγοράς όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση (2), δείχνει τη συνολική απόδοση  $R_{it}$  της μετοχής  $i$  να αποτελείται από την απόδοση της αγοράς και από ένα μέρος που εξαρτάται από τη συγκεκριμένη επιχείρηση. Η αφαίρεση του  $(a_i + b_i R_{mt})$  από το  $R_{it}$  εξουδετερώνει την επίδραση των μεταβολών της αγοράς αλλά δεν εξουδετερώνει μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές και από άλλα γεγονότα εκτός της ανακοίνωσης.

Για να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών που προκαλούνται από γεγονότα άλλα εκτός της συγκεκριμένης ανακοίνωσης που ερευνάται χρησιμοποιείται ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών στο δείγμα. Για κάθε μια από τις 61 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση  $AR_t$  του δείγματος κατά την ημέρα  $t$  ως ακολούθως:

$$AR_t = e_t = \sum e_{it} / N \quad (4)$$

Όπου:

$t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, +3, \dots, +10$  και

$N =$  ο αριθμός μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη μέρα

Ο διαστρωματικός μέσος όρος εξουδετερώνει τις μεταβολές που αναφέρονται στην επιχείρηση που όμως δεν σχετίζονται με το γεγονός που ερευνάται διότι δεν συνέβη την ίδια χρονική στιγμή και για Ν μετοχές του δείγματος. Τελευταίο βήμα στην ανάλυση των έκτακτων αποδόσεων είναι ο υπολογισμός των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων CAR( Cumulative Abnormal Returns) για τις ημέρες  $t_1$  έως  $t_2$  στην περίοδο των γεγονότων ( $t = -50, \dots, 0, \dots, +10$ ). Δηλαδή η ημέρα της ανακοίνωσης είναι η μηδέν και η περίοδος πριν την ανακοίνωση καλύπτει 50 μέρες ενώ η περίοδος μετά την ανακοίνωση καλύπτει 10 ημέρες.

Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων για τις Ν μετοχές του δείγματος από την ημέρα  $t_1$  έως την ημέρα  $t_2$  υπολογίζεται :

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

Ειδικότερα ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δυο ημερών είναι αναγκαίος εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Η περίοδος  $t = 0$  είναι η ημέρα που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πληροφορία για την Σ&Ε. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι πληροφορίες δίνονται στην εφημερίδα την προηγούμενη μέρα ( $t = -1$ ) και δημοσιεύονται την επόμενη. Αν μια ανακοίνωση Σ&Ε δοθεί στην εφημερίδα πριν το τέλος των συναλλαγών τότε η αντίδραση της αγοράς στις πληροφορίες προηγείται της δημοσίευσης κατά μια ημέρα ενώ αν δοθεί μετά το τέλος αυτών η αγορά θα αντιδράσει την επομένη ( $t = 0$ ). Επομένως υπάρχει "ημέρα ανακοίνωσης δυο ημερών" ( $t = -1, 0$ ). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δυο ημερών για τη μετοχή  $i$  είναι :

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

#### Το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης

Στη μέθοδο αυτή ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής  $i$  ( $R_i$ ), για τις 150 ημέρες που λήγουν 50 ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής  $i$ . Στην περίπτωση αυτή η μέση έκτακτη απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$  υπολογίζεται :

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

$$\text{όπου } R_i = \sum R_{it} / 150$$

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις  $e_{it}$  χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης ( $AR_t$ ) και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων (CAR) για το δείγμα των  $N$  μετοχών σύμφωνα με τους τύπους (4) και (5).

Στη συγκεκριμένη ανάλυση θα χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο του υποδείγματος της προσαρμοσμένης –με το δείκτη της αγοράς– απόδοσης. Στο υπόδειγμα αυτό η έκτακτη απόδοση της μετοχής  $i$  δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα  $t$  ( $R_{mt}$ ):

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

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο  $t$  οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, δηλαδή  $R_{mt}$ , αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή (δηλαδή  $\alpha=0$  και  $\beta=1$  για κάθε μετοχή).

Για τους λόγους που αναφέρθηκαν και στο υπόδειγμα της αγοράς χρησιμοποιείται και εδώ ο "Σταθμικός με αγοραίες αξίες –Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς".

Οι έκτακτες αποδόσεις  $e_{it}$  χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης ( $AR_t$ ) και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων [ $CAR(t_1, t_2)$ ] για το δείγμα των  $N$  μετοχών σύμφωνα με τους εξής τύπους:

$$AR_t = e_t = \sum e_{it} / N \text{ και } CAR(t_1, t_2) = \sum AR_t$$

όπου  $t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$  και

$N =$  ο αριθμός των μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη μέρα.

Η σύγκριση των  $AR_t$  και  $CAR(t_1, t_2)$  που προέκυψε από τα παραπάνω υποδείγματα βοηθά να διαπιστωθεί η ευαισθησία των αποτελεσμάτων μας στη μεθοδολογία που τελικά επιλέχθηκε.

### Έλεγχος για στατιστικά σημαντικές αποδόσεις

Με δεδομένες τις μέσες έκτακτες αποδόσεις που δίνει η κάθε μέθοδος ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητα τους. Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις  $AR_t$  και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες

αποδόσεις  $CAR(t_1, t_2)$  είναι ίσες με μηδέν πραγματοποιείται με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών  $t$  (t-statistics):

$$\text{Στατιστικός } t (AR) = AR_t / S(AR_t)$$

$$\text{Στατιστικός } t = CAR_t / \sqrt{T} * S(AR_t)$$

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

Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 ημέρες από την περίοδο  $t = -200$  έως την περίοδο  $t = -51$  σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης  $t = 0$  και  $T = t_2 - t_1 + 1$ : όπου  $t_1$  είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CAR και  $t_2$  η τελευταία μέρα. Το  $S(AR_t)$  δεν υπολογίζεται την περίοδο του γεγονότος αφού οι αποδόσεις των μετοχών την περίοδο αυτή ενδέχεται να επηρεάζονται από τις ανακοινώσεις Σ&Ε και επομένως το  $S(AR_t)$  μπορεί να είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο από ότι αν υπολογιζόταν στην περίοδο προσδιορισμού όπου δεν υπάρχουν ανακοινώσεις Σ&Ε.

Στην ανάλυση μας χρησιμοποιείται η συγκεκριμένη μέθοδος γιατί θεωρείται η πλέον κατάλληλη λόγω των ιδιορρυθμιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κυριότεροι λόγοι που ενισχύουν την επιλογή είναι η αστάθεια των παραμέτρων που υπολογίζονται στο υπόδειγμα της αγοράς και η διαπίστωση ότι οι τιμές των μετοχών συχνά παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές χωρίς ιδιαίτερο λόγο κάνοντας τη μέθοδο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης επίσης ακατάλληλη. Επιπλέον, σε αντίθεση με τη μέθοδο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης η μέθοδος που επιλέχθηκε λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές που συνέβησαν στην αγορά την ίδια χρονική στιγμή που το δείγμα δέχεται την επίδραση της ανακοίνωσης για Σ&Ε.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Όπως αναφέραμε και στο μέρος της μεθοδολογίας αρχικά υπολογίσαμε τις έκτακτες αποδόσεις (AR), τις μέσες έκτακτες αποδόσεις και τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAAR) καθώς και τους στατιστικούς συντελεστές  $t(AR)$  και  $t(CAR)$  56 μετοχών των εταιρειών στόχος με βάση το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης-με το δείκτη της αγοράς-απόδοσης, χρησιμοποιώντας ένα estimation window (-200,+10) και ένα event window (-15,+10) γύρω από την ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης της επικείμενης συγχώνευσης (ΠΙΝΑΚΑΣ 3).

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ, ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ  
ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  
t(AR) ΚΑΙ t(CAR) ΓΙΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ 56 ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
ΣΤΟΧΟΣ, ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ t= -15 ΕΩΣ ΚΑΙ t= +10

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ARt ΜΕΣΟΣ	CARt	t(AR)	t(CAR)
-15	56	0,08%	0,08%	<b>0,149</b>	0,029
-14	56	-0,44%	-0,37%	<b>-0,838</b>	-0,135
-13	56	-0,05%	-0,42%	<b>-0,099</b>	-0,155
-12	56	-0,07%	-0,49%	<b>-0,137</b>	-0,181
-11	56	0,45%	-0,04%	<b>0,851</b>	-0,014
-10	56	0,17%	0,13%	<b>0,312</b>	0,047
-9	56	-0,25%	-0,13%	<b>-0,477</b>	-0,047
-8	56	0,20%	0,08%	<b>0,385</b>	0,029
-7	56	-0,06%	0,02%	<b>-0,112</b>	0,007
-6	56	0,41%	0,42%	<b>0,768</b>	0,157
-5	56	0,45%	0,87%	<b>0,848</b>	0,324
-4	56	0,90%	1,77%	<b>1,691 *</b>	0,655
-3	56	1,02%	2,79%	<b>1,924 *</b>	1,032
-2	56	0,05%	2,84%	<b>0,098</b>	1,052
-1	56	0,78%	3,63%	<b>1,478</b>	1,342
<b>0</b>	56	<b>1,83%</b>	5,46%	<b>3,459 ***</b>	2,020
1	56	0,18%	5,64%	<b>0,340</b>	2,087
2	56	-0,23%	5,41%	<b>-0,428</b>	2,003
3	56	-0,73%	4,69%	<b>-1,371</b>	1,734
4	56	-0,09%	4,60%	<b>-0,162</b>	1,702
5	56	0,23%	4,83%	<b>0,427</b>	1,786
6	56	-0,17%	4,66%	<b>-0,319</b>	1,723
7	56	-0,50%	4,16%	<b>-0,946</b>	1,538
8	56	0,29%	4,44%	<b>0,544</b>	1,645
9	56	0,11%	4,55%	<b>0,201</b>	1,684
10	56	-0,27%	4,28%	<b>-0,509</b>	1,584

\* στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=10\%$ , \*\* στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης  $\alpha=5\%$ , \*\*\* στ.σημ.σε επ.εμπ.  $\alpha=1\%$

Μελετώντας τον πίνακα 3 παρατηρούμε ότι οι 56 εταιρείες που προέβησαν σε συγχώνευση ή εξαγορά εμφανίζουν μέσες έκτακτες αποδόσεις 1,83% κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης ( $t=0$ ) που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% καθώς και 0,78% την προηγούμενη μέρα που είναι μη στατιστικά σημαντική. Αυτό ( $AR>0$  και στατ.σημαντικό) μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η τιμή της μετοχής για την εταιρεία-στόχο αυξάνεται μέσω των Σ&Ε. Επιπλέον παρατηρούμε ότι όλες τις άλλες μέρες εμφανίζουν στατιστικά ασήμαντες μέσες έκτακτες αποδόσεις εκτός από τις μέρες -4 και -3.

Επιπροσθέτως μπορούμε να βγάλουμε σημαντικά συμπεράσματα για το αν δημιουργούνται κέρδη για αυτές τις εταιρείες μελετώντας τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις. Συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι οι CAAR για την περίοδο (-15, +10) είναι 4,28% στατιστικά ασήμαντο, για την περίοδο (-15, -2) είναι 2,84% στατιστικά ασήμαντο, για την περίοδο (+1, +10) είναι -1,18% και για την περίοδο (-1, 0) είναι 2,62%. Δηλαδή οι εξαγοράζουσες εταιρείες πραγματοποιούν θετικές αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις εκτός από την περίοδο (-14, -9).

Τέλος, μελετώντας τον πίνακα 3 βλέπουμε ότι οι CAAR των 56 εταιρειών-στόχος ακολουθούν μια αυξομειούμενη τάση, δηλαδή εμφανίζουν καθοδική τάση μέχρι και 9 μέρες πριν την ανακοίνωση στη συνέχεια αυξάνονται έως τη δεύτερη μέρα μετά την ανακοίνωση και ξαναμειώνονται ελαφρά έως την 10<sup>η</sup> μέρα μετά την ανακοίνωση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ, ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ  
ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  
t(AR) ΚΑΙ t(CAR) ΓΙΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ 56 ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ, ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ t= -15 ΕΩΣ ΚΑΙ t= +10

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ARt ΜΕΣΟΣ	CARt	t(AR)	t(CAR)
-15	56	0,17%	0,17%	<b>0,391</b>	0,077
-14	56	0,23%	0,40%	<b>0,541</b>	0,183
-13	56	0,49%	0,89%	<b>1,135</b>	0,405
-12	56	-0,14%	0,75%	<b>-0,329</b>	0,341
-11	56	-0,05%	0,70%	<b>-0,116</b>	0,318
-10	56	-0,24%	0,46%	<b>-0,557</b>	0,209
-9	56	-0,15%	0,30%	<b>-0,357</b>	0,139
-8	56	0,50%	0,81%	<b>1,168</b>	0,368
-7	56	0,01%	0,81%	<b>0,012</b>	0,370
-6	56	-0,11%	0,70%	<b>-0,261</b>	0,319
-5	56	0,04%	0,74%	<b>0,100</b>	0,338
-4	56	0,16%	0,90%	<b>0,382</b>	0,413
-3	56	0,07%	0,98%	<b>0,163</b>	0,445
-2	56	-0,30%	0,68%	<b>-0,694</b>	0,309
-1	56	0,62%	1,29%	<b>1,433</b>	0,590
<b>0</b>	56	0,57%	1,86%	<b>1,318</b>	0,849
1	56	0,04%	1,90%	<b>0,100</b>	0,868
2	56	-0,21%	1,69%	<b>-0,483</b>	0,774
3	56	-0,41%	1,28%	<b>-0,959</b>	0,586
4	56	-0,05%	1,23%	<b>-0,121</b>	0,562
5	56	-0,07%	1,16%	<b>-0,174</b>	0,528
6	56	-0,61%	0,55%	<b>-1,409</b>	0,252
7	56	-0,29%	0,26%	<b>-0,683</b>	0,118
8	56	0,54%	0,79%	<b>1,251</b>	0,363
9	56	-0,39%	0,40%	<b>-0,917</b>	0,183
10	56	-0,19%	0,21%	<b>-0,453</b>	0,094

Μελετώντας τον πίνακα 4 παρατηρούμε ότι οι μετοχές του δείγματος των 56 εταιρειών επενδυτής που έκαναν προσφορά για συγχώνευση ή εξαγορά πραγματοποιούν  $AR_t$  0,57% την ημέρα 0, δηλαδή την ημέρα της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης του γεγονότος στατιστικά ασήμαντο ( $t(AR)=1,318$ ). Εξίσου στατιστικά ασήμαντες, με 14 από αυτές να είναι και αρνητικές, πραγματοποιούνται όλες τις μέρες της εξεταζόμενης περιόδου (-15, +10), συμπεραίνοντας ότι η συγχώνευση ή εξαγορά δεν έχουν καμμία επίδραση πάνω στην τιμή των μετοχών των εταιρειών-επενδυτής. Αυτό δείχνει ότι οι εξαγοραστές δεν είναι και οι μεγάλοι κερδισμένοι όπως οι μέτοχοι των εταιρειών στόχο, κάτι το οποίο συμπίπτει με το συμπέρασμα των Andrade, Mitchell και Stafford (2001).

Παρόμοια αποτελέσματα έχουμε και στις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις. Συγκεκριμένα βλέπουμε ότι οι μετοχές των εταιρειών επενδυτών πραγματοποιούν θετικές CAAR, με τις υψηλότερες να εμφανίζονται τις ημέρες κοντά στην ανακοίνωση, αλλά στατιστικά ασήμαντες και κοντά στο μηδέν όλες τις ημέρες.

Τέλος πρέπει να τονίσουμε ότι μελετώντας τους πίνακες 3 και 4, παρατηρούμε ότι οι μετοχές των 56 εταιρειών που προέβησαν σε πρόταση για συγχώνευση ή εξαγορά αρχίζουν να πραγματοποιούν κέρδη από την ημέρα της ανακοίνωσης και έπειτα, ενώ αντίθετα οι μετοχές των εταιρειών στόχων αρχίζουν να πραγματοποιούν κέρδη 8 μέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης τα οποία διατηρούνται υψηλά έως το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Μια πιθανή εξήγηση για αυτό είναι η διαρροή πληροφοριών και αυτό γιατί οι επενδυτές γνωρίζουν ότι μια μελλοντική συμφωνία θεωρείται πολύ καλό νέο για τις εταιρείες στόχους και προεξοφλούν τα κέρδη τους πριν την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης. Αντίθετα οι μετοχές των εταιρειών επενδυτών πραγματοποιούν κέρδη μετά την ανακοίνωση διότι πιθανόν περιμένουν να δουν σε ποια τιμή αγοράστηκε η εταιρεία και αν τελικά ήταν συμφέρουσα η συμφωνία για την εξαγοράζουσα εταιρεία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ, ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ  
ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  
t(AR) ΚΑΙ t(CAR) ΓΙΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ 36 ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
ΣΤΟΧΟΣ-Σ&Ε ΠΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΜΕ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ  
ΜΕΤΟΧΩΝ, ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ t= -15 ΕΩΣ ΚΑΙ t= +10

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ARt ΜΕΣΟΣ	CARt	t(AR)	t(CAR)
-15	36	0,39%	0,39%	<b>0,596</b>	0,117
-14	36	-0,63%	-0,23%	<b>-0,950</b>	-0,070
-13	36	-0,22%	-0,45%	<b>-0,326</b>	-0,134
-12	36	-0,30%	-0,75%	<b>-0,459</b>	-0,224
-11	36	0,64%	-0,11%	<b>0,968</b>	-0,034
-10	36	0,03%	-0,09%	<b>0,040</b>	-0,026
-9	36	-0,43%	-0,52%	<b>-0,657</b>	-0,155
-8	36	0,57%	0,05%	<b>0,865</b>	0,015
-7	36	-0,14%	-0,09%	<b>-0,210</b>	-0,026
-6	36	0,28%	0,19%	<b>0,420</b>	0,056
-5	36	-0,06%	0,13%	<b>-0,096</b>	0,037
-4	36	0,56%	0,69%	<b>0,847</b>	0,203
-3	36	0,12%	0,81%	<b>0,186</b>	0,240
-2	36	-0,37%	0,44%	<b>-0,555</b>	0,131
-1	36	1,05%	1,49%	<b>1,593</b>	0,443
<b>0</b>	36	2,34%	3,83%	<b>3,533 ***</b>	1,136
1	36	0,66%	4,49%	<b>0,992</b>	1,331
2	36	-0,12%	4,36%	<b>-0,186</b>	1,294
3	36	-1,08%	3,29%	<b>-1,629</b>	0,975
4	36	-0,79%	2,50%	<b>-1,195</b>	0,740
5	36	0,29%	2,79%	<b>0,441</b>	0,827
6	36	-0,56%	2,23%	<b>-0,849</b>	0,661
7	36	-0,92%	1,30%	<b>-1,398</b>	0,386
8	36	0,13%	1,43%	<b>0,194</b>	0,425
9	36	-0,27%	1,16%	<b>-0,409</b>	0,344
10	36	-0,39%	0,77%	<b>-0,583</b>	0,230

Μελετώντας τον πίνακα 5 ο οποίος δείχνει τις αποδόσεις των εταιρειών στόχων που πραγματοποιήθηκαν με ανταλλαγή μετοχών, παρατηρούμε ότι οι μετοχές αυτών των 36 εταιρειών πραγματοποιούν AAR 2,34% την ημέρα 0 στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και 1,05% την προηγούμενη μέρα στατιστικά ασήμαντο. Αυτό δείχνει ότι οι Σ&Ε αυξάνουν την τιμή των μετοχών αυτών των εταιρειών. Ωστόσο πραγματοποιούν αρνητικά AAR τις μέρες -14, -13, -12, -9, -7, -5, -2, +2, +3, +4, +6, +7, +9, +10. Εκτός από την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης όλες τις άλλες μέρες οι μέσες έκτακτες αποδόσεις εμφανίζονται στατιστικά ασήμαντες.

Όσον αφορά για τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις βλέπουμε ότι για την περίοδο (-15, -7) είναι μικρές και αρνητικές δηλαδή -0,09% ενώ από την 6<sup>η</sup> μέρα, πριν την ανακοίνωση, και μετά αυξάνονται και είναι θετικές (0,86% για την περίοδο (-6, +10)). Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο όμως (-15, +10) είναι στατιστικά ασήμαντες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ, ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ  
ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  
t(AR) ΚΑΙ t(CAR) ΓΙΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ 13 ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
ΣΤΟΧΟΣ-Σ&Ε ΠΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ  
ΜΕΤΡΗΤΩΝ, ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ t= -15 ΕΩΣ ΚΑΙ t= +10

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ARt ΜΕΣΟΣ	CARt	t(AR)	t(CAR)
-15	13	-0,77%	-0,77%	<b>-0,752</b>	-0,147
-14	13	0,78%	0,01%	<b>0,762</b>	0,002
-13	13	0,43%	0,44%	<b>0,424</b>	0,085
-12	13	0,70%	1,14%	<b>0,686</b>	0,220
-11	13	0,38%	1,53%	<b>0,376</b>	0,293
-10	13	0,63%	2,15%	<b>0,612</b>	0,413
-9	13	-0,66%	1,49%	<b>-0,648</b>	0,286
-8	13	0,43%	1,92%	<b>0,417</b>	0,368
-7	13	0,43%	2,34%	<b>0,417</b>	0,450
-6	13	0,21%	2,55%	<b>0,206</b>	0,490
-5	13	1,48%	4,03%	<b>1,445</b>	0,773
-4	13	1,82%	5,85%	<b>1,776 *</b>	1,121
-3	13	3,26%	9,10%	<b>3,183 ***</b>	1,746
-2	13	1,34%	10,45%	<b>1,314</b>	2,003
-1	13	1,08%	11,53%	<b>1,055</b>	2,210
<b>0</b>	13	1,61%	13,13%	<b>1,570</b>	2,518
1	13	-0,19%	12,94%	<b>-0,183</b>	2,482
2	13	-0,32%	12,62%	<b>-0,315</b>	2,420
3	13	0,31%	12,94%	<b>0,307</b>	2,481
4	13	1,01%	13,95%	<b>0,991</b>	2,675
5	13	0,23%	14,18%	<b>0,228</b>	2,720
6	13	1,29%	15,47%	<b>1,262</b>	2,967
7	13	0,18%	15,65%	<b>0,179</b>	3,002
8	13	1,12%	16,78%	<b>1,097</b>	3,217
9	13	0,82%	17,60%	<b>0,806</b>	3,375
10	13	-0,14%	17,46%	<b>-0,139</b>	3,348



Μελετώντας τον πίνακα 6 παρατηρούμε ότι οι μετοχές των εταιρειών στόχος που πραγματοποιήθηκαν με καταβολή μετρητών εμφανίζουν την ημέρα της ανακοίνωσης AAR 1,61% στατιστικά ασήμαντο. Αυτό δείχνει ότι οι Σ&Ε δεν έχουν κανένα αποτέλεσμα, δηλαδή καμμία επίδραση στις τιμές των μετοχών των εταιρειών στόχος, που γίνονται με καταβολή μετρητών, σε αντίθεση με τις μετοχές των εταιρειών που πραγματοποιήθηκαν με ανταλλαγή μετοχών. Παρόλαυτά, οι έκτακτες αποδόσεις των εταιρειών στόχων κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης είναι μεγαλύτερες σε αυτές με μετρητά από ότι σε αυτές με μετοχές, κάτι το οποίο συμπίπτει με το συμπέρασμα των Huang και Walkling (1987) και των Moeller, Stulz και Schlingemann (2003), οι οποίοι έλεγαν ότι οι έκτακτες αποδόσεις είναι μεγαλύτερες στις προσφορές που πραγματοποιούνται με μετρητά αντί μετοχών.

Παρατηρώντας τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις βλέπουμε ότι ακολουθούν μια αυξομειωτική τάση δηλαδή, αυξάνονται στην περίοδο (-15, 0), μειώνονται στην περίοδο (+1, +3) και ξανααυξάνονται στην περίοδο (+4, +10). Στατιστικά σημαντικές είναι την ημέρα -3 ( $t=1,746$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, την ημέρα -2 ( $t=2,003$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και την περίοδο (-1, +10) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συνοπτικά μπορούμε να πούμε ότι δημιουργούνται μεγάλα κέρδη για τις εταιρείες στόχο που πραγματοποίησαν Σ&Ε με καταβολή μετρητών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ, ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ  
ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  
t(AR) ΚΑΙ t(CAR) ΓΙΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ 36 ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ-Σ&Ε ΠΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΜΕ  
ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ, ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ t=-15 ΕΩΣ ΚΑΙ t=  
+10

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ARt ΜΕΣΟΣ	CARt	t(AR)	t(CAR)
-15	36	0,54%	0,54%	<b>0,960</b>	0,188
-14	36	0,02%	0,56%	<b>0,036</b>	0,195
-13	36	0,47%	1,04%	<b>0,833</b>	0,359
-12	36	-0,17%	0,87%	<b>-0,296</b>	0,300
-11	36	0,08%	0,95%	<b>0,139</b>	0,328
-10	36	-0,12%	0,83%	<b>-0,212</b>	0,286
-9	36	0,02%	0,85%	<b>0,031</b>	0,292
-8	36	0,76%	1,60%	<b>1,332</b>	0,554
-7	36	0,17%	1,77%	<b>0,304</b>	0,613
-6	36	-0,34%	1,43%	<b>-0,607</b>	0,494
-5	36	0,01%	1,44%	<b>0,026</b>	0,499
-4	36	0,51%	1,95%	<b>0,895</b>	0,675
-3	36	0,11%	2,06%	<b>0,197</b>	0,713
-2	36	-0,26%	1,80%	<b>-0,456</b>	0,624
-1	36	1,02%	2,82%	<b>1,796 *</b>	0,976
<b>0</b>	36	0,81%	3,63%	<b>1,420</b>	1,255
1	36	-0,35%	3,28%	<b>-0,608</b>	1,135
2	36	-0,77%	2,51%	<b>-1,364</b>	0,868
3	36	-0,82%	1,69%	<b>-1,446</b>	0,584
4	36	-0,50%	1,19%	<b>-0,883</b>	0,411
5	36	-0,41%	0,77%	<b>-0,730</b>	0,268
6	36	-0,86%	-0,09%	<b>-1,520</b>	-0,030
7	36	-0,81%	-0,89%	<b>-1,422</b>	-0,309
8	36	-0,11%	-1,00%	<b>-0,190</b>	-0,346
9	36	-0,06%	-1,06%	<b>-0,108</b>	-0,367
10	36	-0,51%	-1,57%	<b>-0,903</b>	-0,544

Μελετώντας τον πίνακα 7, παρατηρούμε ότι οι μετοχές των 36 εταιρειών επενδυτής που πραγματοποιήθηκαν με ανταλλαγή μετοχών πραγματοποιούν AAR 0,81% την ημέρα 0 μη στατιστικά σημαντικό. Επιπλέον μια ημέρα πριν την επίσημη ανακοίνωση πραγματοποιούν AAR 1,02% στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10% ενώ αντίθετα όλες τις υπόλοιπες μέρες της περιόδου (-15, +10) εμφανίζουν στατιστικά ασήμαντες μέσες έκτακτες αποδόσεις. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι οι Σ&Ε δεν έχουν επίδραση στις τιμές των μετοχών αυτών των εταιρειών σε σύγκριση με τις εταιρείες στόχος που πραγματοποιούν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών (οι οποίες Σ&Ε αυξάνουν την τιμή των μετοχών).

Επιπρόσθετα παρατηρούμε ότι οι δυο μεγαλύτερες τιμές των AAR εμφανίζονται μια ημέρα πριν την ανακοίνωση και την ημέρα της ανακοίνωσης ενώ κατά την περίοδο των δέκα ημερών μετά την επίσημη ανακοίνωση όλες οι AAR είναι μικρές και αρνητικές.

Όσον αφορά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις βλέπουμε από τον πίνακα ότι αυξάνονται από την ημέρα -15 φτάνοντας στην υψηλότερη τιμή τους την ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης 0 και αρχίζουν να μειώνονται από την 6<sup>η</sup> μέρα μετά την επίσημη ανακοίνωση μέχρι το τέλος της περιόδου. Κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής (+6, +10) η CAAR είναι αρνητική και κατά τη διάρκεια όλης της εξεταζόμενης περιόδου οι CAAR είναι στατιστικά ασήμαντοι.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ, ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ  
ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  
t(AR) ΚΑΙ t(CAR) ΓΙΑ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ 13 ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ-Σ&Ε ΠΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΜΕ  
ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ, ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ t=-15 ΕΩΣ ΚΑΙ t=  
+10

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ARt ΜΕΣΟΣ	CARt	t(AR)	t(CAR)
-15	13	-0,56%	-0,56%	<b>-0,629</b>	-0,123
-14	13	1,32%	0,76%	<b>1,481</b>	0,167
-13	13	0,52%	1,28%	<b>0,585</b>	0,282
-12	13	0,55%	1,83%	<b>0,618</b>	0,403
-11	13	-0,40%	1,43%	<b>-0,448</b>	0,315
-10	13	0,51%	1,94%	<b>0,573</b>	0,427
-9	13	-0,59%	1,36%	<b>-0,656</b>	0,299
-8	13	0,52%	1,88%	<b>0,583</b>	0,413
-7	13	-0,34%	1,54%	<b>-0,379</b>	0,339
-6	13	-0,11%	1,44%	<b>-0,119</b>	0,315
-5	13	-0,46%	0,97%	<b>-0,517</b>	0,214
-4	13	-0,95%	0,02%	<b>-1,064</b>	0,005
-3	13	0,26%	0,28%	<b>0,289</b>	0,062
-2	13	-0,08%	0,20%	<b>-0,095</b>	0,044
-1	13	0,22%	0,42%	<b>0,251</b>	0,093
<b>0</b>	13	0,36%	0,78%	<b>0,401</b>	0,171
1	13	1,69%	2,47%	<b>1,898 *</b>	0,544
2	13	1,52%	3,99%	<b>1,705 *</b>	0,878
3	13	0,67%	4,66%	<b>0,751</b>	1,025
4	13	0,90%	5,57%	<b>1,011</b>	1,224
5	13	0,68%	6,25%	<b>0,762</b>	1,373
6	13	0,19%	6,43%	<b>0,208</b>	1,414
7	13	0,74%	7,17%	<b>0,830</b>	1,577
8	13	2,43%	9,60%	<b>2,722 ***</b>	2,111
9	13	-1,40%	8,21%	<b>-1,565</b>	1,804
10	13	0,52%	8,73%	<b>0,582</b>	1,918

Παρακολουθώντας τον πίνακα 8 μπορεί να δει κανείς ότι οι μετοχές των 13 εταιρειών επενδυτής που πραγματοποιούν Σ&Ε με καταβολή μετρητών πραγματοποιούν μέσες έκτακτες αποδόσεις 0,36% στατιστικά ασήμαντες την ημέρα 0. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε δεν επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών αυτών των εταιρειών. Επίσης βλέπουμε από τον πίνακα ότι οι μετοχές αυτών των εταιρειών εμφανίζουν θετικές και ταυτόχρονα στατιστικά σημαντικές AAR τις ημέρες +1, +2 και +8 με  $t(AAR)$  1,898, 1,705 και 2,722 αντίστοιχα. Ειδικότερα, συγκριτικά με τις AAR των μετοχών των εταιρειών επενδυτής που πραγματοποίησαν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών, κατά την περίοδο (-10, -2) οι AAR αυτών των εταιρειών (με καταβολή μετρητών) είναι μεγαλύτερες. Κατά τις δυο μέρες -1, 0 οι μέσες έκτακτες αποδόσεις του πίνακα 7 είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες του πίνακα 8 και κατά την περίοδο (+1, +10) οι AAR του πίνακα 8 είναι θετικές και μεγαλύτερες από αυτές του πίνακα 7 (οι οποίες είναι αρνητικές).

Τέλος παρατηρώντας τις CAAR του πίνακα 8 υπάρχει μια αυξομειωτική τάση η οποία ξεκινά από την αρχή της περιόδου αυξανόμενη, συνεχίζοντας μειούμενη κατά την περίοδο (-7, 0) και τελειώνοντας αυξανόμενη κατά την περίοδο (+1, +10). Τις τρεις μέρες +8, +9, +10 μετά την πρώτη επίσημη ανακοίνωση οι CAAR παρουσιάζονται θετικές, αρκετά υψηλές και στατιστικά σημαντικές (σε επίπεδο 1%, 10% και 10% αντίστοιχα).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η έρευνα που πραγματοποιήθηκε στην παρούσα εργασία είχε ως σκοπό τον εντοπισμό της επίδρασης 56 συγχωνεύσεων και εξαγορών, την περίοδο 2000-2006, στην τιμή των μετοχών των εταιρειών καθώς και στις έκτακτες αποδόσεις τους ύστερα από μια ανακοίνωση Σ&Ε. Οι εταιρείες αυτές χωρίστηκαν σε 6 επιμέρους υποδείγματα. Στο πρώτο που αποτελούνταν από 56 ζεύγη εταιρειών στόχο, στο δεύτερο από 56 ζεύγη εταιρειών επενδυτή, στο τρίτο από 36 ζεύγη εταιρειών στόχο που πραγματοποίησαν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών, στο τέταρτο από 13 ζεύγη εταιρειών στόχο που πραγματοποίησαν Σ&Ε με καταβολή μετρητών, στο πέμπτο από 36 ζεύγη εταιρειών επενδυτής που πραγματοποίησαν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών και τέλος στο έκτο που αποτελούνταν από 13 ζεύγη εταιρειών επενδυτή και πραγματοποίησαν Σ&Ε με καταβολή μετρητών.

Επίσης αναφερθήκαμε στα είδη των Σ&Ε στην Ελλάδα, στα κίνητρα Σ&Ε, στις συνέπειες τους, στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους, στο θεσμικό πλαίσιο των Σ&Ε στην Ελλάδα, κάναμε μια ιστορική ανασκόπηση τους κατά την οποία εμφανίζονταν πέντε κύματα ξεκινώντας από την δεκαετία του 1890 και τέλος παρουσιάσαμε μια σύνοψη της βιβλιογραφίας παλαιότερων άρθρων που πραγματεύονται το θέμα των Σ&Ε.

Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης, προσπαθήσαμε να δούμε αν δημιουργούνται έκτακτες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα θέλαμε να δούμε αν δημιουργούνται θετικές ή αρνητικές έκτακτες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες και για τις εταιρείες στόχους όπως επίσης και κατά πόσο ο τύπος της πληρωμής (καταβολή μετρητών ή ανταλλαγή μετοχών) επηρεάζει αυτές τις αποδόσεις, ώστε να μπορούμε να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα μας με αυτά των ακαδημαϊκών ερευνητών.

Τα αποτελέσματα μας έδειξαν ότι οι Σ&Ε επηρεάζουν την τιμή των μετοχών για τις 56 εταιρείες στόχο, οι οποίες εμφάνισαν AAR 1,83% στατιστικά σημαντικό την ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης. Πιο συγκεκριμένα, οι 36 εταιρείες στόχος που πραγματοποίησαν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών εμφάνισαν μεγαλύτερη AAR (2,34%

στατιστικά σημαντικό) από τις 13 εταιρείες στόχο που πραγματοποίησαν Σ&Ε με καταβολή μετρητών (1,61% στατιστικά ασήμαντο) την ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης, παρόλο που οι έκτακτες αποδόσεις των εταιρειών στόχων κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης είναι μεγαλύτερες σε αυτές με μετρητά από ότι σε αυτές με μετοχές.

Επίσης, οι Σ&Ε δεν έχουν καμμία επίδραση πάνω στην τιμή των μετοχών των 56 εταιρειών επενδυτής, οι οποίες εμφάνισαν AAR 0,57% στατιστικά ασήμαντο την ημέρα  $t=0$ . Πιο συγκεκριμένα, οι 36 εταιρείες επενδυτής που πραγματοποίησαν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών εμφάνισαν AAR 0,81% στατιστικά ασήμαντο την ημέρα  $t=0$  και οι 13 εταιρείες επενδυτής που πραγματοποίησαν Σ&Ε με καταβολή μετρητών εμφάνισαν AAR 0,36% στατιστικά ασήμαντο. Οι έκτακτες αποδόσεις των τελευταίων ήταν μεγαλύτερες από τις έκτακτες αποδόσεις των εταιρειών επενδυτής με ανταλλαγή μετοχών κατά τις περιόδους (-10, -2) και (+1, +10). Την ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης οι AAR των εταιρειών στόχων είτε με καταβολή μετρητών είτε με ανταλλαγή μετοχών εμφανίζονται μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των εταιρειών επενδυτής, κάτι το οποίο μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλοι κερδισμένοι των Σ&Ε είναι οι εταιρείες στόχος.

Επιπλέον, υπολογίσαμε CAAR με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης για τις εταιρείες στόχο την περίοδο (-15,+10) 4,28%. Συμπεράναμε λοιπόν ότι τα κέρδη για τις εταιρείες στόχους είναι μεγαλύτερα από αυτά των αντίστοιχων 56 εταιρειών επενδυτής, οι οποίες εμφάνισαν CAAR 0,21% την περίοδο (-15, +10) και οι υψηλότερες δημιουργήθηκαν κυρίως μετά την ημέρα 0. Ένα σημαντικό συμπέρασμα είναι ακόμη ότι οι CAAR για τις εταιρείες στόχους που πραγματοποιούν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών και με καταβολή μετρητών είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των εταιρειών επενδυτής που πραγματοποιούν Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών και με καταβολή μετρητών, με τα μεγαλύτερα κέρδη να παρουσιάζονται στις 13 εταιρείες στόχους που πραγματοποίησαν Σ&Ε με καταβολή μετρητών (εμφανίστηκαν κάποια CAAR στατιστικά σημαντικά σε αντίθεση με τα CAAR στην ανταλλαγή μετοχών όπου όλα είναι στατιστικά ασήμαντα). Λόγω του ότι οι περισσότερες εξεταζόμενες Σ&Ε είναι φιλικές και δεν υπάρχουν πολλαπλοί ανταγωνιστές, άρα ο ανταγωνισμός είναι μικρότερος, τα κέρδη των εταιρειών στόχων δεν είναι τόσο μεγάλα όσο αυτά που αναφέρουν οι διεθνείς επενδυτές.

Συνοψίζοντας, τα παραπάνω αποτελέσματα της έρευνας μας μας δείχνουν ότι οι μεγάλοι κερδισμένοι των Σ&Ε είναι οι εξαγοραζόμενες εταιρείες χωρίς απαραίτητα

οι εξαγοραστές να είναι οι μεγάλοι χαμένοι όπως επίσης και ότι οι περισσότερες Σ&Ε είναι επιτυχημένες γιατί δημιουργούν κέρδη όχι μόνο για τις εταιρείες στόχους αλλά και για τις εταιρείες επενδυτές παρόλο που είναι μικρότερα. Αυτό το φαινόμενο πιθανόν να οφείλεται στην μη αποτελεσματικότητα της ελληνικής αγοράς.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΙΑ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Agrawal A. and Jaffe J. (2000). The post-merger performance puzzle. In A.Gregory and C.Cooper, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Amsterdam: JAI Press, 7-52
- Andrade G., Mitchell M.L. and Stafford E.(2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15,103-120
- Asquith, Paul, 1983, “Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns,” *Journal of Financial Economics*, 11: 51-83.
- Faccio M., McConnell J. and Stolin D.(2004).Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming
- Franks J., Harris R and Mayer C.(1988). Means of Payment in Take-over :Results for the United Kingdom and the United States in Alan Auerbach, editor, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, NBER Chicago, University of Chicago Press
- Franks J., Harris R. and Titman S.(1991). The Postmerger Share Price Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics* 29,81-96
- Goergen M. and Renneboog L.(2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross Border Takeover Bids. *European Financial Management* 10,9-45
- Gregory, Alan, 1997, “An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 24: 971-1002.
- Hay A. and Liu G.S. (1998). When do Firms go in for Growth by Acquisitions, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 60, published by Blackwell Publishers, 143-164
- Huang Y. and Walkling R.A. (1987). Target Abnormal Returns associated with Acquisition Announcements Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics* 19,329-349
- Langetieg, Terence C., 1978, “An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger,” *Journal of Financial Economics*, 6: 365-383.

- Limmack, R.J. 1991, "Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986," *Accounting and Business Research*, 21: 239-251.
- Loderer, Claudio and Kenneth Martin, 1992, "Postacquisition Performance of Acquiring Firms," *Financial Management*, 21(3): 69-79.
- Magenheim, Ellen B. and Dennis C. Mueller, 1988, "Are Acquiring-Firm Shareholders Better off after an Acquisition," in John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman, editors, *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York: Oxford University Press.
- Mahate A., Sudarsanam S. and Freeman A.(2001).Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: the UK Evidence, paper presented to the Annual Meeting of the European Financial Management Association, Lugano, Switzerland, June 27-30.
- Malatesta, Paul H., 1983, "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 11: 155-181.
- Mandelker, Gershon, 1974, "Risk and Return: The Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 1: 303-335.
- Martynova M. and Renneboog L.(2006).Mergers and Acquisitions in Europe:The Fifth Takeover Wave in L. Renneboog and J.Grazell, *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam:Elsevier, forthcoming
- Mitchell, Mark L. and Erik Stafford, 1998, "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance," working paper, Harvard Business School.
- Moeller S., Schlingemann F. and Stulz R.(2004).Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73,201-228
- Rau P.R. and Vermaelen T.(1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring Firms. *Journal of Financial Economics* 49, 223-253
- Shelton L.M. (2000). Merger market dynamics: insights into behaviour of target and bidder firms. *Journal of Economic Behavior & Organization* 41,363-3

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΕΕ, ΗΠΑ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ

Βασικές αρχές δικαίου του ανταγωνισμού για Σ&Ε στην ΕΕ και ΗΠΑ

#### Ευρωπαϊκή Ένωση

Ο έλεγχος συγχωνεύσεων προστέθηκε σχετικά αργά στην νομοθεσία Πολιτικής Ανταγωνισμού της ΕΕ. Έτσι ενώ ο έλεγχος συμπαιγνιών και καταχρηστικής εκμετάλλευσης "δεσπόζουσας θέσης" χρονολογείται από το 1957, μόνο το 1989 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατάφερε να πείσει τα κράτη μέλη να υιοθετήσουν τη Ρύθμιση για τον Έλεγχο Συγχωνεύσεων. Η αναμόρφωση του 1997 έγινε για να εκσυγχρονιστεί η ρύθμιση εν αναμονή του κύματος συγχωνεύσεων που θα δημιουργούσε η είσοδος του ευρώ και η νομισματική ενοποίηση. Επίσης με την αναμόρφωση του 1997 η ΕΕ άλλαξε τους όρους που πρέπει να πληρούνται για να είναι η Επιτροπή αρμόδια για μια συγχώνευση, κάνοντας στόχο συγχωνεύσεις με Ευρωπαϊκή διάσταση.

Μέχρι πρόσφατα, η έμφαση στην Ευρωπαϊκή ρύθμιση συγχωνεύσεων δινόταν στην έννοια της «κυρίαρχης ή δεσπόζουσας επιχείρησης» (dominant market position). Σύμφωνα με τη ρύθμιση, ο ουσιώδης έλεγχος στην περίπτωση ελέγχου συγχωνεύσεων είναι ο εξής :

«Μια συγχώνευση η οποία δημιουργεί ή ενδυναμώνει μια κυρίαρχη θέση με αποτέλεσμα να εμποδίσει τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή αγορά ή σε ένα σημαντικό τμήμα της θα θεωρηθεί μη συμβατή με την κοινή αγορά».

Κατά πόσο μια συγχώνευση δημιουργεί ή ενδυναμώνει μια κυρίαρχη θέση μπορεί να αξιολογηθεί μόνο σε σχέση με κάποια αγορά προϊόντος και γεωγραφική αγορά, οπότε η διαδικασία ορισμού αυτών έχει πάρει κεντρικό ρόλο στον έλεγχο συγχωνεύσεων. Βασικοί παράγοντες που εξετάζονται στην αξιολόγηση του κατά πόσο μια συγχώνευση ή εξαγορά δημιουργεί κυρίαρχη θέση περιλαμβάνουν:

- Τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται
- Τα μερίδια αγοράς των άλλων επιχειρήσεων (και έμμεσα το βαθμό συγκέντρωσης)
- Το δυνητικό ανταγωνισμό και τα εμπόδια εισόδου

### ΗΠΑ

Ο έλεγχος Σ&Ε στις ΗΠΑ ξεκινά με το Clayton Act-Section 7 το οποίο αναμορφώθηκε και ισχυροποιήθηκε από το Celler-Kefauver Act και απαγορεύει συγχωνεύσεις οι οποίες μειώνουν σημαντικά τον ανταγωνισμό. Ένας αριθμός Σ&Ε απαγορεύθηκε μετά το Celler-Kefauver Act συμπεριλαμβανομένων της συγχώνευσης μεταξύ τραπεζών στη Φιλαδέλφεια με λιγότερο από 40% μερίδιο το 1963 και της συγχώνευσης μεταξύ επιχειρήσεων super market στο Los Angeles με μερίδιο μόνο 7,5% το 1966.

Πιο πρόσφατα με τις Οδηγίες για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές του 1984,1992 και 1997, αναγνωρίζεται για πρώτη φορά η σημασία των δυνητικών ωφελειών στην αποτελεσματικότητα ως στοιχείο «άμυνας» (absolute defense)- τυπικά το στοιχείο αυτό ενσωματώθηκε τελικά το 1997- όπως και η λοιπή μεθοδολογία αξιολόγησης συγχωνεύσεων, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων που υπάρχει έντονη καινοτομική δραστηριότητα.

### Δίκαιο ανταγωνισμού για Σ&Ε στην Ελλάδα

Ο νόμος 703/1977 και οι τροποποιήσεις του αποτελεί τη νομοθετική βάση για τον έλεγχο Σ&Ε στην Ελλάδα. Η είσοδος της Ελλάδας στην ΕΕ αλλά και ο αυξημένος διεθνής ανταγωνισμός που είχαν να αντιμετωπίσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις, αποτέλεσαν τα βασικά κίνητρα για τη θέσπιση αυτού του Νόμου που αφορά τις Σ&Ε.

Κάτω από αυτό το πλαίσιο, ο Νομοθέτης έκρινε ότι κάθε φύσεως Συγκεντρώσεις αποτελούσαν αναγκαία προϋπόθεση για την αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων, τη δημιουργία των οικονομιών κλίμακας και κατ'επέκταση τη δημιουργία ισχυρών ελληνικών επιχειρήσεων για την αντιμετώπιση του διεθνούς

ανταγωνισμού. Έτσι οι συγκεντρώσεις δεν θεωρούνταν γενικά ότι δημιουργούν σημαντικά προβλήματα στον ανταγωνισμό σε αντίθεση με τις πρακτικές που υποδεικνύουν «Κατάχρηση Δεσπόζουσας Θέσης». Η πολιτική αυτή προϋπήρχε στην Ελλάδα και πριν την εισαγωγή του ν.703/1977. Ο νόμοι 4002/1959 και 1928/1972 βοηθούσαν στην ισχυροποίηση των ελληνικών επιχειρήσεων μειώνοντας τη φορολογία της συγχωνευμένης επιχείρησης.

Το 1991 έχουμε την εισαγωγή δύο τροποποιήσεων του αρχικού νόμου, οι οποίες προσδιορίζουν τα «κατώφλια» (Notification Thresholds) για τη γνωστοποίηση των συγκεντρώσεων στην Επιτροπή Ανταγωνισμού και παράλληλα ο έλεγχος εκείνων των συγκεντρώσεων οι οποίες μπορούσαν να ισχυροποιήσουν τη δύναμη των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στην ελληνική αγορά και έτσι να μειώσουν τον ανταγωνισμό στον κλάδο τον οποίο λειτουργούσαν.

Τα βασικά κριτήρια για τη γνωστοποίηση και τον έλεγχο των συγκεντρώσεων ήταν και συνεχίζουν να είναι το μερίδιο αγοράς των προϊόντων και υπηρεσιών στα οποία η συγκέντρωση αναφέρεται και ο συνολικός τζίρος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στην υπό συζήτηση συγκέντρωση. Με βάση αυτά εάν το συνολικό μερίδιο ξεπερνούσε το 10% στην συγκεκριμένη αγορά προϊόντος ή ο συνολικός τζίρος ξεπερνούσε τα 10 εκ. ευρώ, τότε οι επιχειρήσεις είχαν την υποχρέωση να γνωστοποιήσουν τη συγκέντρωση στην Επιτροπή Ανταγωνισμού μέχρι και 30 ημέρες από την πραγματοποίηση της τελευταίας. Παράλληλα αν το συνολικό μερίδιο αγοράς ξεπερνούσε το 35% και ο συνολικός τζίρος τα 75 εκατ. ευρώ, τότε αυτές οι υποθέσεις έπρεπε να υπαχθούν στο καθεστώς ελέγχου για περαιτέρω ανάλυση των τυχών επιπτώσεων που μπορεί να είχαν στις συγκεκριμένες αγορές προϊόντων.

Η τροποποίηση 2000/1991 απλά μειώνει τα κατώφλια στο καθεστώς ελέγχου συγκεντρώσεων από 35% σε 30% για το μερίδιο αγοράς και από 75 σε 65 εκ. ευρώ για το συνολικό τζίρο. Παρόμοιες είναι και τροποποιήσεις οι οποίες εισάγονται από το 1995 και μετά με τη μόνη διαφορά ότι νομοθετούνται δυο βασικές αλλαγές οι οποίες δεν υπήρχαν τα προηγούμενα χρόνια.

Η πρώτη αλλαγή εμφανίζεται με την τροποποίηση του ν.2296/1995. Με βάση το άρθρο 4β οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιούν τη συγκέντρωση πριν την πραγματοποίηση της μέσα σε 10 εργάσιμες ημέρες από τη σύναψη της αρχικής συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή της ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής που εξασφαλίζει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, εάν το συνολικό μερίδιο αγοράς ξεπερνάει το 25% ή ο συνολικός κύκλος εργασιών

ξεπερνάει τα 50 εκ. ευρώ και ταυτόχρονα ο κύκλος εργασιών δύο τουλάχιστον από τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ξεπερνάει τα 5 εκ. ευρώ. Με βάση το άρθρο 4<sup>α</sup> για χαμηλότερα μερίδια αγοράς και συνολικούς τζίρους συνεχίζει να ισχύει αυτό που προϋπήρχε τα προηγούμενα χρόνια δηλαδή η απλή γνωστοποίηση.

Η παραπάνω τροποποίηση οριοθέτησε το πλαίσιο για την αντιμετώπιση των συγκεντρώσεων στην Ελλάδα. Ο νόμος εστιάζεται στο μέγεθος των επιχειρήσεων και στο κατά πόσο αυτό μπορεί να έχει ουσιαστικό ρόλο στη μείωση του ελεύθερου ανταγωνισμού. Επιπλέον ο ορισμός της συγκέντρωσης εμπλουτίζεται σε σχέση με αυτόν του ν.703/1997. Ο έλεγχος συγκεντρώσεων αναφέρεται σε συγκέντρωση κάθε μορφής επιχειρήσεων, δηλαδή είτε ΑΕ είτε ΕΠΕ είτε Ατομικών Επιχειρήσεων. Συγκέντρωση επίσης συνιστά και η απόκτηση ελέγχου από ένα φυσικό πρόσωπο, εφόσον αυτό ελέγχει ήδη τουλάχιστον μια άλλη επιχείρηση.

Παράλληλα, από το 1995 και μετά, ο έλεγχος συγκεντρώσεων αποτελεί μια διαδικασία που είναι δυνατόν να διέλθει από δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο, η Επιτροπή Ανταγωνισμού αποφασίζει αν η υπό εξέταση συγκέντρωση περιορίζει τον ανταγωνισμό ή όχι και η απόφαση της γίνεται γνωστή μετά από δύο μήνες από τη γνωστοποίηση της συγκέντρωσης. Σε ένα δεύτερο στάδιο, οι Υπουργοί Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης, έχουν το δικαίωμα να επιτρέψουν μια συγκεκριμένη συγκέντρωση που έχει ήδη απαγορευτεί από την Επιτροπή προς όφελος του εθνικού συμφέροντος. Με το δεύτερο στάδιο ελέγχου εισάγονται εξω-ανταγωνιστικά κριτήρια κατά την εξέταση των Σ&Ε.

Σε συνδυασμό με τα παραπάνω, η τροποποίηση του ν.2741/1999 αυξάνει τα κατώφλια τόσο για την ομάδα των επιχειρήσεων με βάση το άρθρο 4α όσο και για τις επιχειρήσεις με βάση το άρθρο 4β. Για τις πρώτες το κατώφλι του συνολικού μεριδίου αγοράς των προϊόντων ή υπηρεσιών παραμένει το ίδιο ενώ αυξάνεται το κατώφλι του συνολικού τζίρου από 10 σε 15 εκ. ευρώ. Όσον αφορά τις δεύτερες το κριτήριο του συνολικού μεριδίου αγοράς παραμένει και σε αυτές το ίδιο ενώ ο συνολικός τζίρος αυξάνεται από 50 σε 75 εκ. ευρώ και τουλάχιστον δύο από τις επιχειρήσεις της υπό εξέτασης συγχώνευσης έχουν κάθε μια στην εθνική αγορά τζίρο 7 εκ. ευρώ αντί των 5 εκ. ευρώ που ίσχυε.

Τέλος, η τροποποίηση του ν.2837/2000 εισάγει τη δεύτερη ουσιαστική αλλαγή μετά το νόμο του 1995. Καταρχήν, καταργείται η υποχρέωση απλής γνωστοποίησης για τις επιχειρήσεις που υπάγονται στο άρθρο 4α, ενώ παράλληλα

αυξάνονται τα κατώφλια του κύκλου εργασιών και του μεριδίου της αγοράς για την υποχρέωση προηγούμενης γνωστοποίησης. Ειδικότερα υποχρέωση σε προηγούμενη γνωστοποίηση της συγκέντρωσης και συνακόλουθα υποχρέωση μη πραγματοποίησης της συγκέντρωσης μέχρι τη σχετική έγκριση της υπέχουν οι επιχειρήσεις όταν α) με τη συγκέντρωση αποκτάται μερίδιο αγοράς τουλάχιστον 35% ή β) ο συνολικός κύκλος εργασιών των συμμετεχουσών στη συγχώνευση επιχειρήσεων στην εθνική αγορά δεν υπολείπεται των 150 εκ. ευρώ και δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν κάθε μια χωριστά κύκλο εργασιών άνω των 15 εκ. ευρώ. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν συνολικό μερίδιο αγοράς χαμηλότερο του 35% και ο συνολικός κύκλος εργασιών είναι μικρότερος των 150 εκ. ευρώ δεν είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιήσουν τη συγχώνευση στην Επιτροπή Ανταγωνισμού. Η τελευταία τροποποίηση με την οποία η Επιτροπή Ανταγωνισμού προσπάθησε να μειώσει τον όγκο των υπό εξέταση υποθέσεων αποτελεί και τη σημερινή θέση της Επιτροπής σε σχέση με τον έλεγχο συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα.

Όσον αφορά στη Διαδικασία Ουσιώδους Ελέγχου των συγχωνεύσεων που εξετάζονται από την Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού αυτή ακολουθεί από το 1995 σε μεγάλο βαθμό την διαδικασία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αν και σύμφωνα με το άρθρο 4 του ν.703 σχετικά με συγκεντρώσεις, η Επιτροπή πρέπει να αξιολογήσει κατά πόσο υπάρχει «σημαντικός περιορισμός του ανταγωνισμού ιδίως με τη δημιουργία ή ενδυνάμωση μιας δεσπόζουσας θέσης» σε σχέση με κάποια αγορά προϊόντος και γεωγραφική αγορά.

#### ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε τις επιπτώσεις των Σ&Ε στις τιμές-κρατώντας σταθερές όλες τις άλλες παραμέτρους, υποθέτοντας ότι στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις παράγουν ομοιογενή προϊόντα θα υπάρχουν γενικά κάποιοι άλλοι παράγοντες που δημιουργούν κίνητρο για τις συγχωνεύσεις. Υπάρχουν δυο τρόποι με τους οποίους προκαλούνται αυξήσεις τιμών, μέσω μιας συγχώνευσης: οι επιδράσεις στη δυνατότητα συντονισμού των επιχειρήσεων και μέσω αυτών στις τιμές και οι μονομερείς επιδράσεις στις τιμές.

## Εμπειρικές εκτιμήσεις των επιδράσεων στις τιμές

Είναι πολύ σημαντικό ότι τις τελευταίες δυο δεκαετίες έχουν αναπτυχθεί αξιόπιστες εμπειρικές προσεγγίσεις για την εκτίμηση ελαστικοτήτων και σταυροειδών ελαστικοτήτων συστημάτων ζήτησης. Οι πιθανές μονομερείς επιδράσεις των συγχωνεύσεων μπορούν αξιόπιστα να υπολογιστούν κάνοντας χρήση αυτών των εκτιμήσεων. Επιπλέον αν και σε πολλές περιπτώσεις δεν θα υπάρχουν δεδομένα για όλες τις επιχειρήσεις στην αγορά, η χρήση δεδομένων για τιμές και ποσότητες για τις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται μπορεί να επαρκούν για να υπολογιστεί η επίδραση της συγχώνευσης στο επίπεδο των τιμών στην αγορά. Οι τεχνικές αυτές έχουν γίνει αποδεκτές για χρήση στις ΗΠΑ και από το Office of Fair Trading της Μ. Βρετανίας.

Καταλήγοντας, μπορούμε να πούμε ότι οι μονομερείς επιδράσεις των συγχωνεύσεων στις τιμές είναι καλά ορισμένες από την οικονομική θεωρία και υπάρχουν αξιόπιστες οικονομετρικές μέθοδοι για την εκτίμηση αυτών των επιδράσεων.

### i. Επιδράσεις στον συντονισμό των επιχειρήσεων

Μια συγχώνευση μπορεί να διευκολύνει τη συνεργασιακή συμπεριφορά μεταξύ των επιχειρήσεων σε μια αγορά. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές αυξήσεις στις τιμές. Βάσει θεωρητικής ανάλυσης είναι αδύνατο να καθορίσουμε κατά πόσο μια συμπαιγνία πραγματικά λαμβάνει χώρα σε μια αγορά. Και ενώ ιστορικά στοιχεία μπορούν να μας βοηθήσουν να καθορίσουμε κατά πόσο μια συμπαιγνία έλαβε χώρα στο παρελθόν, η αξία τους είναι περιορισμένη στην εκτίμηση του κατά πόσο θα λάβει χώρα στο μέλλον-ιδιαίτερα αν στο μεταξύ υπάρχει μια συγχώνευση.

Μια συγχώνευση συχνά επηρεάζει πολλούς από τους παράγοντες που είναι σχετικοί με το πόσο διατηρήσιμη είναι η συμπαιγνία και συχνά τους επηρεάζει με τρόπο τέτοιο που αντισταθμίζει ο ένας τον άλλον. Για παράδειγμα, μια συγχώνευση μειώνει τον αριθμό των συμμετεχόντων, που τείνει να διευκολύνει τη διατηρησιμότητα συμπαιγνίας, αλλά συχνά μπορεί να αυξήσει την ασυμμετρία μεταξύ των επιχειρήσεων που παραμένουν στην αγορά που τείνει να έχει το αντίθετο αποτέλεσμα. Μια μοντελοποίηση μέσω ενός οικονομικού υποδείγματος των δυο αυτών παραγόντων προσφέρει ένα αναλυτικό πλαίσιο για την εξέταση του πως



επηρεάζονται οι δυνατότητες και τα κίνητρα τιμωρίας από παρεκκλίσεις και πως αυτές επηρεάζονται από τη συγχώνευση.

Ένα παράδειγμα ίσως βοηθήσει να διευκρινιστεί το ζήτημα. Στις αρχές του 1992 η Nestle έκανε προσφορά για την Perrier SA, την μεγαλύτερη Ευρωπαϊκή εταιρεία μεταλλικού νερού. Τα μερίδια πριν την συγχώνευση ήταν: Perrier- 35,9%, BSN-23%, Nestle-17,1%, άλλοι-24%. Με τη συγχώνευση η νέα Nestle-Perrier θα είχε 53% της αγοράς με τη δεύτερη εταιρεία να κατέχει 23%. Αντιλαμβανόμενη την πιθανή αρνητική αντίδραση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Nestle πρότεινε να μεταφέρει στην ανταγωνίστρια (BSN) μια από τις πηγές νερού (Volvic) της Nestle/Perrier. Με τη μεταφορά αυτή μετά την συγχώνευση τα μερίδια θα ήταν Nestle/Perrier-38%, BSN-38% και άλλοι 24%.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επέτρεψε τη συγχώνευση θεωρώντας ότι ήταν πιο πιθανό να υπάρχουν αρνητικές επιδράσεις από μια συγχώνευση που οδηγεί σε αγορά με μια επιχείρηση με 53% από ότι με ένα δυοπώλιο με 38% της αγοράς στην κάθε επιχείρηση. Όμως αυτό δεν είναι καθόλου προφανές. Στην περίπτωση του δυοπωλίου με συμμετρικά μερίδια, η πιθανότητα διατηρησιμότητας συμπαιγνίας είναι πολύ μεγαλύτερη. Άρα ενώ το μέγεθος των μονομερών αυξήσεων των τιμών θα ήταν μεγαλύτερο στην περίπτωση που η Nestle/Perrier κατέληγε με 53%, οι πιθανές αυξήσεις στις τιμές λόγω της διευκόλυνσης συμπαιγνίας μεταξύ Nestle και BSN είναι πολύ μεγαλύτερες στην περίπτωση του συμμετρικού δυοπωλίου.

## ii. Ανάλυση μονομερών επιδράσεων

Οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στη συγχώνευση έχουν κίνητρο μετά τη συγχώνευση, αν παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα, να αυξήσουν τις τιμές τους- με δεδομένες τις τιμές των ανταγωνιστών τους. Με ομοιογενή προϊόντα, αν και οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στη συγχώνευση έχουν κίνητρο μετά από αυτήν να μειώσουν την παραγωγή τους και αυτό τείνει να αυξήσει την τιμή στην αγορά, η αύξηση αυτή μετριάζεται από το γεγονός ότι οι ανταγωνίστριες επιχειρήσεις αυξάνουν την παραγωγή τους.

Με ομοιογενή προϊόντα, η επίδραση των Σ&Ε στην τιμή της αγοράς μπορεί να εξετασθεί μέσω της επίδρασης της συγχώνευσης στον βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς. Όσο μεγαλύτερη η αλλαγή στο βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς λόγω της Σ&Ε, τόσο μεγαλύτερη η αύξηση της τιμής στην αγορά, με δεδομένο το οριακό

κόστος. Η αλλαγή στο βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς θα είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερα είναι τα μερίδια των επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν- αυτό εξηγεί και το γεγονός ότι όλες οι αρχές παρούσας αξίας δίνουν μεγάλη έμφαση στα μερίδια, όταν εξετάζουν τις επιπτώσεις μιας συγχώνευσης. Επίσης ο αρχικός βαθμός συγκέντρωσης στην αγορά είναι σημαντικός. Όταν ο αρχικός βαθμός συγκέντρωσης είναι πολύ μικρός η τιμή είναι πολύ κοντά στο οριακό κόστος και δεν είναι πιθανό ότι μια συγχώνευση σε αυτήν την αγορά μπορεί να προκαλέσει ανησυχία με την αλλαγή στο βαθμό συγκέντρωσης που θα προκαλέσει. Εναλλακτικά μπορούμε να πούμε ότι όταν ο αρχικός βαθμός συγκέντρωσης είναι πολύ μικρός, το μερίδιο κάθε επιχείρησης θα είναι πολύ μικρό και μια συγχώνευση μεταξύ δυο επιχειρήσεων δεν θα προκαλέσει σημαντική αλλαγή στο βαθμό συγκέντρωσης. Υπάρχουν δυο βασικά προβλήματα με αυτήν την προσέγγιση:

Πρώτον, με ομοιογενή προϊόντα για να είναι μια συγχώνευση επιθυμητή, είναι πολύ πιθανό ότι θα υπάρχουν σημαντικές επιδράσεις στην αποτελεσματικότητα. Επομένως για να εκτιμηθούν οι συνέπειες της συγκέντρωσης στη διαφορά μεταξύ τιμής και οριακού κόστους πρέπει να εξετασθεί η επίδραση στο κόστος για να μην οδηγηθούμε σε λανθασμένα αποτελέσματα.

Δεύτερον, όταν τα προϊόντα είναι διαφοροποιημένα, ή υπάρχουν περιορισμοί στο παραγωγικό δυναμικό των επιχειρήσεων, τα μερίδια αγοράς και οι αλλαγές στο βαθμό συγκέντρωσης μπορεί να μη δίνουν καλή εικόνα των δυνατοτήτων για μονομερείς αυξήσεις στις τιμές. Γενικότερα λοιπόν, για να εκτιμηθεί η δυνατότητα σημαντικών μονομερών αυξήσεων στις τιμές, είναι ιδιαίτερα χρήσιμο να λαμβάνονται υπόψη οι ακόλουθοι παράγοντες:

- Όταν οι επιχειρήσεις έχουν περιορισμούς στο παραγωγικό δυναμικό τους είναι πιθανό ότι ένας σημαντικός αριθμός των πελατών των επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν δε θα μπορέσει να βρει εναλλακτικές πηγές προσφοράς όταν αυτές αυξήσουν τις τιμές τους, για παράδειγμα αν οι ανταγωνιστές αντιμετωπίζουν δεσμευτικούς περιορισμούς στην παραγωγική τους δυνατότητα. Σε αυτήν την περίπτωση, οι συγχωνευθείσες επιχειρήσεις μπορεί να κρίνουν επικερδή μια σημαντική μονομερή αύξηση των τιμών τους. Παρόμοια αποτελέσματα προκύπτουν όταν το οριακό κόστος των επιχειρήσεων αυξάνεται με την παραγωγή τους, κάτι που μειώνει τη δυνατότητα σημαντικής αύξησης της

παραγωγής των επιχειρήσεων που δεν συμμετέχουν στη συγχώνευση μετά τη συγχώνευση.

- Στις περισσότερες αγορές τα προϊόντα είναι διαφοροποιημένα έτσι ώστε αυτά που πωλούνται από τις διαφορετικές επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην αγορά δεν είναι τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους. Το κίνητρο για αύξηση της τιμής ενός από τα προϊόντα των επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν ή εξαγοράστηκαν είναι μεγαλύτερο όσο μεγαλύτερη η μετακύλιση πελατείας (λόγω αύξησης της τιμής) από αυτό στο άλλο προϊόν, δηλαδή όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής εκτροπής (diversion ratio). Οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων επίσης θα αυξηθούν: η αύξηση τιμών από τις συγχωνευθείσες επιχειρήσεις θα οδηγήσει σε αυξήσεις στις τιμές όλων των προϊόντων που βρίσκονται στην ίδια αγορά.
- Ο βαθμός στον οποίο οι τιμές των επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν θα αυξηθούν εξαρτάται από τους ανταγωνιστικούς περιορισμούς που οι άλλες επιχειρήσεις μπορούν να επιβάλλουν σε αυτές που συγχωνεύθηκαν και αυτό εξαρτάται από το πόσο καλά υποκατάστατα είναι τα προϊόντα των ανταγωνιστών με αυτά των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων. Έτσι αν και γενικά γνωρίζουμε από εμπειρικές μελέτες, ότι οι συνέπειες στις τιμές είναι πιο πιθανόν ότι θα είναι μεγαλύτερες όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η αγορά, με διαφοροποιημένα προϊόντα θα υπάρχει ένα μεγάλο εύρος μεριδίων αγοράς για το οποίο δεν θα είναι προφανές αν οι μονομερείς επιδράσεις στις τιμές θα οδηγήσουν σε σημαντικές ή μικρές αυξήσεις στις τιμές στην ισορροπία.
- Σχετικά με το βαθμό υποκατάστασης μεταξύ προϊόντων είναι σημαντικό ότι οι αγοραστές ενός εκ των προϊόντων των συγχωνευόμενων επιχ/σεων μπορεί να έχουν ως δεύτερη επιλογή τους το άλλο προϊόν. Η ανάλυση με βάση τα μερίδια αγοράς των επιχ/σεων που συγχωνεύθηκαν μπορεί να υποτιμήσουν το ανταγωνιστικό αποτέλεσμα, όταν τα προϊόντα τους παρουσιάζουν περισσότερες ομοιότητες ως προς τις ιδιότητες τους από ότι με άλλα προϊόντα της σχετικής αγοράς. Από την άλλη πλευρά, μπορεί να υπερτιμήσουν τα σχετικά ανταγωνιστικά αποτελέσματα όταν τα προϊόντα είναι λιγότερο όμοια μεταξύ τους από ότι με άλλα της

σχετικής αγοράς. Σε αγορές με διαφοροποιημένα προϊόντα, γενικά, θα είναι η ύπαρξη προϊόντων που είναι κοντά στα υπό εξέταση προϊόντα, είτε σε όρους χαρακτηριστικών είτε σε όρους γεωγραφικής εγγύτητας που περιορίζουν τη δυνατότητα για αύξηση τιμών περισσότερο από τα σχετικά μερίδια ή το πλήθος των επιχειρήσεων στην αγορά.

- Όταν ο ανταγωνισμός δεν είναι συμμετρικός αλλά τοπικός, έτσι ώστε οι επιχ/σεις ανταγωνίζονται αμεσότερα με επιχ/σεις που πωλούν πλησιέστερα προϊόντα με τα δικά τους, η συγχώνευση ή εξαγορά δεν θα οδηγήσει σε σημαντική μονομερή αύξηση των τιμών των διαφοροποιημένων προϊόντων, όταν οι αντίπαλες επιχ/σεις μπορούν να συνεχίσουν να εξασκούν ανταγωνιστικούς περιορισμούς επανατοποθετώντας τα προϊόντα τους. Έτσι ο υπολογισμός μονομερών αυξήσεων στις τιμές μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά απαιτεί να εξετασθούν οι αντιδράσεις των ανταγωνιστών.