



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΠΜΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:**

**“ Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Εταιρείες Holding στην  
Ελληνική Αγορά ”**

**ΜΑΡΙΑ-ΕΛΙΖΑ ΣΠ. ΓΡΑΜΜΕΝΟΥ (ΜΧΑΝ/0709)**

**Επιβλέπων καθηγητής :**

**ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

**Τριμελής Επιτροπή :**

**Καθηγητής κ. Γ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ  
Καθηγητής κ. Α. ΑΤΖΟΥΛΑΤΟΣ  
Λέκτορας κα. Χ. ΧΡΙΣΤΟΥ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ  
Ιούνιος 2009**



## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω το σύνολο του Διδακτικού και Ερευνητικού Προσωπικού του Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την προσφορά τους στην περαίωση της παρούσας εργασίας και ιδιαίτερα τον Καθηγητή κύριο Γεώργιο Διακογιάννη, που μου έδωσε τη δυνατότητα να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον και σημαντικό ζήτημα.

Επίσης, αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω τους γονείς μου, που με στήριξαν στην προσπάθειά μου.

Τέλος, θέλω να πω ένα μεγάλο ευχαριστώ σε όλους τους συμφοιτητές μου για την άψογη συνεργασία μας τα τελευταία δύο χρόνια και ιδιαίτερα στους Αντώνη Αντύπα, Τηλέμαχο Σούλα και Κορνήλιο Φαλτάιτς που με τα σχόλια και τις παρατηρήσεις τους συνέβαλαν αποφασιστικά στην εκπόνηση της παρούσας μελέτης.

---

*Κάθε σχόλιο ή παρατήρηση σχετικά με την παρούσα διατριβή είναι ευπρόσδεκτη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: [marilliza@hotmail.com](mailto:marilliza@hotmail.com)*



**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	<b>Σελ.</b>
Εισαγωγή.....	7
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	
<b>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ</b>	
2.1 Εισαγωγή.....	11
2.2 Ιστορική Ανασκόπηση των Συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	12
2.2.1 Αμερικανική και παγκόσμια αναδρομή.....	12
2.2.2 Ευρωπαϊκή αναδρομή.....	16
2.2.3 Ελληνική αναδρομή.....	17
2.3 Οι κυριότεροι τρόποι μεγέθυνσης των επιχειρήσεων μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	20
2.4 Περιπτώσεις αποτυχημένων Συγχωνεύσεων.....	25
2.5 Αμυντικές τακτικές για την αποφυγή Συγχωνεύσεων.....	28
2.6 Τα κίνητρα για τη δημιουργία Συγχωνεύσεων.....	30
2.7 Εξέταση Οικονομικών Θεωριών.....	37
2.8 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές την Ελληνική νομοθεσία.....	39
2.8.1 Διαδικασία πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης στην Ελλάδα.....	42
2.8.2 Φορολογικές διευκολύνσεις μέσω του φορολογικού πλαισίου.....	45
2.8.3 Προϋποθέσεις ένταξης εταιρειών σε μετασχηματισμό με τους νόμους	

N.Δ.1297/1972 και N.Δ.2166/1993.....	46
2.9 Αντικρουόμενες απόψεις σχετικά με τη δημιουργία αξίας.....	47
2.10 Εταιρείες Holding (Συμμετοχών).....	50
2.10.1 Κυριότερα Μειονεκτήματα εταιρειών holding.....	59
2.10.2 Κυριότερα Πλεονεκτήματα εταιρειών holding.....	59
2.11 Υπολογισμός της αποδοτικότητας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών και του σχηματισμού Εταιρειών Holding.....	62
2.11.1 Μέθοδοι αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης.....	63

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

#### **ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ**

3.1 Εισαγωγή.....	69
3.2 Εμπειρικές μελέτες πάνω στις Συγχωνεύσεις, τις Εξαγορές και τις Εταιρείες Holding.....	70

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

#### **ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΒΑΣΙΣΜΕΝΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

4.1 Εισαγωγή.....	126
4.2 Μεθοδολογία.....	126
4.3 Δεδομένα.....	134

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

### **ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

5.1 Στατιστική εικόνα της κίνησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	137
5.2 Εμπειρικά αποτελέσματα.....	140
5.2.1. Πρώτο δείγμα (225 εταιρείες).....	140
5.2.2. Δεύτερο δείγμα (51 εταιρείες Holding).....	176
5.3 Σύγκριση των εμπειρικών αποτελεσμάτων μας με τα ευρήματα προηγούμενων μελετών.....	202

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΜΕΛΕΤΗ**

6.1 Γενικά συμπεράσματα.....	207
6.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.....	209

<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>211</b>
--------------------------	------------

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ**

### **Εισαγωγή**

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές, δηλαδή ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους, αποτελούν συναλλαγές τεράστιας σημασίας, όχι μόνο για τις ίδιες τις εταιρείες, αλλά και για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, (μέτοχοι, managers, εργαζόμενοι, ανταγωνιστές, καταναλωτές και κυβέρνηση) καθώς και για το σύνολο της οικονομίας. Η σημασία πηγάζει όχι μόνο από τις επιπτώσεις των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις προαναφερόμενες ομάδες, αλλά και λόγω των κολοσσιαίων ποσών που συχνά επενδύονται σε αυτές, διεθνώς.

Στην προκείμενη μελέτη, θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε τα αποτελέσματα της ενσωμάτωσης εταιρικών επιχειρήσεων, με μορφή ανώνυμης εταιρείας, στη ζωή και στη δράση άλλων εταιρικών επιχειρήσεων, με την ίδια μορφή. Η ενσωμάτωση αυτή μπορεί να ενεργείται, με εξαγορά ή με απορρόφηση εταιρειών, από μια άλλη ανώνυμη εταιρεία, με συγχώνευση δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών και δημιουργία νέας ανώνυμης εταιρείας, ή ακόμα με την ίδρυση από μία ή περισσότερες συμμετέχουσες ανώνυμες εταιρείες, μιας νέας κοινής εταιρείας, της ίδιας εταιρικής μορφής. Σκοπός της συνένωσης δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών είναι η συγκέντρωση μεγάλων κεφαλαίων, η άσκηση εξειδικευμένης δραστηριότητας, η μείωση του κόστους λειτουργίας, η αποφυγή ανταγωνισμού μεταξύ τους, ο συντονισμός των δράσεων των εταιρειών αυτών, η άσκηση συμπληρωματικών



εργασιών, η αντιμετώπιση ισχυρών ανταγωνιστών, η απόκτηση ισχυρών μέσων για την επίτευξη τιθέμενων επιχειρηματικών στόχων κ.α. Όλοι αυτοί οι επιμέρους λόγοι, για τους οποίους αποφασίζεται και ενεργείται η συνένωση των μέσων που διαθέτουν τα συγχωνευόμενα και συνελεγχόμενα νομικά πρόσωπα, συνθέτουν έναν κύριο λόγο, την επιδίωξη της ενίσχυσης της εσωτερικής δύναμης, η οποία εκφράζεται από την εσωτερική αξία των νέων μετοχών και από την επίτευξη ικανοποιητικών κερδών.

Στην Ελλάδα, που τα μεγέθη είναι περιορισμένα και η οικονομική ζωή επηρεάζεται ευθέως ανάλογα με τον επιτυγχανόμενο βαθμό της πολιτικής σταθερότητας, παρατηρείται υπεραισιοδοξία, κατά τη διαδικαστική περίοδο, για την επίτευξη υπεραξίας των νέων μετοχών και επιχειρηματικού κέρδους. Μετά την ολοκλήρωση συνένωσης ή ελέγχου, η υπεραισιοδοξία παραμερίζεται και η αξία των νέων μετοχών διαμορφώνεται σε χαμηλότερα των επιδιωκόμενων επίπεδα.

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να ελεγχθεί η γενικότερη αυτή παρατήρηση, για τις κινήσεις των τιμών των μετοχών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά από την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς, μέσω εμπειρικής μελέτης στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Θα επιδιώξουμε να διερευνήσουμε την ύπαρξη ή μη, θετικών πλεονασματικών αποδόσεων για τις αγοράστριες εταιρείες, που προκαλούνται από τη διαδικασία της συγχώνευσης και της εξαγοράς. Εάν υπάρχουν θετικές πλεονασματικές αποδόσεις, αυτό θα αποτελεί ένδειξη ότι η αγορά εκλαμβάνει τη διενέργεια εταιρικών ενοποιήσεων ως ωφέλιμη για τους μετόχους και για το σύνολο της οικονομίας. Θεωρητικά, η συνένωση μεγάλων κεφαλαίων, παράγει θετική αξία και προωθεί την

οικονομική ανάπτυξη, τουλάχιστον μέσω της οικονομικής μεγέθυνσης. Θα προσπαθήσουμε λοιπόν να ανακαλύψουμε εάν αυτό το θετικό αποτέλεσμα ισχύει και μάλιστα στην ελληνική αγορά, με τους περιορισμένους πόρους της, που δεν παρέχουν αρκετές δυνατότητες εξάπλωσης.

Ο βασικός περιορισμός που πήραμε για την πραγματοποίηση της μελέτης μας, ήταν ότι περιοριστήκαμε στην εξέταση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών που έγιναν από ελληνικές αγοράστριες εταιρείες και ελληνικές εξαγοραζόμενες εταιρείες και δεν συμπεριλάβαμε τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην ίδια περίοδο. Ένας ακόμα περιορισμός ήταν χρονικός, αφού εξετάσαμε τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές αυτής της δεκαετίας που διανύουμε. Συγκεκριμένα η περίοδος που μελετήσαμε είναι από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου του 2000 μέχρι και το Μάιο του 2009. Τέλος περιοριστήκαμε όσον αφορά στη μεθοδολογία που χρησιμοποιήσαμε, στην Event Study Ανάλυση.

Η μελέτη διαρθρώνεται θεματικά ως εξής: Στο δεύτερο κεφάλαιο αναπτύσσουμε όλο το θεωρητικό υπόβαθρο των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και των εταιρειών holding. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται παλαιότερες μελέτες σχετικές με το θέμα της έρευνάς μας και παρουσιάζονται σε πίνακα περιληπτικά η μεθοδολογία και τα συμπεράσματα των προηγούμενων μελετητών. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναπτύσσουμε τη μεθοδολογία που θα χρησιμοποιήσουμε στην έρευνά μας και τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύουμε τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας και στη συνέχεια τα συγκρίνουμε με τα αποτελέσματα των

προηγούμενων μελετών. Τέλος στο έκτο κεφάλαιο παρατίθενται τα γενικά συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε μέσω της εμπειρικής εργασίας και γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ**

### **ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ**

#### **2.1 Εισαγωγή**

Συγχώνευση αποτελεί οποιαδήποτε ένωση, η οποία δημιουργεί μια οικονομική μονάδα από δύο ή περισσότερες μονάδες και οι τρόποι με τους οποίους επιτυγχάνεται αυτή η ένωση είναι οι εξής: με απορρόφηση, με σύσταση νέας εταιρείας ή με απορρόφηση εταιρείας της οποίας η εξαγοράζουσα κατέχει ήδη το 100% των μετοχών της, γεγονός που προκαλεί τη λύση της απορροφούμενης εταιρείας. Όσον αφορά την εξαγορά μιας επιχείρησης, πρόκειται είτε για συγχωνευτική εξαγορά, η οποία έχει σαν αποτέλεσμα την λύση της απορροφούμενης εταιρείας, είτε για μη συγχωνευτική εξαγορά, η οποία διαχωρίζεται σε συμμετοχική εξαγορά (controlling interest), στην οποία διατηρείται η νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης και σε απλή συμμετοχή.

Η θεωρία πίσω από τις Εξαγορές και τις Συγχωνεύσεις, στηρίζεται στην αρχή πως η αξία του νέου σχήματος που θα προκύψει, αναμένεται να είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους επιχειρήσεων πριν από τη συμφωνία.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν την πλέον ουσιαστική αντίδραση των επιχειρήσεων απέναντι στον εντεινόμενο ανταγωνισμό που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία, ως αποτέλεσμα της διεθνοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και των αγορών αγαθών και υπηρεσιών. Οι

εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν διεθνώς μια από τις πιο συνηθισμένες μεθόδους, τις οποίες χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την ανάπτυξη, τόσο του χαρτοφυλακίου των αγαθών και υπηρεσιών τους, όσο και για την διεύρυνση των πωλήσεων, των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη αγορά, καθώς και των άλλων σημαντικών παραμέτρων που αφορούν τη διοίκηση της επιχείρησης και τη αποτελεσματικότητά της.

## **2.2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

### **2.2.1. Αμερικανική και παγκόσμια αναδρομή**

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές έχουν ιστορία περίπου 100 χρόνων και έρχονται κατά κύματα. Πέντε είναι τα κυριότερα κύματα, για τις ΗΠΑ, εκ των οποίων στο τελευταίο κατά τη δεκαετία του 1990, συμμετείχαν και χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στις Η.Π.Α. ξέσπασαν τα κύματα συγχωνεύσεων καθώς συνδυάστηκαν με ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας και με ραγδαίες εξελίξεις στο επιχειρησιακό περιβάλλον (τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, παγκοσμιοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων). Πίσω από τα πέντε αυτά κύματα των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών, βρίσκονταν διαφορετικοί λόγοι κάθε φορά, συγκεκριμένα:

α) Κατά το πρώτο κύμα (1900-1905), επιχειρήσεις ενός κλάδου εξαγόρασαν άλλες επιχειρήσεις με στόχο να κυριαρχήσουν σε αυτούς τους κλάδους και να δημιουργήσουν μονοπώλια, όπως έγινε με την US Steel και

Standard Oil. Σε αυτή τη περίοδο δημιουργήθηκαν μεγάλα μονοπώλια όπως για παράδειγμα η General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Du Pont.

β) Κατά το δεύτερο κύμα (1920), επιχειρήσεις εξαγόραζαν άλλες επιχειρήσεις με στόχο να κατακτήσουν νέες αγορές και να επεκτείνουν το μερίδιο αγοράς τους, όπως έκανε η General Foods. Δημιουργήθηκαν ολιγοπώλια και κάθετη ολοκλήρωση, αν και ίσχυε αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία.

γ) Στην περίοδο του τρίτου κύματος, τις δεκαετίες 1960 και 1970, επιχειρήσεις εξαγόρασαν άλλες επιχειρήσεις σε διαφορετικούς κλάδους με στόχο την διαφοροποίηση και τον σχηματισμό conglomerates (τάση για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας) (Gulf and Western)

Σε όρους δολαρίων (προσαρμοσμένα για τον πληθωρισμό με βάση το έτος 1972), η αξία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών του πρώτου κύματος ήταν USD 26 δις., του δεύτερου USD 30 δις. και του τρίτου USD 69 δις. Το ενδιαφέρον στοιχείο που προκύπτει είναι ότι τα κύματα συμπίπτουν με τις περιόδους οικονομικής ανόδου και χρηματιστηριακής ευφορίας (bull markets) και κατακρημνίζονται με τις περιόδους ύφεσης και χρηματιστηριακής πτώσης (bear markets). Πράγματι, οι χρονιές στις οποίες σημειώθηκαν οι λιγότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν το 1903-1904, που συμπίπτει με το πρώτο κραχ της αγοράς πριν από τον Α Παγκόσμιο Πόλεμο, το 1929 όταν υπήρξε το περίφημο μεγάλο κραχ, και το 1973, που συμπίπτει με την πρώτη πετρελαϊκή κρίση και την οικονομική ύφεση που ακολούθησε.

δ) Στο τέταρτο κύμα, στα μέσα του 1980, επιχειρήσεις εξαγοράστηκαν με στόχο την αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων. Στις περισσότερες περιπτώσεις χρηματοδοτήθηκαν με δανεισμό και ξεκίνησαν την αναδιοργάνωση από τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης που εξαγοράζεται, όπως συνέβη για παράδειγμα στην RJR Nabisco. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures) οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Σε αυτήν την περίοδο, έγινε η αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση, δηλαδή το λεγόμενο de-conglomeration, η συγκέντρωση στα core-activities και η αύξηση της χρήσης του outsourcing. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται επίσης, από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs (Εξαγορές δια δανεισμού - Leverage Buy Outs)

ε) Το πέμπτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 1990 (1993-1999), και είναι το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας, φθάνοντας το έτος 2000 στο σημείο των USD 1,75 τρις. σε σχέση με USD 324 δις. το έτος 1989. Η αξία των αποσχίσεων το ίδιο έτος ήταν USD 358 δις. συγκρινόμενη με USD 108 δις. το 1988. Τα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος ήταν, η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών, όπως το διαδίκτυο, η καλωδιακή και η δορυφορική τηλεόραση, οι τηλεπικοινωνίες. Έγιναν εξαγορές, οι οποίες είχαν σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης πόρων και ικανοτήτων, δημιουργήθηκαν υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως E.E., NAFTA,

Παγκοσμίου Οργανισμού Εμπορίου. Άλλο χαρακτηριστικό του κύματος αυτού, ήταν η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών, η απορρύθμιση και η φιλελευθεροποίηση αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις κλάδων όπως τραπεζικά ιδρύματα, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υγείας (deregulation and liberalization of markets), η αναδιάρθρωση κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανία τροφίμων, κλπ και η επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων (shareholder maximization value) σε περισσότερες χώρες από τις Αγγλοσαξονικές χώρες (Η. Π. Α, Ηνωμένο Βασίλειο).

Για το πρώτο μισό της δεκαετίας που διανύουμε, οι ενδείξεις που έχουμε, δείχνουν ότι μετά την ύφεση στην αμερικανική αλλά και στην παγκόσμια οικονομία το 2001, φαίνεται ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές άρχισαν να αναπτύσσονται πάλι ραγδαία ακολουθώντας τη μεγάλη άνοδο της αμερικανικής οικονομίας όπως αυτή εκφράζεται από την εκρηκτική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, το 2003 ξεκίνησε η αύξηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μετά από δύο πτωτικές χρονιές, έτσι από USD 439 δις. το 2002 έφτασαν τα USD 570 δις. παρουσιάζοντας αύξηση 30% περίπου, με το χρηματοοικονομικό κλάδο να κατέχει το 27% αυτών. Η αυξητική πορεία συνεχίστηκε με εντονότερους ρυθμούς το 2004 φτάνοντας τα USD 848 δις., αύξηση δηλαδή της τάξης του 48% περίπου σε σχέση με το 2003 και το χρηματοοικονομικό κλάδο να πρωταγωνιστεί και πάλι κατέχοντας το 19%. Τέλος για το 2005 η πορεία συνεχίστηκε με αυξητικούς ρυθμούς της τάξης του 33% φτάνοντας τα USD 1,1 τρις. με τον τομέα Ενέργειας να



αντικαθιστά τον χρηματοοικονομικό κλάδο στην πρώτη θέση φτάνοντας το 16% περίπου.

### **2.2.2. Ευρωπαϊκή αναδρομή**

Στην Ευρώπη η πολιτική και οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης παράλληλα με τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν ένα πρόσφορο περιβάλλον για νέες συγχωνεύσεις. Ειδικότερα στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία έχει ενταθεί ο ρυθμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Στην Ευρώπη δύο κύματα μπορούμε να αναγνωρίσουμε, το πρώτο, σχετικά μικρό, κατά την περίοδο 1987-1992 και ένα σημαντικά μεγαλύτερο στην περίοδο 1995-2001. Κατά το πρώτο κύμα, η αξία των συγχωνεύσεων αυξήθηκε από USD 21 δις. το 1985 σε USD 158 δις. το 1989, προτού να πέσει σε USD 90 δις. το 1992. Έπειτα αυξήθηκε με το δεύτερο κύμα, σε USD 1083 δις. το 2000 προτού να μειωθεί σημαντικά σε USD 462 δις. το 2001. Έτσι, τα δύο πρόσφατα ρεύματα είναι παράλληλα με αυτά της ίδιας περιόδου για τις Η.Π.Α, με τη διαφορά βέβαια ότι το κύμα της δεκαετίας του 1980 είναι κατά πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο του στις Η.Π.Α. Παράλληλα, φαίνεται ότι ένα τρίτο κύμα αναπτύσσεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2004 και μετά. Συγκεκριμένα το 2002 οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έφτασαν τα USD 600 δις. παρουσιάζοντας αύξηση 30%. Οι πιο πολλές εξ αυτών πραγματοποιήθηκαν στη Μ. Βρετανία με USD 237 δις. Το 2003 υπήρξε μικρή αύξηση σε σχέση με το 2002 με μεγέθη της τάξεως των USD 618 δις. εκ των οποίων το 14% αφορούσε τον κλάδο της ενέργειας που κατείχε το

μεγαλύτερο ποσοστό, ενώ η αξία των USD 220 δις. προήρχετο από τη Μ. Βρετανία. Αντίθετα το 2004 οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην Ευρώπη δείχνουν να ανακάμπουν παρουσιάζοντας ραγδαία αύξηση της τάξης του 36% φτάνοντας τα USD 841 δις. με τον κλάδο ενέργειας να πρωταγωνιστεί και την Μ. Βρετανία να αποτελεί πάλι το συνήθη τόπο όπου συμβαίνουν οι περισσότερες εξαγορές. Για το 2005 πάλι τα στοιχεία δείχνουν ανοδική τάση με εντυπωσιακά μεγέθη, της τάξης του 37%.

Οι αποσχίσεις ως ποσοστό των συγχωνεύσεων και εξαγορών, στην Ε.Ε. είναι περίπου 5% με 20%, εκτός από το 2000, όπου ο δείκτης πέφτει στο 3%, λόγω της τεράστιας εξαγοράς της Mannesmann από τη Vodafone. Ο ρόλος των αποσχίσεων λοιπόν είναι κατά πολύ μικρότερος κατά τη διαδικασία επιχειρηματικών αναδιαρθρώσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, από ότι στις Η.Π.Α. Από την άλλη πλευρά, η δραστηριότητα αυτή είναι αυξανόμενη για την Ε.Ε. σε σχέση με το παρελθόν. Όσον αφορά τους λόγους γένεσης των δύο αυτών κυμάτων, είναι μάλλον παρόμοιοι με τους λόγους που κινητοποίησαν το τελευταίο κύμα στις Η.Π.Α. Έτσι, η απορρύθμιση και η φιλελευθεροποίηση των αγορών μαζί με την ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεων κοινής ωφελείας, όπως η Deutsche Telecom, η France Telecom και η Vivendi, μαζί με τραπεζικά ιδρύματα, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος του 1990.

### **2.2.3. Ελληνική αναδρομή**

Στην Ελλάδα, το 1999 σημειώθηκε σημαντικό κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, με επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους. Ειδικά στον τραπεζικό τομέα, εμφανίζονται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των

Τραπεζών με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων. Οι περισσότεροι αναλυτές στη χώρα μας συμφωνούν ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί τόσο σε κλάδους αιχμής για τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις (όπως ο τραπεζικός), όσο και στο σύνολο της οικονομίας, σε συνδυασμό με τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ, τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και ολοκλήρωσης του παραγωγικού ιστού, τις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού, και την επέκταση όπως διαφαίνεται, της πολιτικής αποκρατικοποιήσεων στα επόμενα χρόνια. Η ολοκλήρωση της ένταξης της ελληνικής οικονομίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, και οι εξελίξεις στις βαλκανικές χώρες και τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης δημιουργούν σημαντικές προκλήσεις και ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι εξαγορές αναμένεται να παίξουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση επιχειρηματικής στρατηγικής προς αντιμετώπιση των προκλήσεων του μέλλοντος. Οι πρόσφατες εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο επιβεβαιώνουν αυτή την προοπτική και αποτελούν την αρχή μόνον μιας γενικότερης τάσης σε ολόκληρο τον χώρο των Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών, της Βιομηχανίας και του Εμπορίου.

Μερικές από τις μεγαλύτερες συναλλαγές ιστορικά που έχουν καταγραφεί, είναι η εχθρική εξαγορά της γερμανικής εταιρείας τηλεπικοινωνιών Mannesmann από την βρετανική εταιρεία κινητής τηλεφωνίας Vodafone AirTouch αξίας 161 δις. ευρώ, η εξαγορά της εταιρείας Warner-Lambert από την εταιρεία Pfizer αξίας 116 δις. ευρώ, η εξαγορά της Time Warner (TW) από την America Online (AOL) αξίας 106 δις. ευρώ, η εξαγορά της Mobil από την Exxon, αξίας 81 δις. ευρώ και η εξαγορά της Smith Kline Beecham από την Glaxo Wellcome, αξίας 74 δις. ευρώ. Από πρόσφατα

στοιχεία της πενταετίας 2000-2005, διαγράφεται μία σημαντική αναζωπύρωση της διεθνούς δραστηριότητας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών κατά τα έτη 2004-2005 που πιθανόν να σηματοδοτεί ένα έκτο κύμα.

Οι εταιρείες μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων επιδιώκουν την ανάπτυξη τους, την επίτευξη κάποιων συνεργιών, ή για μια σειρά άλλων αιτιών, όπως για παράδειγμα τα φορολογικά κίνητρα. Η βασικότερη επιδίωξη των εταιρειών όταν προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι η ανάπτυξη. Οι εταιρείες αντιμετωπίζουν το δίλλημα της εσωτερικής ανάπτυξης ή της μεγέθυνσης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η εσωτερική ανάπτυξη είναι μια χρονοβόρα διαδικασία με αβέβαια αποτελέσματα, σε αντίθεση με τη διαδικασία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, η οποία αν και είναι πολύ ταχύτερη, ελλοχεύει κι αυτή κινδύνους και αβεβαιότητα, ως προς την επιτυχία του εγχειρήματος. Η εξωτερική ανάπτυξη επιλέγεται συνήθως όταν θέλουμε να αποκτήσουμε πόρους, από κάποιο ανταγωνιστή κυρίως, είτε αφορά κτιριακές εγκαταστάσεις, τεχνογνωσία, ανθρώπινο δυναμικό, ή κάποια πηγή πρώτων υλών. Επίσης μπορούμε να την επιλέξουμε στην περίπτωση που θέλουμε να επεκταθούμε σε κάποια άλλο γεωγραφικό διαμέρισμα και ακόμα περισσότερο όταν θέλουμε να επεκταθούμε σε άλλη χώρα ή σε άλλη ήπειρο. Με μια εξαγορά τοπικής επιχείρησης, παρακάμπτουμε γρήγορα και εύκολα, εμπόδια εισόδου στην συγκεκριμένη αγορά, όπως είναι η εύρεση εξειδικευμένου προσωπικού, η διαφορετική κουλτούρα και νοοτροπία, η ύπαρξη δασμών, ή το νομικό πλαίσιο της συγκεκριμένης χώρας.

## **2.3 Οι κυριότεροι τρόποι μεγέθυνσης των επιχειρήσεων μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων:**

Μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τους κυριότερους τρόπους μεγέθυνσης των επιχειρήσεων, με βάση διάφορα κριτήρια, όπως είναι τα εξής:

**A)** Την νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά την συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.

Με βάση το Ελληνικό νομικό πλαίσιο (Ν.2190/1920) υπάρχουν δύο είδη:

α) **Εξαγορά (Acquisition)** είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης (έναντι μετρητών) , κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτόν τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρεία της εξαγοράζουσας.

β) **Συγχώνευση (Merger)** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφώμενης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση, (έναντι μετοχών, βάσει μιας καθορισμένης σχέσης ανταλλαγής). Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

**B)** Με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς, διακρίνονται σε:

α) **Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer)**. Στην περίπτωση αυτή, η εξαγοράζουσα εταιρεία, απευθύνει δημοσίως πρόσκληση για να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της

εξαγοραζόμενης εταιρείας, σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μία συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι εξαγορές διά δημόσιας προσφοράς, δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετόχων προς έγκριση. Οι μέτοχοι που πουλούν τις μετοχές τους πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με κοινές μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρείας. Ο τρόπος αυτός χρησιμοποιείται συνήθως για την πραγματοποίηση επιθετικών εξαγορών.

β) **Συγχώνευση (Merger)**, κατά την οποία οι Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων συμφωνούν να ενώσουν τις επιχειρήσεις τους.

γ) **Proxy Fights (ΗΠΑ)**. Αφορούν στην προσπάθεια μερίδας μετόχων ή του management να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και του Διοικητικού Συμβουλίου, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων.

Κάποιες διαφορές μεταξύ Συγχώνευσης και Δημόσιας προσφοράς είναι το γεγονός ότι στην διαδικασία της Δημόσιας προσφοράς, παρακάμπτεται το Διοικητικό Συμβούλιο και τα στελέχη της επιχείρησης «στόχου», καθώς επίσης το γεγονός ότι στις Συγχωνεύσεις η εξαγοραζόμενη επιχείρηση σταματά να υπάρχει σαν ξεχωριστή οντότητα, ενώ στις Δημόσιες προσφορές η εξαγοραζόμενη επιχείρηση θα συνεχίσει να υπάρχει.

**Γ) Με βάση τη στάση και τη διάθεση της διοικήσεως της εξαγοράζουσας εταιρείας, διακρίνονται σε:**

α) **Εχθρική (hostile)**. Στην περίπτωση της εχθρικής-επιθετικής εξαγοράς, η εξαγοράστρια εταιρεία αποκτά βίαια τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας «στόχου», καθώς η διοίκηση της επιχείρησης «στόχος» αντιστέκεται στη συγχώνευση. Η εξαγορά αυτή επιτυγχάνεται με την απόκτηση της

πλειοψηφίας, δηλαδή του 51% των μετοχών από τους ενδιαφερόμενους, χωρίς τη συναίνεση της διοίκησης της επιχείρησης, με την έγκριση όμως, των μετόχων, τους οποίους ο αγοραστής θα πρέπει να πείσει να πουλήσουν τις μετοχές τους. Πρόκειται για μια κίνηση στρατηγικού περιεχομένου για την πρώτη εταιρεία, με σκοπό την αύξηση των μεριδίων αγοράς και την πραγματοποίηση άλλων πολλαπλών ωφελειών για την εξαγοράστρια επιχείρηση. Συχνά συγχωνεύσεις που ξεκινούν σαν εχθρικές εξελίσσονται σε φιλικές, κυρίως όταν αυξηθεί η προσφερόμενη τιμή.

β) **Φιλική (friendly)**. Στην περίπτωση αυτή οι διοικήσεις των δύο εταιρειών συνεργάζονται για την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Συνήθως, οι δημόσιες εγγραφές είναι εχθρικές και οι συγχωνεύσεις φιλικές.

**Δ)** Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε:

α) **Συσχετισμένες (Related mergers ή concentric mergers)**

που αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης και χωρίζονται σε:

1. **Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers)** που αφορούν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας και καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας.

2. **Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers)**, που αφορούν σε διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας, είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration), είτε προς τα πίσω (backward vertical integration). Ισχύει συνήθως σε περιπτώσεις εταιρειών οι οποίες πριν τη συγχώνευση είχαν σχέση πελάτη-προμηθευτή, οπότε η προς τα πίσω εξαγορά γίνεται με εξαγορά του προμηθευτή και η προς τα εμπρός εξαγορά γίνεται με

εξαγορά του διανομέα. Σε γενικές γραμμές πάντως, αφορούν επιχειρήσεις που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας, δηλαδή επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια ολόκληρου του κυκλώματος παραγωγής-κυκλοφορίας αγαθών-υπηρεσιών.

β) **Ασυσχέτιστες είτε Ανομοιογενείς συγχωνεύσεις (Unrelated mergers ή conglomerates)**, που αφορούν κλάδους δραστηριότητας, οι οποίοι δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους και αντιπροσωπεύουν συνενώσεις επιχειρήσεων που είτε παράγουν διαφορετικά προϊόντα είτε πωλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές. Η πρώτη κατηγορία είναι γνωστή σαν ανομοιογενείς συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων, ενώ η δεύτερη είναι γνωστή σαν ανομοιογενείς συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων αγορών. Τέλος η συνένωση δύο επιχειρήσεων που είναι ουσιαστικά μη σχετιζόμενες είναι γνωστή σαν καθαρή ανομοιογενής συγχώνευση. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται επέκταση σε νέα προϊόντα, επέκταση σε νέες αγορές, ή επέκταση σε νέες δραστηριότητες.

Οι τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών που παρουσιάστηκαν παραπάνω έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό, το ότι δεν επηρεάζουν τη μορφή της επιχειρηματικής οργάνωσης. Όμως την τελευταία δεκαετία παρουσιάστηκε ένας νέος τύπος επιχειρηματικών συγχωνεύσεων που είχε τη μορφή μετατροπής σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου (going private transactions). Αυτές οι συγχωνεύσεις βασικά μετατρέπουν μια εταιρεία κλειστού τύπου, συνήθως διευκολύνονται με υψηλό τραπεζικό δανεισμό και διακρίνονται στις ακόλουθες μορφές:



**α) Εξαγορές δια δανεισμού (Leverage Buy Outs (LBO)).**

Είναι η εξαγορά όλων των μετοχών ή των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας εισηγμένης στο χρηματιστήριο, από μια μικρή ομάδα επενδυτών δια μέσου μιας συναλλαγής που χρηματοδοτείται κυρίως (συνήθως σε ποσοστό πάνω από 50% της αξίας) με δανεισμό. Οι επενδυτές συνήθως υποστηρίζονται χρηματοδοτικά από επιχειρήσεις που εξειδικεύονται στις εξαγορές (π.χ. στις Η.Π.Α. η επιχείρηση Kohlberg, Kravis, Roberts & Co) ή από επενδυτικές τράπεζες που διακανονίζουν τέτοιες συναλλαγές. Μετά την εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνήθως λειτουργεί σαν επιχείρηση κλειστού τύπου (εξωχρηματιστηριακή εταιρεία λίγων μετοχών). Αυτές οι εξαγορές οδηγούν σε υψηλό δανεισμό. Για παράδειγμα, η εξαγορά της Beatrice Foods οδήγησε σε δανεισμό που ξεπέρασε τα 5 δισ. δολάρια.

**β) Εξαγορές από διοικητικά στελέχη (Management Buy Outs (MBOs)).** Μερικές εξαγορές ξεκινούν με την πρωτοβουλία μιας ομάδας διοικητικών στελεχών που εξαγοράζουν τμήμα των μετοχών της νέας επιχείρησης. Τα υπόλοιπα χρήματα καταβάλλονται από επενδυτικές τράπεζες υπό την μορφή είτε μετοχικού κεφαλαίου είτε δανείων.

**γ) Εξαγορά εταιρικών μονάδων (Unit MBOs).** Μια ειδική μορφή εξαγοράς από διοικητικά στελέχη είναι η εξαγορά μιας επιχειρηματικής μονάδας όπου οι αγοραστές, συνήθως καθοδηγούμενοι από ένα διευθυντικό στέλεχος της μητρικής εταιρείας, αγοράζουν μια θυγατρική εταιρεία της μητρικής επιχείρησης. Οι αγοραστές καταβάλουν μέρος του κεφαλαίου ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια αντλούνται από επενδυτικές τράπεζες υπό την μορφή μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου. Πρόκειται για την απόκτηση του ελέγχου

της εταιρείας από ομάδα του management ή άλλης ομάδας επενδυτών (venture capital) και η μετατροπή της σε μη εισηγμένη εταιρεία (going private transactions).

δ) **Αντίστροφες εξαγορές (Reverse LBOs)**. Πρόκειται για μια εταιρεία που έχει γίνει ιδιωτική κατόπιν εξαγοράς δια δανεισμού (LBO), γίνεται ξανά εισηγμένη- πιθανόν μέσω πώλησης της συμμετοχής των αρχικών επενδυτών (managers venture capital fund) με δημόσια εγγραφή στο ευρύ επενδυτικό κοινό (secondary IPOs). Πρόσφατα, στις Η.Π.Α. μερικές από τις επιχειρήσεις ή μονάδες που μετατράπηκαν σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου επανήλθαν στο χρηματιστήριο.

## **2.4 ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟΤΥΧΗΜΕΝΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Στην περίπτωση που η μια συγχώνευση ή μια εξαγορά αποβεί ζημιογόνος επιχειρηματική κίνηση, και αντί να καταφέρει να δημιουργήσει μια ισχυρότερη οικονομική δύναμη, δημιουργεί σημαντικά προβλήματα, υπάρχει και η δυνατότητα ενός ευτυχούς «διαζυγίου».

Οι λόγοι που μπορούν να οδηγήσουν μια συγχώνευση σε αποτυχία είναι:

Οι αγοραστές έχουν πληρώσει περισσότερα από την αξία της επιχείρησης.

Μετά την εξαγορά - συγχώνευση δεν υπάρχει καλή διοίκηση - διαχείριση της επιχείρησης.

Η υπεραισιόδοξη εκτίμηση της δυναμικής της αγοράς (υπερεκτίμηση των προοπτικών της οικονομίας και υπερεκτίμηση της δυναμικής της επιχείρησης)

Υπερεκτίμηση των συνεπακόλουθων συνεργιών. Πολλές φορές οι επιχειρήσεις που προκύπτουν από συγχωνεύσεις παρουσιάζουν προβλήματα συνεκτικότητας και μεγάλης διαφοροποίησης των λειτουργιών και δραστηριοτήτων. Προκαλείται διαταραχή από την έλλειψη συνοχής και από το γεγονός ότι η νέα επιχείρηση είναι ουσιαστικά το κέλυφος όπου «φιλοξενούνται» δύο ή περισσότερες δραστηριότητες. Η αιτία αυτή είναι η κύρια αιτία αποτυχίας των διαγωνίων εξαγορών - συγχωνεύσεων.

Παράβλεψη προβλημάτων. Οι επιχειρήσεις αποφεύγουν να ανακοινώνουν τα προβλήματά τους και πολλές φορές η ανάγκη για ταχύτητα στην ολοκλήρωση της διαδικασίας επιβάλλει την παράλειψη μερικών ελέγχων.

Πλειοδοσία. Κατά την διάρκεια της διαδικασίας διαπραγμάτευσης του τιμήματος της εξαγοράς – συγχώνευσης είναι πιθανό οι διαπραγματευτές να εμπλακούν σε ένα κύκλο αύξησης του τιμήματος.

Η έλλειψη ολοκλήρωσης μετά την εξαγορά – συγχώνευση.

Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου κάτω από δυσμενείς για την οικονομική ανάπτυξη των συγχωνευμένων εταιρειών συνθήκες, έχει θεωρηθεί προτιμότερο το σπάσιμο του ενοποιημένου σχήματος εις τα εξ' ων συνετέθη, με στόχους: 1) την παραγωγικότερη λειτουργία καθενός «συστατικού τμήματος» ως αυτόνομη πλέον εταιρεία και 2) την αύξηση της περιουσίας των

μετόχων, μέσω της ανόδου της χρηματιστηριακής αξίας του ομίλου ή της εταιρείας που διασπάστηκε. Υπάρχουν τρεις κυρίως τρόποι προκειμένου να «θεραπευθούν» ή έστω να περιοριστούν οι επιπτώσεις από μια αποτυχημένη συγχώνευση εταιρειών, ή δραστηριοτήτων: Πρώτον, η πώληση μιας δραστηριότητας ή μιας θυγατρικής εταιρείας, μέσω της οποίας η εισηγμένη εταιρεία θα ενισχύσει το ταμείο της, έχοντας πλέον τρεις δυνατότητες: **1)** να μειώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις, αν αυτές βρίσκονται σε πολύ υψηλά επίπεδα, **2)** να επενδύσει στο δικό της επιχειρηματικό τομέα (core business) αν πιστεύει ότι υπάρχουν προοπτικές ανάπτυξης και **3)** να επιστρέψει κεφάλαια στους μετόχους της, μέσω αυξημένου μερίσματος, ή μέσω επαναγοράς (buy back) ιδίων μετοχών που στη συνέχεια θα ακυρωθούν. Η πώληση μπορεί να γίνει με σημαντικό premium αν ο αγοραστής μπορεί να εκμεταλλευτεί συνέργιες από την υπό εξαγορά εταιρεία, τις οποίες δεν είναι σε θέση να εκμεταλλευτεί ο πωλητής. Δεύτερον, η απόσχιση της εταιρείας ή της δραστηριότητας, με στόχο το άθροισμα των δύο συστατικών να είναι ανώτερο από την αξία του ενοποιημένου σχήματος. Τρίτον, αν η εταιρεία που θα πρέπει να τεθεί εκτός ομίλου είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, η δραστική μείωση της συμμετοχής του βασικού μετόχου, μέσω της πώλησης των μετοχών του στο ευρύ επενδυτικό κοινό (μεγάλη αύξηση του λεγόμενου free float).

Έτσι, δημιουργούνται κι άλλες διακρίσεις επιχειρηματικών μετατροπών, οι οποίες είναι οι αποσχίσεις (divestments) των εταιρειών που αποτελούν περίπου τις αντίθετες κινήσεις των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, για αυτό και λέγονται reverse takeovers ή demergers και διακρίνονται σε:

**Sell-offs:** Είναι οι αποσχίσεις (πωλήσεις) τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων.

**Spin-offs:** Πρόκειται για την απόσχιση θυγατρικής από μητρική και τη δημιουργία νέας ανεξάρτητης εταιρείας, με αναλογική διανομή (pro-rata basis) των μετοχών που κατέχει η μητρική στη θυγατρική στους μετόχους της μητρικής.

**Split-offs:** Είναι η μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής σε κάποιους (αλλά όχι όλους) από τους μετόχους της μητρικής, μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν στη μητρική.

**Split-ups:** Η μητρική εταιρεία διαμελίζεται σε πολλές ξεχωριστές εταιρείες μέσω μιας αλυσίδας αποσκιρτήσεων και παύει να υφίσταται και οι μετοχές της διανέμονται στους μετόχους της.

**Carve-outs:** Η μητρική εταιρεία μειώνει το ποσοστό ιδιοκτησίας της σε θυγατρική, παραιτούμενη των δικαιωμάτων της σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δια δημόσιας εγγραφής της θυγατρικής της.

## **2.5 ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΦΥΓΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν φανεί πολύ δημιουργικές στην επινόηση τακτικών προς παρεμπόδιση ή καθυστέρηση ανεπιθύμητων συγχωνεύσεων. Παρακάτω αναφέρεται ένας κατάλογος από τις πιο συχνά εφαρμοζόμενες αμυντικές τακτικές.

α) Οι διοικήσεις επιχειρούν να καθυστερήσουν την εξαγορά προκαλώντας δικαστικές επεμβάσεις που βασίζονται συνήθως σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες.

β) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις αγοράζουν άλλες επιχειρήσεις – συνήθως στον ίδιο τομέα παραγωγικών δραστηριοτήτων με την αγοράζουσα επιχείρηση –προκαλώντας έτσι αιτίες για δικαστικές επεμβάσεις.

γ) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις πωλούν μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία – συνήθως τα πλέον επιθυμητά από τις αγοράζουσες επιχειρήσεις,(«τα κοσμήματα του στέμματος – crown jewels).

δ) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις προσκαλούν έναν άλλο αγοραστή («Λευκός Ιππότης – White Knight») να υποβάλει προσφορά εξαγοράς. Κατά κανόνα οι διοικήσεις της αγοραζόμενης επιχείρησης και του «Λευκού Ιππότη» έχουν καλές σχέσεις.

ε) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις συνήθως δανείζονται αρκετά χρήματα που είναι πληρωτέα αμέσως μετά την περάτωση της εξαγοράς.

στ) Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων προσφέρουν στους εαυτούς τους «Χρυσά Αλεξίπτωτα» – (Golden Parachutes) - δηλαδή, υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση αντικατάστασής τους από τον αγοραστή.

ζ) «Δηλητηριώδη χάπια» – (Poison pills). Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων δημιουργούν αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα (π.χ. το δικαίωμα οι υπάρχοντες μέτοχοι να αγοράσουν επιπλέον μετοχές σε δελεαστική τιμή αν ο αγοραστής αποκτήσει μεγάλο ποσό) που ασκούνται μόνο σε περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής.

η) Απωθητικές κινήσεις (Shark Repellent). Μεταβολές στο καταστατικό της επιχείρησης που πραγματοποιούνται για να καθυστερήσουν προσπάθεια εξαγοράς.

θ) Χρυσή μετοχή (golden share): παρεμβαίνει το κράτος και ανεβάζει την τιμή της μετοχής (ισχύει κυρίως για δημόσιες επιχειρήσεις).

ι) Σκαντζόχοιρος (porcupine): μια σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών και πιστωτών, που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρείας στις δραστηριότητες ενός πιθανού εξαγοραστή.

κ) Παραδείγματα: Η ιστορία των Επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. έχει καταγράψει πολυάριθμες κλασσικές περιπτώσεις λυσσαλέων εχθρικών εξαγορών. Αξίζει να σημειωθεί η προσπάθεια της Mobil, το 1981, να εξαγοράσει την Marathon Oil στην τιμή των 85 δολαρίων ανά μετοχή (όταν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής ήταν 65 δολάρια). Η προσπάθεια εξαγοράς της Marathon Oil τελείωσε με την εξαγορά της από την επιχείρηση U.S. Steel (που έπαιξε τον ρόλο του «Λευκού Ιππότη») σε τιμή που ισοδυναμεί με 108,36 δολάρια ανά μετοχή. Πιο δραματική είναι η περίπτωση της Bendix που, στην προσπάθεια της, το 1982, να εξαγοράσει την Marietta, κατέληξε να εξαγοραστεί η ίδια από την Allied Corporation.

## **2.6 ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Τα κίνητρα που ωθούν μια εταιρεία να εμπλακεί σε μια εξαγορά ή συγχώνευση είτε από την πλευρά του αγοραστή είτε από την πλευρά του εξαγοραζόμενου είναι τα εξής:

1) Η υποτίμηση που μπορεί να έχει υποστεί μια επιχείρηση. Οι επιχειρήσεις που έχουν υποτιμηθεί από τις αγορές, συνήθως αποτελούν στόχους εξαγοράς.

2) Συνέργια υπάρχει, όταν προκύπτει πιθανή επιπλέον αξία από τον συνδυασμό δύο επιχειρήσεων είτε από λειτουργικές είτε από χρηματοοικονομικές πηγές.

$$VF_{\text{νέα}} > VF_1 + VF_2$$

Οικονομική συνέργια έχουμε, όταν υπάρχει μείωση στο κόστος κεφαλαίου του νέου σχήματος που προκύπτει από την εξαγορά ή τη συγχώνευση, από ότι είχαν σαν μεμονωμένες εταιρίες.

Η συνέργια μπορεί να προέλθει από:

- Οικονομίες κλίμακας στη λειτουργία

α) Οικονομίες κλίμακας (economies of scale) υπάρχουν, όταν μια μεγαλύτερη επιχείρηση μπορεί να έχει την δυνατότητα να μειώσει το κόστος ανά μονάδα χρησιμοποιώντας ανεκμετάλλευτη δυναμικότητα ή με την κατανομή των σταθερών εξόδων σε περισσότερες μονάδες. Ο στόχος των οριζόντων και των conglomerate συγχωνεύσεων, είναι η μείωση του κόστους. Λειτουργικές συνέργιες μπορούν ακόμα να προκύψουν από οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων και από οικονομίες μάθησης και εμπειρίας.

β) Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης (economies of vertical integration) , υπάρχουν όταν ο έλεγχος επί των προμηθευτών πιθανώς να μειώσει το κόστος. Επίσης, όταν η υπερβάλλουσα ολοκλήρωση μπορεί να προκαλέσει το αντίθετο αποτέλεσμα, να αυξήσει το κόστος δηλαδή. Όταν υπάρχουν αρκετοί προμηθευτές ή διανομείς, πριν την ενοποίηση, που συντηρούν τον ανταγωνισμό, μετά τη συγχώνευση όλοι μπορούν να ενοποιηθούν σε έναν, περισσότερο αποτελεσματικό, προμηθευτή ή διανομέα, καθώς επίσης και όταν



η κάθετη ολοκλήρωση μειώνει το κόστος με την αύξηση της αποτελεσματικότητας.

γ) Συνδυασμός Συμπληρωματικών Πηγών επιτυγχάνεται όταν οι δύο επιχειρήσεις αλληλοσυμπληρώνονται, βελτιώνοντας τα κέρδη. Η συγχώνευση μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να προκύψουν λειτουργικές συνέργιες, όταν μια επιχείρηση διαθέτει κάτι που η άλλη έχει ανάγκη. Αυτή η πηγή συνέργιας είναι συνήθης στις εξαγορές μικρών επιχειρήσεων από μεγάλες. Η μικρή επιχείρηση συνήθως έχει ένα μοναδικό προϊόν ή πατέντα αλλά στερείται τους οικονομικούς πόρους και την υποδομή στο marketing που απαιτείται για την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά και την εκμετάλλευση της πατέντας σε μεγάλη κλίμακα. Η εξαγορά μιας τέτοιας επιχείρησης από μια ώριμη με πλήρη διοικητική οργάνωση μπορεί να διανοίξει ευκαιρίες που καμία από τις δύο δεν μπορούσε διαφορετικά να επιδιώξει και δημιουργεί ωφέλειες καθώς κάθε επιχείρηση αποκτά πόρους που δεν είχε πριν και τους αποκτά με λιγότερο κόστος από ότι θα της κόστιζε να τους αναπτύξει μόνη της.

- Οικονομίες κλίμακας στα χρηματοοικονομικά

α) Συγχωνεύσεις για την χρησιμοποίηση κεφαλαίων που πλεονάζουν. Στην περίπτωση που μια επιχείρηση ανήκει σε έναν αναπτυγμένο κλάδο με λίγες, αν υπάρχουν, επενδύσεις με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία, η εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης μπορεί να είναι η καλύτερη χρήση των κεφαλαίων της.

β) Τα στοιχεία του ενεργητικού θα έχουν μεγαλύτερη αξία αν πωληθούν τμηματικά σε άλλες επιχειρήσεις.

γ) Η αύξηση της δύναμης στην αγορά, κυρίως μέσω οριζόντιας συγχώνευσης, είναι ένας άλλος τρόπος ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη κερδοφορία της ενιαίας επιχείρησης, καθώς αυτό οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη (αύξηση της τιμής λόγω έλλειψης ανταγωνισμού). Αυτό μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων καθώς, π.χ. η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή αυξάνει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά.

- Αποτελεσματική διοίκηση

α) Εξάλειψη της αναποτελεσματικότητας, με σκοπό τη βελτίωση της διοίκησης. Στην προκειμένη περίπτωση υπάρχει η πεποίθηση ότι η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας μπορεί να επιτύχει πολύ καλύτερα αποτελέσματα από τη διοίκηση της εξαγορασθείσας εταιρείας. Αυτό συνήθως συμβαίνει σε περιπτώσεις όπου μια εταιρεία ηγέτης κάποιου κλάδου εξαγοράζει μια μικρότερη που βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης και αρχίζει να αντιμετωπίζει πρωτόγνωρα για αυτήν προβλήματα ή όταν η εξαγορασθείσα εταιρεία αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα και ενδεχομένως βρίσκεται υπό την πίεση των πιστωτών της. Επιτυγχάνονται επίσης, με αυτόν τον τρόπο διοικητικές συνέργιες, από το μοίρασμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευομένων επιχειρήσεων. Στο βαθμό που αυτές οι ικανότητες είναι εξειδικευμένες (specific capabilities), π.χ. παραγωγή, έρευνα, marketing, κλπ., τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ στο βαθμό που υπάρχουν, σε πιο γενικό επίπεδο (generic capabilities), π.χ. στην διοίκηση, στον σχεδιασμό,

στον έλεγχο, μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

β) Έλεγχος της επιχείρησης. Επιχειρήσεις με κακή διοίκηση, αναδιοργανώνονται από τους νέους ιδιοκτήτες που αναμένουν επιπλέον αξία.

γ) Προσωπικό συμφέρον των στελεχών. Το γεγονός ότι μεγαλύτεροι οργανισμοί προσφέρουν συνήθως μεγαλύτερες αμοιβές για τα ανώτατα στελέχη αποτελεί πρόσθετο κίνητρο πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τα ανώτατα στελέχη πολλές φορές παρακινούνται από προσωπικά συμφέροντα αδιαφορούν για τα συμφέροντα των μετόχων και υποκινούνται από προσωπικές φιλοδοξίες προχωρούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Επίσης πολλές φορές η ύπαρξη κάποιου bonus ωθεί σε αυτή την κατεύθυνση αδιαφορώντας πολλές φορές για τα προβλήματα που έχουν να αντιμετωπίσουν ενώ αρκετές φορές επιδεικνύουν και αλαζονική συμπεριφορά ως προς τις δυνατότητες τους.

δ) Μεγέθυνση στοιχείων ενεργητικού. Η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης συνεπάγεται αύξηση των πόρων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της διοίκησης, την αύξηση της δύναμης των διευθυντικών στελεχών, τη μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας και της συνεπαγόμενης απώλειας αμοιβών.

ε) Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα. Η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια, μειώνει τον κίνδυνο – επιτυγχάνεται έτσι διασπορά κινδύνου, δηλαδή ο κίνδυνος της επιχείρησης που προήλθε από τον συνδυασμό των δύο άλλων, είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Αυτή η μείωση του

κινδύνου δημιουργεί το φαινόμενο συνασφάλισης, που μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και επομένως αυξάνει τη δανειοληπτική ικανότητα της νέας επιχειρηματικής οντότητας.

στ) Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης (agency problem). Τα διοικητικά προβλήματα προκύπτουν όταν τα στελέχη μίας επιχείρησης και ταυτόχρονα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κατέχουν πολύ μικρό ποσοστό μετοχών, με αποτέλεσμα να μην τους ενδιαφέρει πρωτίστως η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Αυτή η μικρή συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρείας σε συνδυασμό με την ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών, τους οδηγεί να κάνουν ενέργειες που αυξάνουν τις δικές τους ανέσεις, στην διενέργεια επενδύσεων ζημιολογών και γενικότερα στην σπάταλη των χρημάτων της εταιρείας σε μη παραγωγικούς σκοπούς και γενικότερα υιοθέτηση πολιτικών που προσβλέπουν σε μεγέθυνση των πωλήσεων και μεγέθυνση των στοιχείων του ενεργητικού τα οποία είναι συνυφασμένα με αυξήσεις στις αποδοχές των διευθυντών αντί να χρησιμοποιούν τις πλεονάζουσες αυτές ταμειακές ροές για πληρωμή μερισμάτων, μειώνοντας έτσι την αξία των μετόχων.

ζ) Η θεωρία "Hubris" : Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από τον Roll το 1986, ο οποίος προσπάθησε να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις υποβάλλουν προσφορές για εξαγορές αφού αυτές δεν δημιουργούν πρόσθετη αξία. Με βάση αυτή τη θεωρία οι μάνατζερ υπερεκτιμούν τα οικονομικά οφέλη από τις εξαγορές και πιστεύουν ότι η δική τους αποτίμηση είναι σωστή σε σχέση με την αγοραία, η οποία υποεκτιμά την οικονομική αξία της ένωσης των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, η διοίκηση της εταιρείας είναι διατεθειμένη να πληρώσει μεγαλύτερο πριμ εξαγοράς.

- Φορολογικά οφέλη

Αχρησιμοποίητα φορολογικά οφέλη (tax shields) και φορολογικές εξοικονομήσεις (tax savings) που μπορούν να προέλθουν από είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση, π.χ. μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις, είτε από μεταφορά ζημιών από τη μία επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή (effective tax rate).

Συγκεκριμένες μελέτες που έχουν γίνει καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αρκετές εξαγορές έχουν γίνει προκειμένου να εξασφαλιστούν κάποιες φοροαπαλλαγές ή εξαιτίας κάποιων φορολογικών κινήτρων. Οι Gilson, Scholes και Wolfson έθεσαν το θεωρητικό υπόβαθρο που καθορίζει τη σχέση των φαινομενικών κερδών σε αυτές τις περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Επίσης μέτρησαν ότι για ένα συγκεκριμένο αριθμό συγχωνεύσεων τα φορολογικά κίνητρα έπαιξαν πρωταρχικό ρόλο.

Υπάρχουν ακόμα κάποιοι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις μπορεί να αξίζουν περισσότερο μαζί, από ότι οι μεμονωμένες επιχειρήσεις. Τέτοιοι λόγοι είναι:

- 1) Διαφοροποίηση (Diversification)

Οι επενδυτές δε χρειάζεται να καταβάλουν μεγαλύτερη τιμή (premium) για την διαφοροποίηση, αφού μπορούν να την πετύχουν μόνοι τους.

- 2) Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή

Οι προσπάθειες που γίνονται για να αυξηθούν τα κέρδη ανά μετοχή, που δεν βασίζονται στην παραγωγικότητα των χρησιμοποιούμενων στοιχείων

του ενεργητικού, και ενδεχομένως μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης, δεν αποτελούν καλό λόγο για μια συγχώνευση.

3) Η αγορά στοιχείων του ενεργητικού, σε χαμηλότερες τιμές του κόστους αντικατάστασης.

4) Η αγορά άλλων επιχειρήσεων, με στόχο την αύξηση του μεγέθους, ώστε να είναι δυσκολότερο να αποτελέσει η επιχείρηση στόχο εξαγοράς.

## **2.7 Εξέταση Οικονομικών Θεωριών**

Υπάρχουν ακόμα κάποιες θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια, οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν τους λόγους που προκαλείται έντονη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Εξ' αυτών, προκύπτει εκτός των άλλων, η γενική διαπίστωση, ότι στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, υπάρχουν πολλά και αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα (conflicting interests) των διαφόρων ενδιαφερομένων ομάδων. Κάποιες από τις θεωρίες αυτές υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των συγχωνεύσεων είναι κατά βάση οικονομικά, όπως η νεοκλασική οικονομική προσέγγιση, η οποία θέτει ως βασικό κίνητρο τη μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και τον πλούτο των μετόχων. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον, προωθούν στόχους μεγιστοποίησης κερδών, που μεταφράζονται στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Με βάση αυτή την υπόθεση, οι διοικήσεις των εταιρειών θεωρούν τις εξαγορές ως ένα οποιονδήποτε άλλο επενδυτικό σχέδιο, το οποίο θα πρέπει να αναλάβουν εάν η καθαρά παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων.

Σύμφωνα με τη θεωρία της ασυμμετρίας πληροφόρησης (information asymmetries hypothesis), οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των επιχειρήσεων – στόχων που πηγάζουν από την ασυμμετρική κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Με την υπόθεση αυτή, αυτό που προκαλεί τη διοίκηση του bidder να κάνει προσφορά εξαγοράς για μια άλλη εταιρεία, είναι ότι μπορεί να πιστεύει, βάση προνομιακών πληροφοριών, ότι η εταιρεία αυτή είναι υποτιμημένη από την αγορά (η οποία δεν διαθέτει τις ίδιες πληροφορίες) και συνεπώς κάνοντας την εξαγορά μπορεί να αξιοποιήσει το πραγματικό δυναμικό της επιχείρησης. Το γεγονός ότι ένας bidder αποδίδει μια υψηλότερη αξία στη συγκεκριμένη επιχείρηση, στέλνει ένα μήνυμα στην αγορά (signaling theory), και φυσικά σε άλλους επίδοξους bidders, ότι η πραγματική αξία της είναι μεγαλύτερη, και συνεπώς υπάρχουν περιθώρια για κέρδη. Εμπειρικές μελέτες (Dodd & Ruback 1977, Bradley, Desai & Kim 1983), έχουν επιβεβαιώσει τη σχέση μεταξύ της ασυμμετρίας των πληροφοριών και της δραστηριότητας των εξαγορών, δείχνοντας ότι οι τιμές των μετοχών των targets που έχουν δεχτεί τη δημόσια προσφορά, εξακολουθούν να ανέρχονται και μετά την αποτυχία της προσφοράς, ανεξάρτητα από την τελική έκβαση αυτής. Αυτό το γεγονός εξηγείται από την διοχέτευση αυτών των προνομιακών πληροφοριών στην αγορά, που έχει ως συνέπεια την ανατίμηση της αξίας της επιχείρησης.

Επίσης, η Θεωρία Παιγνίων η οποία ασχολείται με την ανάλυση λήψης άριστων αποφάσεων, όταν όλοι εκείνοι που λαμβάνουν τις αποφάσεις δρουν ορθολογικά, και καθένας από αυτούς προσπαθεί να προβλέψει τις κινήσεις και

τις αντιδράσεις των υπολοίπων, η εφαρμόζεται στο πεδίο των επιχειρήσεων, και περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε ορισμένες πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Υπό το πλαίσιο της θεωρίας αυτής, εξηγείται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας. Χαρακτηριστική περίπτωση, αποτελούν οι συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στο Ελληνικό Τραπεζικό σύστημα την περίοδο 1998-2000, οι συγχωνεύσεις των πετρελαϊκών εταιρειών την περίοδο 1998-2001, μεταξύ BP-Amoco, Mobil Exxon, Chevron-Texaco και BP-Conoco.

Η θεωρία της διαταράξεως των αγορών η οποία φαίνεται ότι γενικά ισχύει για την εξήγηση των merger waves, αποτέλεσε τη βάση για την ανάπτυξη της θεωρίας της υπεραντιδράσεως των αγορών από τους DeBondt & Thaler (1985) σχετικά με τη μη-ορθολογική ψυχολογία των επενδυτών και της αγοράς. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Η σχέση μεταξύ δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών και υπεραντίδρασης των αγορών αποδείχτηκε στη μελέτη των DeBondt & Thomson (1992).

## **2.8 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ**

Βασικός παράγοντας για την επιτυχία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων θεωρείται το νομικό πλαίσιο που υπάρχει στη χώρα που πραγματοποιείται η επιχειρηματική σύμπραξη. Οι νόμοι και οι κανονισμοί που εφαρμόζονται στις περιπτώσεις των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι σημαντικοί για την ολοκλήρωση της διαδικασίας, καθώς είναι δυνατό να



ανακύψουν πολλά και περίπλοκα νομικά ζητήματα, τα οποία πρέπει να επιλυθούν από νόμους και κανονισμούς ειδικούς για τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Στον εμπορικό νόμο υπάρχουν διατάξεις που ρυθμίζουν τη συγχώνευση των Ανωνύμων Εταιρειών που αναφέρεται στα άρθρα 68-80 του Ν.Δ.2190/1920 όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ισχύουν σύμφωνα με το Π.Δ. 498/87 και τη συγχώνευση των Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.) που είναι τα άρθρα 54-55 του Ν.Δ.3190/1955. Αυτές οι περιπτώσεις συγχωνεύσεων ρυθμίζονται ρητά από το νόμο και ονομάζονται γνήσιες συγχωνεύσεις. Όλες οι άλλες περιπτώσεις, των οποίων η διαδικασία δε ρυθμίζεται από το νόμο, είναι οι λεγόμενες μη-γνήσιες ή καταχρηστικές συγχωνεύσεις. Πέρα από τους δύο βασικούς αυτούς νόμους όμως, ισχύουν και άλλοι δύο νόμοι, ειδικοί για τις συγχωνεύσεις, τους οποίους με το πέρασμα του χρόνου, η αγορά φαίνεται να τους έχει αποδεχτεί και προτιμήσει, κυρίως λόγω του ευεργετικού χαρακτήρα τους, ο οποίος προκύπτει από τις φοροαπαλλαγές και τις διευκολύνσεις που αναφέρω πιο κάτω. Αυτοί είναι οι Ν.Δ. 1297/1972 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/1993, που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις οποιωνδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. Ακόμα, ισχύει το άρθρο 16 του Ν. 2515/97, που ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ειδικότερα, σύμφωνα με το ελληνικό νομικό πλαίσιο, υπάρχουν τρεις τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών:

**α) Συγχώνευση με απορρόφηση εταιρείας.** Είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες Α.Ε. (απορροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να

ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη Α.Ε. (απορροφώσα), το σύνολο της περιουσίας τους, (Ενεργητικό και Παθητικό), έναντι αποδόσεως, στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφώσα εταιρεία, και ενδεχομένως καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών. Έτσι η απορροφώσα συνεχίζει τη λειτουργία της, ενώ οι απορροφούμενες λύνονται, και παύουν να υπάρχουν ως νομικά πρόσωπα. Όλα τα στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων μεταβιβάζονται στην απορροφώσα και το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας αυξάνεται κατά το ποσό της καθαρής θέσης της απορροφούμενης εταιρείας. Για αυτό το ποσό η απορροφώσα εταιρεία εκδίδει ανάλογο αριθμό νέων μετοχών, τις οποίες διανέμει στους μετόχους της απορροφούμενης με αναλογία που προβλέπει η Σύμβαση Συγχώνευσης.

**β) Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας** και διάλυση των συγχωνευομένων εταιρειών. Είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες Ανώνυμες Εταιρείες λύνονται, χωρίς εκκαθάριση, με σκοπό τη δημιουργία μιας οικονομικής μονάδας. Οι εταιρείες που διαλύονται μεταβιβάζουν στη νέα επιχείρηση το σύνολο της περιουσίας τους (Ενεργητικό και Παθητικό), έναντι αποδόσεως μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρεία και –ενδεχομένως- μετρητών για τυχόν στρογγυλοποιήσεις.

**γ) Συγχώνευση με εξαγορά μιας εταιρείας** (ή περισσότερων) από άλλη ανώνυμη εταιρία, είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες Α.Ε. (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη Α.Ε. (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (Ενεργητικό και Παθητικό) έναντι αποδόσεως στους μετόχους των

εξαγοραζόμενων εταιρειών του αντιτίμου των μετοχών τους. Εφαρμόζονται οι διατάξεις του Κ.Ν.2190/1920 και απαιτείται έγκριση των μετόχων κάθε μίας από τις επιχειρήσεις. Δεν πραγματοποιείται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοράζουσας, επομένως, ούτε έκδοση νέων μετοχών. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας. Απλώς, λαμβάνουν το συμφωνηθέν αντίτιμο, λύεται η σχέση τους με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση, χωρίς να δημιουργείται σχέση με την εξαγοράζουσα.

δ) Επιπλέον, υπάρχει ακόμα μία περίπτωση συγχώνευσης, η **απορρόφηση μιας Ανώνυμης Εταιρείας 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 απορροφώμενης μεταφέρονται στον ισολογισμό της απορροφώσας. Εάν η Καθαρή Θέση της απορροφώμενης 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.

### **2.8.1 Διαδικασία πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης στην Ελλάδα**

Ανεξάρτητα από τον τρόπο συγχώνευσης, η διαδικασία που ακολουθείται για την πραγματοποίησή της είναι κοινή. Σύμφωνα με το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο, μπορεί να γίνει η διάκριση των διαδικασιών στα εξής στάδια:

- 1) Κατάρτιση εγγράφου Σχεδίου Συμβάσεως Συγχωνεύσεως (Σ.Σ.Σ.) και εκθέσεων των Διοικητικών Συμβουλίων (Δ.Σ.) των συγχωνευμένων εταιρειών επί του σχεδίου αυτού. Το περιεχόμενο του Σχεδίου Συμβάσεως Συγχώνευσης (π.χ. ο λόγος της συγχώνευσης, η μορφή της νέας εταιρείας, η σχέση ανταλλαγής κλπ.) ορίζεται σαφώς από το άρθρο 69 του Κ.Ν.2190/1920. Το Σ.Σ.Σ. και οι εκθέσεις των Δ.Σ. υποβάλλονται σε δημοσιότητα τουλάχιστον 2 μήνες πριν την ημερομηνία των Γενικών Συνελεύσεων (Γ.Σ.) που θα αποφασίσουν τη συγχώνευση.
- 2) Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευομένων εταιρειών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων και σύνταξη σχετικής έκθεσης.
- 3) Δημοσίευση περίληψης του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευομένων εταιρειών. Οι πιστωτές έχουν δικαίωμα μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση αυτή να ζητήσουν επαρκείς εγγυήσεις.
- 4) Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευομένων εταιρειών. Η πληροφόρηση αυτή θα πρέπει οπωσδήποτε να γίνει ένα μήνα πριν τη Γενική Συνέλευση.
- 5) Έγκριση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης από τις Γενικές Συνελεύσεις των συγχωνευομένων εταιρειών. Στις ίδιες Γενικές Συνελεύσεις εγκρίνονται και οι αναγκαίες τροποποιήσεις (αύξηση κεφαλαίων, καταστατικών εταιρειών, κλπ) με την αυξημένη απαρτία των 2/3 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου που ορίζουν τα άρθρα 29&31 του Κ.Ν.2190/1920.

6) Έγκριση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης από τον Υπουργό Εμπορίου και Ανάπτυξης, συγκεκριμένα από την αρμόδια νομαρχία και δημοσιότητα της συγχώνευσης, με την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών και στο σχετικό Φύλλο Εφημερίδας της Κυβερνήσεως των Α.Ε. και Ε.Π.Ε. Η δημοσιότητα περιλαμβάνει εκτός από την ενημέρωση του κοινού, ενημέρωση του Χ.Α.Α. σχετικά με τις μεταβολές των ποσοστών συμμετοχής, την ενημέρωση της Τράπεζας της Ελλάδος (προκειμένου για πιστωτικά ιδρύματα, άρθρο 17 Ν.2076/1992) και γνωστοποίηση, όπου απαιτείται κατά νόμο, του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης στην Επιτροπή Ανταγωνισμού.

7) Η απορροφώμενη παύει να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο, οι μέτοχοι της απορροφώμενης καθίστανται μέτοχοι της απορροφώσας, τα αποτελέσματα της απορροφώμενης μεταφέρονται στα λογιστικά βιβλία της απορροφώσας, η οποία γίνεται καθολική διάδοχος όλων των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων της απορροφώμενης.

8) Επιπλέον, εντός 10 ημερών από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών η απορροφώμενη εταιρεία υποβάλλει στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. δήλωση διακοπής δραστηριοτήτων εισοδήματος και προβαίνει σε ακύρωση των στοιχείων από το τμήμα Κ.Β.Σ. Στη συνέχεια, γίνεται η έγκριση και η κυκλοφορία του Ενημερωτικού Δελτίου της συγχώνευσης σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985 εφόσον η απορροφώσα είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

9) Εντός ενός μηνός από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης για την αύξηση του μετοχικού

κεφαλαίου και την έγκριση του Υπουργείου Ανάπτυξης, θα πρέπει η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με πιστοποίηση από το Δ.Σ. της απορροφώσης.

10) Τέλος, το Δ.Σ. της απορροφώσης (εφόσον είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών) θα πρέπει να συγκληθεί για να εξουσιοδοτήσει ένα ή περισσότερα μέλη του να έρθουν σε επαφή με τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α.Α. για να κινήσουν τις διαδικασίες έκδοσης των νέων τίτλων, ακύρωσης των παλαιών. Γνωστοποίησης έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, κλπ. Εννοείται ότι θα πρέπει να ακυρωθούν οι μετοχές της απορροφώμενης (εάν είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.) των οποίων σταματά η διαπραγμάτευση.

### **2.8.2 Φορολογικές διευκολύνσεις μέσω του φορολογικού πλαισίου**

Επειδή το δημόσιο θέλει να δίνει κίνητρα για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και για τη δημιουργία μεγάλων εταιρειών, σύμφωνα με το ελληνικό φορολογικό σύστημα, δίνεται η δυνατότητα να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση με βάση τους αναπτυξιακούς νόμους Ν.Δ.1297/1972 και Ν.Δ.2166/1993, με τους οποίους, παρέχονται οι παρακάτω φοροαπαλλαγές για τις συγχωνεύσεις Α.Ε. και Ε.Π.Ε.:

- Απαλλαγή από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του δημοσίου ή τρίτων της σύμβασης μετατροπής ή συγχώνευσης, της εισφοράς και μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων και κάθε άλλης σχετικής συμφωνίας και πράξης.
- Απαλλαγή των εισφερόμενων ακινήτων (από την απορροφούμενη στην απορροφώσα) από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων. Συγκεκριμένα με τη χρήση του Ν.Δ.2166/1993 η επιχείρηση απαλλάσσεται από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων, χωρίς καμία προϋπόθεση.

- Απαλλαγή (κατά το χρόνο μετασχηματισμού) από το φόρο εισοδήματος της Υπεραξίας (goodwill) που προέκυψε από τη συγχώνευση ή μετατροπή. Αν δε γίνει χρήση αυτών των δύο ευνοϊκών νόμων, σε κάθε μεταβίβαση επιχείρησης, μεταβιβάζεται και η υπεραξία της μεταβιβαζόμενης επιχείρησης, η οποία αποτελεί μετρήσιμο μέγεθος, προκύπτει από τα οικονομικά στοιχεία της τελευταίας πενταετίας της μεταβιβαζόμενης επιχείρησης, η οποία και φορολογείται με 20%. Με τη χρήση όμως των νόμων αυτών, η επιχείρηση απαλλάσσεται από τη φορολογία της υπεραξίας. Με τη χρήση του Ν.Δ.2166/1993 μάλιστα, ο μετασχηματισμός απαλλάσσεται παντός φόρου.
- Οι ζημίες τρεχούσης χρήσεως και παρελθόντων ετών που τυχόν υπάρχουν στον ισολογισμό μετασχηματιζόμενης επιχείρησης μεταφέρονται στη νέα εταιρεία και δύναται να συμψηφιστούν με τα κέρδη που ενδεχομένως θα προκύψουν στη χρήση του μετασχηματισμού και των κερδών των δύο επόμενων χρήσεων.

### **2.8.3 Προϋποθέσεις ένταξης εταιρειών σε μετασχηματισμό με τους νόμους Ν.Δ.1297/1972 και Ν.Δ.2166/1993**

Υπάρχουν κάποιες προϋποθέσεις για τις εταιρείες που θα συμμετάσχουν στον μετασχηματισμό αυτό, ειδικότερα για να ενταχθούν στις ευνοϊκές διατάξεις των νόμων Ν.Δ.1297/1972 και Ν.Δ.2166/1993, και είναι οι εξής:

Πρέπει το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας Ανώνυμης Εταιρείας, μετά τον μετασχηματισμό, να είναι 300.000 ευρώ. Δεν πρέπει το κύριο αντικείμενο εργασιών των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων να είναι η κατασκευή ή εκμετάλλευση πάσης φύσεως ακινήτων, πλην των

ξενοδοχειακών επιχειρήσεων. Δεν πρέπει καμία από τις εταιρείες να είναι οικοδομική, τεχνική, κτηματική. Ειδικά για τον Ν.Δ.2166/1993 πρέπει να έχει περάσει τουλάχιστον μία οικονομική χρήση λειτουργίας των εταιρειών, να τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας, και να έχει συνταχθεί ένας τουλάχιστον ισολογισμός που να μην είναι ταυτόχρονα και ισολογισμός μετασχηματισμού. Για την περίπτωση εισφοράς ενός κλάδου μιας επιχείρησης σε μια άλλη, και όχι ολόκληρης της εταιρείας, υπάρχει μία ακόμα προϋπόθεση, να είναι οι εταιρείες και οι δύο λειτουργούσες και όχι σε αδράνεια.

## **2.9 Αντικρουόμενες απόψεις σχετικά με τη δημιουργία αξίας**

Ένα σημαντικό θέμα που πρέπει να διερευνηθεί σχετικά με τις εταιρικές τροποποιήσεις που προκαλούνται από συγχωνεύσεις και εξαγορές, είναι κατά πόσο αυτές δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία. Με βάση εμπειρική έρευνα του παρελθόντος, η απάντηση στο ερώτημα αυτό έχει ως εξής: Οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχων (target companies) στις οποίες γίνεται η προσφορά εξαγοράς, κερδίζουν κατά μέσον όρο περίπου 20% με 43%, ενώ οι μέτοχοι των εταιρειών που κάνουν την προσφορά εξαγοράς (bidding companies) είτε καταγράφουν μικρές ζημιές, ή στην καλύτερη των περιπτώσεων, είναι ουδέτεροι. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχουν ενδείξεις για μεταφορά πλούτου από τον αγοραστή στον εξαγοραζόμενο, ενώ το συνολικό αποτέλεσμα για την ενιαία επιχείρηση που δημιουργείται με τη συγχώνευση είναι ελάχιστα θετικό. Από μελέτες στρατηγικού management προκύπτει επίσης ότι η μεγάλη πλειοψηφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτυγχάνει να φέρει εις πέρας τους στόχους που έχει θέσει πριν τη συγχώνευση. Μια τέτοια μελέτη για τα



ελληνικά δεδομένα, για την περίοδο 1997-1999, έδειξε ότι περίπου το 58% των επιχειρήσεων του δείγματος είδαν τη συνολική απόδοση των κεφαλαίων (ROA) τους να μειώνεται κατά το επόμενο έτος της συγχώνευσης, σε σχέση με την απόδοση της τριετίας πριν το έτος της συγχώνευσης. Επιπλέον, ποσοστό μεγαλύτερο του 60% των επιχειρήσεων του δείγματος, δεν επιβεβαίωσαν τις προσδοκίες τους σχετικά με την υλοποίηση των αναμενόμενων συνεργειών κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση. Όλα αυτά σημαίνουν ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, πιο συχνά καταστρέφουν παρά δημιουργούν αξία. Άρα θα λέγαμε ότι με πιθανότητα αποτυχίας περίπου 50% ή και λίγο μεγαλύτερη, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές καθίστανται συναλλαγές μεγάλου επιχειρηματικού κινδύνου. Συνεπώς, ένα δεύτερο ερώτημα το οποίο γεννάται, σχετίζεται με το τι είναι αυτό που κάνει τις επιχειρήσεις διεθνώς, να εμπλέκονται σε μία τέτοια δραστηριότητα υψηλού κινδύνου. Αυτό που ίσως μπορούμε να πούμε, είναι ότι μέσα σε αυτό το 50%, ή έστω το 40% των επιτυχημένων συγχωνεύσεων, βρίσκονται ορισμένες επιχειρήσεις που χρωστούν την ταχεία και κερδοφόρο ανάπτυξή τους σε μια επιτυχημένη στρατηγική εξαγορών. Το κλειδί της επιτυχίας φαίνεται ότι βρίσκεται, εκτός από τα χαρακτηριστικά της συμφωνίας (characteristics of structuring the deal) και τις τακτικές που ακολουθούνται κατά τη διάρκεια της προσφοράς, κυρίως στη θεώρηση της όλης υπόθεσης όχι ως μίας απλής συναλλαγής, αλλά ως μίας διαδικασίας στρατηγικής σημασίας, που πρέπει να βρίσκεται σε συνάρτηση με την εταιρική στρατηγική και να δημιουργεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Άλλες εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι οι συγχωνεύσεις δημιουργούν αξία σαν αποτέλεσμα οικονομιών κλίμακας, άλλες συνέργιες και λόγω καλύτερης διοίκησης. Στις περισσότερες περιπτώσεις προκύπτει ότι οι μέτοχοι των επιχειρήσεων «στόχος» ωφελούνται, δηλαδή, η τελική τιμή πλησιάζει την πλήρη αξία τους, και αυτό γίνεται συνήθως γιατί ο ανταγωνισμός προσφορών σπρώχνει προς τα πάνω τις τιμές.

Τελικά μπορεί να παραχθεί υπεραξία για τις επιχειρήσεις και πλούτος για τους μετόχους τους, μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων; Ασφαλώς ναι, ισχυρίζεται η διεθνής βιβλιογραφία, αλλά και η επιχειρηματική πρακτική. Και δεν είναι τυχαίο ότι τις τελευταίες δεκαετίες έχει παρατηρηθεί μια ιδιαίτερη έξαρση του αριθμού των εξαγορών και των συγχωνεύσεων σε όλες τις χώρες του οικονομικά ανεπτυγμένου κόσμου. Μερικές από τις αιτίες που οδηγούν στην παραγωγή υπεραξίας για τις επιχειρήσεις και πλούτου για τους μετόχους τους, είναι:

- Η εξάλειψη ορισμένων κατηγοριών κόστους που μετά την συγχώνευση θα γίνονται μία φορά και όχι δύο.
- Η μείωση κόστους λόγω των οικονομιών κλίμακας (scale economy).
- Η αύξηση του κύκλου εργασιών, μέσω των σταυροειδών πωλήσεων (cross selling), της ολοκλήρωσης του προσφερόμενου εύρους προϊόντων στους πελάτες (product portfolio), του ευρύτερου δικτύου διανομής (distribution network), κ.λπ.
- Και τέλος, η αναβάθμιση της μετοχής, λόγω της μείωσης του κόστους κεφαλαίου που συχνά επιτυγχάνεται, αλλά και λόγω της εντονότερης προσέλκυσης του επενδυτικού ενδιαφέροντος (τα περισσότερα θεσμικά

χαρτοφυλάκια εστιάζουν την προσοχή τους κυρίως στις μετοχές των μεγάλου μεγέθους εταιριών).

Ωστόσο, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου οι συγχωνεύσεις όχι μόνο δεν οδήγησαν σε ένα ισχυρότερο σχήμα, αλλά αντίθετα αποτέλεσαν πηγές σημαντικών προβλημάτων. Πέραν αυτών, έχουμε γίνει μάρτυρες πολλών περιπτώσεων ότι η ένταξη περισσότερων της μιας εταιριών ή δραστηριοτήτων σε ένα ευρύτερο σχήμα, είχε ως αποτέλεσμα το ευρύτερο σχήμα – ενοποιημένη εταιρεία, ή εταιρεία holding (συμμετοχών)- να διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο με χαμηλότερη αξία σε σχέση με το παρελθόν, ανεξάρτητα από τις όποιες μεταβολές στο Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου. Οι περιπτώσεις των ατυχών "επιχειρηματικών γάμων" στην Ελλάδα είναι μέχρι σήμερα, αναλογικά πολύ περισσότερες, σε σύγκριση με τα αντίστοιχα στοιχεία των χωρών του εξωτερικού, για διάφορους λόγους, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται: **1)** η προχειρότητα με την οποία έγιναν αρκετές εξ' αυτών κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής φούσκας και της άκρατης αισιοδοξίας (1999-2000), **2)** ο υποχρεωτικός και όχι ο εθελοντικός χαρακτήρας που έγιναν ορισμένες εξ' αυτών (π.χ. κατασκευαστικός τομέας ενόψει της αναβάθμισης των πτυχίων των εταιριών) και **3)** ο οικογενειακός χαρακτήρας των περισσότερων επιχειρήσεων και η - ως εκ τούτου - δυσκολία προσαρμογής σε ευρύτερα σχήματα.

## **2.10 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING (ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ)**

Η Holding είναι μια επιχείρηση που στο ενεργητικό της έχει μόνο μετοχές άλλων εταιριών. Κατέχει συμμετοχή σημαντικής και μακράς

διάρκειας στο εταιρικό κεφάλαιο άλλων εταιρειών και αποκτά το αναμφισβήτητο δικαίωμα να τις διευθύνει και να τις ελέγχει.

Η νομική μορφή μιας εταιρείας Holding δεν έχει σημασία, δεν επιβάλλεται ορισμένος νομικός τύπος για τη σύσταση εταιρείας Holding. Μπορεί να συστηθεί είτε υπό μορφή συνεταιρισμού, είτε υπό μορφή άλλης εταιρείας, καθώς επίσης δεν είναι απαραίτητη η χρήση του όρου Holding για να αποκτήσει νομική προσωπικότητα. Η πιο συνηθισμένη μορφή μιας εταιρείας holding, εκείνη που ταιριάζει και περισσότερο στη φύση μιας τέτοιας εταιρείας, είναι η ανώνυμη εταιρεία. Η εταιρεία holding προϋποθέτει την ύπαρξη μεγάλων κεφαλαίων και τεχνικών μέσων, διότι είναι ο κατ' εξοχήν τύπος μεγάλης εταιρείας με την ευρεία έννοια. Η φύση μιας εταιρείας συμμετοχών και εν γένει ο επιδιωκόμενος οικονομικός σκοπός της, απαιτεί ευλυγισία οργάνωσης και λειτουργίας και ευκολία προμήθειας κεφαλαίου. Τα προσόντα αυτά βρίσκονται συγκεντρωμένα στον τύπο της ανώνυμης εταιρείας, η οποία είναι κατ' εξοχήν κεφαλαιουχική εταιρεία και έχει τη δυνατότητα διά του καταστατικού της, να αποκτήσει την πλέον ευλύγιστη διάρθρωση και μέσω της έκδοσης μετοχών ή άλλων τίτλων, να συγκεντρώσει τεράστια κεφάλαια.

Συνήθως μια εταιρεία συμμετοχών αναφέρεται σε μια εταιρεία η οποία δεν παράγει αγαθά ή υπηρεσίες η ίδια, αλλά ο μόνος της σκοπός είναι η κατοχή μετοχών άλλων επιχειρήσεων, (αν και δεν είναι απαραίτητο να περιοριστεί μόνο σε αυτό). Θεωρητικά ο κύκλος εργασιών της θα πρέπει να είναι μηδενικός (στην πράξη σε αρκετές περιπτώσεις υπάρχει κάποιος μικρός κύκλος εργασιών) και τα ουσιαστικά της έσοδα να προέρχονται από "έσοδα εκ

συμμετοχών", ή από τη διαχείριση του μετοχικού της χαρτοφυλακίου (αγοραπωλησίες μέρους ή και του συνόλου των μετοχών που κατέχει). Συνήθως, τα λειτουργικά έξοδα μια τέτοιας εταιρίας είναι πολύ περιορισμένα. Εν προκειμένω η συμμετοχή της εταιρείας holding στο εταιρικό κεφάλαιο άλλων εταιρειών έχει ως αποκλειστικό σκοπό, την απόκτηση της διεύθυνσης και του ελέγχου επ' αυτών, άρα η συμμετοχή της εταιρείας holding στο κεφάλαιο της ελεγχόμενης εταιρείας πρέπει να είναι σημαντική, για να κατέχει τη κυριαρχία των γενικών συνελεύσεων και να συμμετέχει στη λήψη αποφάσεων.

Ο επιδιωκόμενος οικονομικός σκοπός της ένωσης των εταιρειών σε ένα συγκρότημα holding είναι κατά κανόνα, μακράς πνοής. Προϋποθέτει οργάνωση, μελέτη, τεχνικό εξοπλισμό πολυδάπανο, και δεν είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί με συμφωνίες μεταξύ των συμμετεχουσών εταιρειών, μικρής χρονικής διάρκειας. Απαιτείται σταθερότητα οργάνωσης και ύπαρξη νομικού δεσμού μακράς χρονικής διάρκειας. Η εταιρεία holding καθίσταται σημαντικός μέτοχος της ελεγχόμενης εταιρείας και αποκτά άμεσο ενδιαφέρον για την ευόδωση των εργασιών αυτής. Με τη συμμετοχή της εταιρείας holding στο κεφάλαιο της ελεγχόμενης εταιρείας, δημιουργούνται κοινά συμφέροντα, επί των οποίων άλλωστε στηρίζεται και η οικονομική ανάπτυξη της όλης ομάδας holding.

Το συγκρότημα holding διέπεται από τη θεωρία της αυτονομίας και από τη θεωρία της ενότητας των εταιρειών που το απαρτίζουν και η νομική του διάρθρωση είναι εμφανής και διακεκριμένη. Οι εταιρείες που απαρτίζουν το συγκρότημα holding είναι αυτοτελή και ανεξάρτητα νομικά πρόσωπα, με ίδια

όργανα διοικήσεως, ίδιο οικονομικό σκοπό και ίδια βούληση. Η ποινική ευθύνη των οργάνων εκάστης εταιρείας δεν επεκτείνεται και επί των οργάνων της άλλης. Σύμβαση μεταξύ δύο εταιρειών του αυτού συγκροτήματος θεωρείται ως σύμβαση μεταξύ τρίτων προσώπων. Είναι ωστόσο αδύνατο να αγνοηθεί ότι πίσω από αυτά τα νομικά σχήματα, υπάρχει η οικονομική ενότητα του συγκροτήματος ως μεγάλης επιχείρησης με την ευρεία έννοια, γεγονός το οποίο αναγκαστικά κάμπει την ανωτέρω αρχή, λόγω της φύσης του holding ως ενιαίας οικονομικής μονάδας. Η εταιρεία holding, ως μέτοχος της ελεγχόμενης εταιρείας, δεν ευθύνεται για τις υποχρεώσεις της δεύτερης, προς τρίτους. Σύμφωνα με το άρθρο 33 του Εμπορικού νόμου, εξάγεται ότι η ευθύνη της πρώτης φτάνει μέχρι του ποσού της μετοχής που κατέχει στην ελεγχόμενη εταιρεία, διότι, κάθε μία εταιρεία που ανήκει στο συγκρότημα holding, αποτελεί ανεξάρτητο νομικό πρόσωπο. Αυτό όμως δεν είναι απόλυτο, καθώς η επιστήμη του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών δέχεται ότι δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις στην πράξη, όπου πίσω από την αυτοτέλεια των νομικών προσώπων, αποκρύπτονται προθέσεις τρίτων, φυσικών ή νομικών προσώπων. Πρόκειται για περιπτώσεις κατάχρησης της νομικής προσωπικότητας, γεγονός που συμβαίνει συχνότερα όταν μετοχές μιας ανώνυμης εταιρείας βρίσκονται συγκεντρωμένες μονίμως σε ολιγάριθμα νομικά ή φυσικά πρόσωπα. Η επέκταση λοιπόν, της ευθύνης του νομικού προσώπου της ανώνυμης εταιρείας επί των μετόχων αυτής, ως μέτοχος μπορεί να θεωρηθεί και η εταιρεία holding, γίνεται, καθώς φαίνεται, επί τη βάση κριτηρίων καθαρά υποκειμενικά. Έχει καθιερωθεί όμως η αντίληψη της επέκτασης της ευθύνης των ελεγχόμενων εταιρειών επί των ελεγχουσών, διότι

γίνεται αποδεκτό ότι η οικονομική ενότητα του συγκροτήματος έχει σαν συνέπεια, την σύγχυση των δραστηριοτήτων των εταιρειών, την αδυναμία του κοινού να διακρίνει μεταξύ ελεγχούσης και ελεγχόμενης, την επέμβαση της ελεγχούσης επί της ζωής της ελεγχόμενης κατά τέτοιο τρόπο, ώστε η πρώτη να είναι σχεδόν πάντα υπεύθυνη για την αφερεγγυότητα της δεύτερης.

Στην Ελλάδα, κάθε άλλο παρά λίγες είναι οι εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο που τα τελευταία χρόνια είτε έχουν προχωρήσει στη μετατροπή τους σε εταιρείες holding (εταιρείες συμμετοχών), είτε έχουν δηλώσει πρόθεση για να το πράξουν στο μέλλον. Μια τέτοια κίνηση επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό αρκετά βασικά θέματα που ενδιαφέρουν το μέτοχο και το λογιστή, όπως τα κέρδη, τα μερίσματα και οι φόροι. Αυτό που είναι βέβαιο είναι ότι σε αρκετές περιπτώσεις, η λέξη holding χρησιμοποιήθηκε από τους βασικούς μετόχους των εισηγμένων εταιρειών, μόνο και μόνο για λόγους εντυπωσιασμού προκειμένου οι τελευταίοι να ανεβάσουν την τιμή της μετοχής τους και να αποκομίσουν τα σχετικά οφέλη. Από την άλλη πλευρά όμως, οι εταιρείες συμμετοχών είναι αποτέλεσμα των εξελίξεων που συμβαίνουν στο σύγχρονο επιχειρηματικό γίγνεσθαι. Επιχειρήσεις που άλλοτε δραστηριοποιούνταν μόνο σε μια αγορά ενός κλάδου, σήμερα επεκτείνονται σε άλλες αγορές του κλάδου, σε παρεμφερείς κλάδους, αλλά και σε εντελώς διαφορετικές δραστηριότητες. Οι εταιρείες αυτές επίσης επεκτείνονται και στο εξωτερικό και μάλιστα σε αρκετές χώρες του εξωτερικού με ξεχωριστό νομικό πρόσωπο σε κάθε μία από αυτές.

Ένα παράδειγμα ενός κλάδου στον οποίον ευδοκimei αρκετά ο σχηματισμός εταιρειών συμμετοχών στην Ελλάδα, είναι ο κατασκευαστικός,

όπου οι εταιρείες του κλάδου δραστηριοποιούνται ολοένα και περισσότερο στα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα. Σταδιακά, κάποιες εταιρείες του κλάδου, είτε μετεξελίχθηκαν, είτε προβλέπεται να μετεξελιχθούν σε εταιρείες holding, που η μια τους θυγατρική θα είναι η ήδη υπάρχουσα κατασκευαστική εταιρεία, ενώ μια σειρά άλλων θυγατρικών τους θα είναι εταιρείες που θα εκμεταλλεύονται τα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα που ολοκλήρωσαν, ενώ τέλος θα υπάρχουν θυγατρικές σε παρεμφερείς δραστηριότητες όπως η ενέργεια, το real estate, κ.λπ. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η ευέλικτη διοίκηση και ο αποτελεσματικός έλεγχος όλων αυτών των δραστηριοτήτων από μια οικονομική και μια εμπορική π.χ. διεύθυνση, αμφισβητούνται. Για το σκοπό αυτό δημιουργούνται ξεχωριστές εταιρείες και η διοίκηση της holding απλά και μόνο ασκεί συντονιστικό ρόλο, έτσι ώστε μεταξύ των εταιρειών στις οποίες συμμετέχει να αναπτυχθούν (και φυσικά να εκμεταλλευτούν) συνέργιες και οικονομίες κλίμακας.

Δύο ακόμα πολύ ουσιαστικοί παράγοντες στους οποίους πλεονεκτεί το σχήμα της εταιρείας holding είναι αυτός της χρηματοδότησης (οι θυγατρικές εταιρείες μπορούν να χρηματοδοτούνται πχ μέσω αυτόνομης εισόδου τους στο χρηματιστήριο) και αυτός των στρατηγικών συνεργασιών, καθώς είναι πολύ εύκολη υπόθεση η προσέλκυση ενός στρατηγικού συνεταιίρου σε κάθε μια από τις εταιρείες στις οποίες συμμετέχει η holding, σε σύγκριση με το εάν όλες οι δραστηριότητες του ομίλου ήταν ενταγμένες σε μία μόνο εταιρεία.

Υπάρχει ακόμα διαφορετική αντιμετώπιση για τις εταιρείες holding, όσον αφορά στα κέρδη, τα μερίσματα και τη φορολογία. Τα σίγουρα έσοδα μιας εταιρείας holding προέρχονται από τα μερίσματα που αναλογούν σε



αυτήν από τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης των εταιρειών που την απαρτίζουν. Τα μερίσματα αυτά έχουν φορολογηθεί στην "πηγή", άρα η εταιρεία holding απαλλάσσεται από τη φορολογία ως προς τα "έσοδα από συμμετοχές". Μια δεύτερη πηγή εσόδων - κερδών μπορεί να προέλθει από τις αγοραπωλησίες μετοχών των εταιρειών στις οποίες συμμετέχει, ιδίως εάν αυτές - ή έστω μία εξ' αυτών - είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Μπορεί για παράδειγμα, η εταιρεία holding να μειώσει τη θέση της σε μία ελεγχόμενη της εταιρεία, ως προς το ποσοστό συμμετοχής της σε αυτήν, και να αποκομίσει κέρδη ορισμένων χιλιάδων ή και εκατομμυρίων ακόμη ευρώ, στην περίπτωση που το μέσο κόστος κτήσης των μετοχών της ελεγχόμενης, είναι χαμηλότερο από την τρέχουσα τιμή της στο χρηματιστήριο. Συχνά μάλιστα, οι εταιρείες holding αποκτούν συμμετοχές σε εταιρείες που δρομολογούν την είσοδό τους στο χρηματιστήριο και αποκτούν έτσι υπεραξίες όταν τελικά αυτές οι εταιρείες εισέλθουν στο χρηματιστήριο. Μέρος - ή ακόμη και το σύνολο - των υπεραξιών αυτών μπορούν οι εταιρείες holding να το λογιστικοποιήσουν (να το μετατρέψουν σε κέρδη) μέσω της πώλησης των συμμετοχών αυτών, ή ακόμη και μέσω των υπεραξιών που ενδεχομένως προκύπτουν από την άνοδο των τιμών των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο της Αθήνας. Εάν για παράδειγμα η Α έχει αποκτήσει 100.000 μετοχές της εταιρείας Ε πριν την είσοδό της στο χρηματιστήριο με μέσο κόστος 3 ευρώ ανά μετοχή και η τρέχουσα τιμή της μετοχής της Ε στο χρηματιστήριο είναι 5 ευρώ, τότε η Α έχει λογιστικοποιήσει κέρδη 200.000 ευρώ, αυξάνοντας ισόποσα το λογαριασμό των συμμετοχών στο πάγιο ενεργητικό και τα ίδια κεφάλαιά της. Από τη στιγμή που οι κυριότερες κατηγορίες εσόδων-κερδών για τις εταιρείες

holding απαλλάσσονται τελικά από τη φορολογία, αυτό σημαίνει τελικά ότι οι διοικήσεις των εταιρειών αυτών θα πρέπει να καταβάλουν πολύ μεγάλες προσπάθειες για να περιορίσουν τα οποιασδήποτε φύσης έξοδα της εταιρείας, για έναν ακόμη λόγο σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες: επειδή - στην πράξη - τα έξοδα των εταιρειών holding μειώνουν μεν το ύψος των κερδών, πλην όμως δεν μειώνουν - αναλογικά τουλάχιστον - και το ύψος των φορολογικών υποχρεώσεων της εταιρείας. Κάτω από την ίδια λογική, δεν συμφέρει τις εταιρείες holding να έχουν δανειακές υποχρεώσεις, γιατί δεν μπορούν να εκπέσουν φορολογικά τους χρεωστικούς τόκους.

Μια άλλη ιδιαιτερότητα στις εταιρείες holding που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο είναι η ευελιξία που έχουν να διανείμουν πολύ χαμηλό μέρισμα στους μετόχους, ή ακόμη και να μη διανείμουν καθόλου μέρισμα. Σαν παράδειγμα να υποθέσουμε ότι υπάρχουν τρεις εταιρείες οι Β, Γ και Δ στις οποίες συμμετέχει η Α που είναι η εταιρεία holding με ποσοστά 60%, 70% και 40% αντίστοιχα, οι οποίες πέτυχαν το 2005 κέρδη ύψους 500, 1.000 και 100 χιλιάδων ευρώ αντίστοιχα και ότι αποφάσισαν να διανείμουν ως μέρισμα - και οι τρεις - το 40% των κερδών τους. Ας υποθέσουμε επίσης ότι τα έξοδα λειτουργίας της Α είναι μηδενικά, οπότε τα έσοδα από τα μερίσματα θα ισούνται με τα κέρδη της Α. Αυτό σημαίνει: **1)** Ότι οι Β, Γ και Δ διένειμαν μέρισμα έως και το τέλος Αυγούστου του 2006, τα οποία θα επηρεάσουν τα κέρδη της μητρικής Α για το 2006 και - κατά ένα τμήμα - θα διανεμηθούν στους μετόχους της Α κατά το 2007, με ένα δηλαδή χρόνο καθυστέρηση.

ΚΕΡΔΗ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ , ΕΣΟΔΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ HOLDING:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	ΜΕΡΙΣΜΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ ΓΙΑ ΤΗΝ Α
Β	500	200	$60\% * 200 = 120$
Γ	1000	400	$70\% * 400 = 280$
Δ	100	40	$40\% * 40 = 16$
Σύνολο	1600	640	416

**2)** Η Α, ως εισηγμένη εταιρεία στο χρηματιστήριο, υποχρεούται να διανείμει το τουλάχιστον το 35% των κερδών της, οπότε εάν τα κέρδη της χρήσης 2005 είναι 416.000 ευρώ, τότε θα μπορούσε άνετα να διανείμει το 2006 μέρισμα  $35\% \times 416.000 = 145.600$  ευρώ. Εάν μάλιστα, οι εταιρίες Β, Γ και Δ αποφάσιζαν - αν και κερδοφόρες - να μη διανείμουν μέρισμα, τότε οι μέτοχοι της Α θα εισέπρατταν μηδενικό μέρισμα. Άρα στην περίπτωση των εταιρειών holding, ο νόμος για την ελάχιστη διανομή μερίσματος ίσου με το 35% των κερδών, στην πράξη μπορεί και να καταπατηθεί!

Θα μπορούσε επίσης και οι τρεις εταιρείες στις οποίες συμμετέχει η Α (η holding δηλαδή) να ήταν ζημιογόνες και άρα να μην μοίραζαν μέρισμα. Σε μια τέτοια περίπτωση - και εάν η Α είχε κάποια επιπλέον διαθέσιμα και επιτύγχανε κάποια μικρά κέρδη - η εταιρεία holding θα διένειμε στους μετόχους της μέρισμα, ακόμη και εάν σε ενοποιημένη βάση εμφάνιζε μεγάλες ζημιές! Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η εξέταση των ενοποιημένων λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας holding είναι απαραίτητη, έτσι ώστε το επενδυτικό κοινό να αποκτήσει μια σαφή εικόνα για την περιουσιακή κατάσταση και τις επιδόσεις της εταιρείας, στην οποία συμμετέχει.

Με την παραπάνω παρουσίαση, μπορούμε να διατυπώσουμε εύκολα τα πιθανά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εταιρειών συμμετοχών (holding) για το χρηματιστηριακό επενδυτή.

### **2.10.1 Κυριότερα Μειονεκτήματα εταιρειών holding**

Τα κυριότερα μειονεκτήματα των τοποθετήσεων σε εταιρείες συμμετοχών, είναι: **1)** Ο μέτοχος πολύ πιθανόν να εισπράττει μικρότερο ύψος μερίσματος και μάλιστα με χρονική καθυστέρηση ενός έτους σε σχέση με το εάν επένδυε σε μια θυγατρική εταιρία της holding και **2)** Ο μέτοχος χρειάζεται περισσότερη ενημέρωση, έτσι ώστε να γνωρίζει τις εταιρείες στις οποίες η δική του εταιρεία συμμετέχει, καθώς και τις οικονομικές επιδόσεις αυτών.

### **2.10.2 Κυριότερα Πλεονεκτήματα εταιρειών holding**

Από την άλλη πλευρά, ο μέτοχος μιας εταιρείας συμμετοχών (holding) απολαμβάνει μια σειρά πλεονεκτημάτων, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται:

- Η εταιρεία holding συμμετέχει έμμεσα στο κεφάλαιο περισσότερων άλλων εταιρειών και έτσι η οικονομική πορεία της εταιρείας της οποίας κατέχει μετοχές επηρεάζεται από την πορεία περισσότερων δραστηριοτήτων, άρα εμπεριέχει χαμηλότερο ύψος κινδύνου.
- Η εταιρεία holding έχει τη δυνατότητα να εισάγει αυτόνομα στο χρηματιστήριο εταιρείες στις οποίες συμμετέχει, με αποτέλεσμα να καρπώνεται σημαντικές υπεραξίες, τις οποίες άλλωστε μπορεί να λογιστικοποιήσει και να τις μεταφράσει σε κέρδη. Τα κέρδη αυτά ανήκουν στους μετόχους της εταιρείας holding.

- Όταν θυγατρικές εταιρείες στις οποίες συμμετέχει είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, τότε οι εταιρείες αυτές έχουν μια ικανοποιητική χρηματιστηριακή αξία (η αξία μιας εισηγμένης εταιρείας είναι σαφώς υψηλότερη από την αξία μιας μη εισηγμένης επιχείρησης), άρα η αποτύπωση αυτών των αξιών στον πίνακα τιμών του χρηματιστηρίου επηρεάζουν θετικά και την τιμή της μετοχής της holding στο χρηματιστήριο.
- Οι εταιρείες holding έχουν μεγαλύτερη ευελιξία στο να δραστηριοποιηθούν σε πολλές διαφορετικές δραστηριότητες, με μοναδικό κριτήριο την αποκόμιση κερδών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η εταιρείες holding εφαρμόζουν σε ένα βαθμό πολιτική εταιριών venture capital, αγοράζοντας μειοψηφικά ποσοστά σε άλλες εταιρείες και βοηθώντας στην ανάπτυξη και αυτόνομη είσοδο των εταιρειών αυτών στο χρηματιστήριο.
- Μέσω ενός σχήματος holding, γίνεται πιο εύκολη η χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων του ομίλου, καθώς υπάρχει η δυνατότητα προσέλκυσης συνεταιίρων σε κάθε μία από τις θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου.
- Οι εταιρείες holding μπορούν να εκμεταλλευτούν μια σειρά συνεργιών που μπορούν να προκύπτουν μεταξύ των εταιρειών στις οποίες συμμετέχουν, ενισχύοντας τις εταιρείες αυτές, προς όφελος βέβαια και της εταιρείας holding.
- Σε πολλές περιπτώσεις, η μετεξέλιξη ενός ομίλου σε εταιρεία συμμετοχών κρίνεται απαραίτητη λόγω των πολυσχιδών δραστηριοτήτων του και μάλιστα σε πολλές υποαγορές, γεγονός που απαιτεί έναν διαφορετικό τρόπο οργάνωσης και διοίκησης.

Η εταιρεία holding είναι ο εταιρικός τύπος με τον οποίον περιβάλλονται οι μεγάλες επιχειρήσεις στις προηγμένες οικονομικά χώρες. Οι ξένες νομοθεσίες, και τα τελευταία χρόνια και η Ελληνική, ευνοούν τη σύσταση των εταιρειών συμμετοχών, εφόσον δεν καταλήγουν αυτές, στη δημιουργία καταπιεστικών για την αγορά μονοπωλίων. Είναι δε αναμφισβήτητο ότι εταιρείες holding αποτελούν ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της σύγχρονης οικονομικής ζωής. Στην Ελλάδα οι εταιρείες συμμετοχών είναι λίγες σε σχέση με το εξωτερικό και η δράση τους είναι σχετικά πρόσφατη, καθώς το παλαιότερο νομικό και κυρίως φορολογικό σύστημα δεν ευνοούσε το σχηματισμό τους. Το μέλλον όμως δείχνει να υπόσχεται ανεξάντλητες δυνατότητες. Μάλιστα, οδηγούμαι στη σκέψη, ότι υπό το υπάρχων οικονομικό καθεστώς στη χώρα μας, η περαιτέρω ενίσχυση των οργανισμών συγκέντρωσης μεγάλων κεφαλαίων, εφόσον η δράση τους θα τελεί υπό τον άμεσο διοικητικό έλεγχο για να αποφευχθεί η δημιουργία «κρατών εν κράτει», δηλαδή μονοπωλιακών μεγαθηρίων, θα έχει ευεργετικά αποτελέσματα στον τόπο μας. Θα βελτιωθεί ο εμπορομεσιτικός χαρακτήρας της οικονομίας μας. Θα προωθηθεί το θέμα των παραγωγικών επενδύσεων, το οποίο αποτελεί αδυναμία της ελληνικής οικονομίας. Θα αξιοποιηθούν οι πλουτοπαραγωγικές πηγές της χώρας. Θα διευρυνθεί ο κύκλος της απασχόλησης του εργατικού μας δυναμικού. Τέλος, θα αποκτήσει η όλη οικονομία μας διεθνείς συναγωνιστικές δυνατότητες.

## **2.11 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ**

### **ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

#### **HOLDING**

Τις τελευταίες δεκαετίες έχει δημιουργηθεί ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τη διερεύνηση των οικονομικών συνεπειών που επιφέρει η συγκέντρωση μεγάλων κεφαλαίων μέσα από συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών, καθώς και μέσα από το σχηματισμό εταιρειών holding. Έχουν γίνει πολλές μελέτες για τον υπολογισμό της αξίας που παράγεται από τις συγκεκριμένες εταιρικές τροποποιήσεις και για το κατά πόσο τελικά, αυτή η διαδικασία είναι παραγωγική ή όχι, δηλαδή για το ερώτημα εάν οι ενοποιημένες εταιρείες δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία.

Το ενδιαφέρον αυτό προκύπτει, λόγω των μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων που απαιτούνται για αυτούς τους εταιρικούς μετασχηματισμούς, λόγω του υψηλού βαθμού δέσμευσης και κινδύνου αυτών των κεφαλαίων, καθώς και των πολλαπλών σοβαρών επιπτώσεων σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως είναι για παράδειγμα η υψηλή συγκέντρωση δραστηριότητας και κεφαλαίων σε συγκεκριμένους κλάδους και η μείωση του ανταγωνισμού, η προστασία των συμφερόντων των μετόχων, οι απολύσεις εργαζομένων, η αλλαγή διοίκησης κλπ.

Η βασική υπόθεση πίσω από μία προτεινόμενη συγχώνευση ή πίσω από έναν σχηματισμό holding, είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρείες ενωμένες σε μία ενιαία εταιρεία είναι καλύτερα από ότι μόνες τους. Οι διάφορες θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τη δραστηριότητα των εταιρικών αυτών μετασχηματισμών και της συσσώρευσης μεγάλων κεφαλαίων που

δημιουργούν, έχουν σαν κεντρικό άξονα την υπόθεση της δημιουργίας συνεργιών, της συμπληρωματικότητας των πόρων και των ικανοτήτων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων και της καλύτερης αξιοποίησης των πόρων και των ικανοτήτων της εξαγοράζουσας επιχείρησης από τη διοίκηση του αγοραστή.

Εάν θέλαμε να εκφράσουμε αυτές τις θεωρίες με χρηματοοικονομικούς όρους, θα λέγαμε ότι μια συγχώνευση θα πρέπει να γίνεται όταν υπάρχει η προσδοκία ότι η μελλοντική παρούσα αξία των ταμειακών ροών της ενιαίας επιχείρησης (έστω B+T) θα είναι μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση με την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία κάθε μίας επιχείρησης B (bidder) και T (target) ξεχωριστά, συν την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία των συνεργιών της συγχώνευσης, μειωμένη κατά το καταβαλλόμενο premium και τα έξοδα εξαγοράς.

$$PV_{CF}(B+T) \geq PV_{CF}(B) + PV_{CF}(T) + PV_{CF}(\text{Synergies}) - \text{Premium} - \text{Acquis. Expenses}$$

Από την πλευρά του επενδυτή αυτό σημαίνει επίσης, ότι η απόδοση που θα πρέπει να αναμένει από την επένδυσή του στην εταιρεία που κάνει την εξαγορά, θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίση με το κόστος κεφαλαίου (opportunity cost).

### **2.11.1 Μέθοδοι αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης**

Την απάντηση στο ερώτημα του εάν επαληθεύονται οι υποθέσεις αυτές στην πράξη, επιχείρησαν να τη δώσουν διάφορες ερευνητικές μελέτες στις οποίες θα αναφερθούμε στη συνέχεια. Γενικά στη βιβλιογραφία υπάρχουν δύο βασικές μέθοδοι αντιμετώπισης αυτού του προβλήματος.



**A)** Μία μέθοδος, που ιστορικά αναπτύχθηκε και πρώτη, είναι **η μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάση λογιστικών στοιχείων**, με την οποία γίνεται χρήση λογιστικών μεγεθών όπως κέρδη, πωλήσεις, ταμειακές ροές, βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες, ROE, ROA, κλπ, για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρεία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Η σύγκριση με την προ της συγχωνεύσεως απόδοση των εν λόγω συγχωνευομένων εταιρειών, γίνεται με την απόδοση ενός συγκρίσιμου δείγματος μη συγχωνευμένων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε πρώτη ιστορικά για τη μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, πολύ πριν καθιερωθούν η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και η χρήση του CAPM, που αναβάθμισαν την σημασία της αξιοποίησης στοιχείων της αγοράς για τη διεξαγωγή επιστημονικών συμπερασμάτων. Χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάση λογιστικών στοιχείων κυρίως, και με αυτόν τον τρόπο, επιχειρείται μία εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων, όπως αυτή καταγράφεται από τις λογιστικές καταστάσεις, αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρείες και αποφεύγονται λάθη που εξαρτώνται από την υποτιθέμενη αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση το παρελθόν.

Σε γενικές γραμμές, **η διαδικασία εκτίμησης μιας επιχείρησης με βάση λογιστικά πρότυπα, γίνεται ως εξής:**

Η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης ισούται με το πηλίκο της διαιρέσεως των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας δια του συνολικού αριθμού των μετοχών. Η αξία της επιχείρησης, όταν μεταβιβάζεται στο σύνολό της ή μέρος της, υπολογίζεται βάσει των στοιχείων του τελευταίου ισολογισμού και ισούται με την καθαρή θέση της επιχείρησης, δηλαδή ενεργητικό μείον υποχρεώσεις, συν την άυλη αξία ή υπεραξία της, όπως προκύπτει από τα κέρδη των τελευταίων ετών που συνήθως υπολογίζονται στην πενταετία. Αν η επιχείρηση έχει στην κυριότητά της ακίνητα, τότε στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων προστίθεται και η διαφορά μεταξύ της αντικειμενικής αξίας των ακινήτων, όπως ισχύει κάθε φορά, και της αναγραφόμενης αξίας των ακινήτων στον ισολογισμό της επιχείρησης.

Ο ρόλος της μελέτης αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης είναι κρίσιμος ειδικά για τα πρώτα στάδια της συγχώνευσης. Η μελέτη αποτίμησης, εάν εκτελεστεί σωστά μπορεί να δώσει απαντήσεις σε πολλά ερωτήματα και να καλύψει ορισμένα κενά κατά την διαπραγματευτική διαδικασία. Επίσης, δίνει μία συστηματική και σχετικά αντικειμενική άποψη της επιχείρησης και της αξίας της με αποτέλεσμα να αποτελέσει την βάση διαπραγμάτευσης. Οι μελέτες αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης λειτουργούν ως σημεία αναφοράς και μέτρα σύγκρισης για τα ενδιαφερόμενα μέρη.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν όμως και σοβαρά μειονεκτήματα στη μέθοδο αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων,

όπως είναι το γεγονός ότι τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης είναι ευάλωτα σε προβλήματα μέτρησης π.χ. η χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων σε περιπτώσεις εξαγορών. Είναι επίσης ευαίσθητα στις μεθόδους «δημιουργικής» λογιστικής π.χ. αποτίμηση αποκτηθέντων στοιχείων ενεργητικού, κόστη και προβλέψεις αναδιαρθρώσεως, εκτιμήσεις της υπεραξίας, κλπ. Επίσης ο διαχωρισμός των επιπτώσεων της εξαγοράς από άλλα γεγονότα και επιχειρηματικές αποφάσεις είναι δύσκολος, και η επιλογή του κατάλληλου μέτρου ελέγχου της απόδοσης είναι υποκειμενική. Τέλος η επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα μέτρησης δεν είναι εύκολη και σαφής υπόθεση πάντα. Σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που εκφράζουν άμεσα τις προσδοκίες της αγοράς για το μέλλον, μπορεί να χρειάζεται πολλά χρόνια για να απεικονισθούν οι επιπτώσεις της συγχώνευσης στις λογιστικές καταστάσεις. Τα λογιστικά στοιχεία καταγράφουν το παρελθόν σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που ενσωματώνουν πληροφορίες τόσο για το παρελθόν, όσο και για το μέλλον.

**B)** Μια άλλη μέθοδος, που έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama 1970,1976) και της εφαρμογής της στη μελέτη των Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) για την επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης των stock splits στις τιμές των μετοχών, είναι η λεγόμενη **μεθοδολογία ανάλυσης συμβάντων για την εύρεση μη-κανονικών αποδόσεων (event study analysis ή abnormal returns methodology)**. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των

μετόχων τόσο του υποψηφίου αγοραστή (bidder), όσο και της εταιρείας στόχου εξαγοράς (target). Η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων, συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογιστεί βάση των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου (συνήθως 1-2 έτη προ του event) η οποία είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal return ή residual και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική, τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (negative NPV project), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί εάν ισχύουν οι επιπτώσεις αυτές για το δείγμα των παρατηρήσεων, γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας. Η μέθοδος αυτή έγινε δημοφιλής σε σύγκριση με τις λογιστικές μεθόδους μελέτης της αξίας της συγχώνευσης, λόγω της ευκολίας χρήσης μεγάλου δείγματος και εξαγωγής συμπερασμάτων σχετικά με την επίπτωση πολλών μεταβλητών, λόγω της απομόνωσης της επίπτωσης των διαφορετικών λογιστικών μεθόδων, π.χ. χειρισμός αποσβέσεων, υπεραξίας εξαγοράς, κλπ., επί της κερδοφορίας της επιχείρησης και από χώρα σε χώρα, καθώς επίσης και λόγω της δυνατότητας για απομόνωση της επίπτωσης σημαντικών άλλων γεγονότων, εάν η περίοδος παρατήρησης είναι βραχύβια (1-5 μήνες).

Η πρώτη μέθοδος, της αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων, αφορά αυτό που λέγεται ex-post ανάλυση, δηλαδή μελέτη της επίπτωσης της συγχώνευσης μετά το γεγονός, ενώ η δεύτερη μέθοδος, των μη κανονικών αποδόσεων, αφορά ex-ante ανάλυση, δηλαδή μια μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ**

### **3.1 Εισαγωγή**

Η προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα, εάν οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές και τα συγκροτήματα holding δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των εταιρειών που εμπλέκονται, και γενικότερα για όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη (μέτοχοι, διοίκηση, εργαζόμενοι, κυβέρνηση), έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών ακαδημαϊκών ερευνητών. Τα κύματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μέσα στις τελευταίες δεκαετίες, καθώς και η πιο σύγχρονη δημιουργία συγκροτημάτων holding, τα οποία ήρθαν για να διαταράξουν την καθεστηκυία τάξη του επιχειρηματικού κόσμου, και να αλλάξουν δραστικά την εικόνα της εταιρικής διακυβέρνησης και των εταιρικών στόχων, είναι λογικό να προκαλέσουν αντικρουόμενες αντιδράσεις και απόψεις, οπότε και να αποτελέσουν αντικείμενο για μελέτη εις βάθος. Παρακάτω έχω παραθέσει κάποιες από αυτές τις μελέτες που δημοσιεύτηκαν τα τελευταία χρόνια με αντικείμενο έρευνας, την ανάπτυξη των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και των εταιρειών holding σε διάφορα μέρη του κόσμου.

### **3.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΑΝΩ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING**

#### **➤ "PRICE AND VOLUME EFFECTS OF MERGER BIDS IN JAPAN"**

##### **PricewaterhouseCoopers LLP, June 2004**

Ο Van Schaik και ο Steenbeek (2004), του Πανεπιστημίου Hitotsubashi του Τόκιο στην Ιαπωνία, στην έρευνά τους αυτή, μελέτησαν 136 εγχώριες συγχωνεύσεις που έγιναν στην Ιαπωνία, για μία περίοδο έντεκα χρόνων, μεταξύ 1993 και 2003. Το δείγμα των εταιρειών που χρησιμοποίησαν, αποτελείται από εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο του Τόκιο, όσον αφορά τις αγοράστριες εταιρείες, ενώ όσον αφορά τις επιχειρήσεις-στόχο, χρησιμοποίησαν 69 εισηγμένες και 67 μη-εισηγμένες εταιρείες. Σε αντίθεση με αποτελέσματα αντίστοιχων ερευνών στην Αμερική, οι συγγραφείς της συγκεκριμένης μελέτης, τα ευρήματα της οποίας συμφωνούν με παλαιότερες έρευνες Ιαπώνων ακαδημαϊκών, υποστηρίζουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις (positive abnormal returns) γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, κατά προσέγγιση, +1,4%. Το μεγαλύτερο επίπεδο των αποδόσεων πραγματοποιείται συνήθως δύο μέρες πριν από την ανακοίνωση, αλλά τα κέρδη που δημιουργούνται γρήγορα χάνονται μετά από την ανακοίνωση. Συγχρόνως όμως, ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ο όγκος των συναλλαγών αυξάνεται σημαντικά μόνο μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Επίσης εξέτασαν την επιρροή πάνω στην τιμή της μετοχής που έχει το πιθανό ποσοστό συμμετοχής της αγοράστριας εταιρείας στην εταιρεία-στόχο, πριν από τη συγχώνευση. Στην

περίπτωση δηλαδή που η αγοράστρια εταιρεία κατέχει ήδη υψηλό ποσοστό συμμετοχής στην εταιρεία στόχο, τέτοιο που της επιτρέπει τον εταιρικό έλεγχο, τότε η τελική εξαγορά, είναι λιγότερο πιθανό να προκαλέσει αίσθηση στην αγορά και να δημιουργήσει θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Τέλος εξετάστηκαν οι διαφορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών, όταν αυτές αποτελούν εταιρείες στόχους και για τις διαφορές που προκύπτουν μεταξύ διαφορετικών κλάδων.

Επίσης αναφέρεται το γεγονός ότι ενώ για την εικοσαετία πριν από τη περίοδο που εξετάζουμε, υπήρχε μια σύνδεση μεταξύ των αυξημένων αποδόσεων και κερδών για την απορροφώσα εταιρεία και της καλής σχέσης που διατηρούσε με τις τράπεζες, για τη περίοδο μετά το 1997 αυτό έπαψε να ισχύει, δηλαδή αποδυναμώθηκε ο επεμβατικός ρόλος της κεντρικής τράπεζας και ο εταιρικός έλεγχος εξελίχθηκε. Αυτός ήταν και ο βασικός λόγος που υπήρχε μικρή δράση συγχωνεύσεων και εξαγορών πριν από το 1997 στην Ιαπωνία, κάτι που άλλαξε δραστικά μετέπειτα, αν και η νοοτροπία του Ιάπωνα επιχειρηματία δεν είναι πρόσφορη για τέτοιες εταιρικές τροποποιήσεις, καθώς προτιμά την εσωτερική ανάπτυξη από την εξωτερική μεγέθυνση. Όμως η οικονομική κρίση που έπληξε την Ιαπωνία στη δεκαετία του 1990, ανάγκασε τους επιχειρηματίες να αμφισβητήσουν το παραδοσιακό εταιρικό καθεστώς και να στραφούν προς περισσότερο σύγχρονες εταιρικές διακυβερνήσεις, κάτι που είχε σαν αποτέλεσμα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές να πολλαπλασιαστούν.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται μια εικόνα των συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1993 και 2003 και η κατοχή ποσοστού συμμετοχής της αγοράστριας εταιρείας στην εταιρεία στόχο, όπως και οι



αλληλοσυμμετοχές. Όλες οι περιπτώσεις στις οποίες υπήρχε ποσοστό συμμετοχής πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, είναι 59 στο σύνολο των 136 συγχωνεύσεων (43%) και επίσης σε 54 περιπτώσεις συγχωνεύσεων υπάρχει ένας κοινός μέτοχος ο οποίος έχει μετοχές και από τις δύο συγχωνευόμενες εταιρείες και μάλιστα σε 34 από τις οποίες, κατέχει πάνω από το 5% και στις δύο εταιρείες.

Εικόνα των συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στην περίοδο από το 1993 έως το 2003:

Year	Total		Company		Shareholdings				Common SHH	
	Cases	% total	LB&LT	LB&UT	Total	B in T	T in B	Cross	All	> 5%
1993	11	8%	6	5	7	7	0	0	5	3
1994	10	7%	3	7	5	5	0	0	3	1
1995	4	3%	1	3	3	3	0	0	1	1
1996	11	8%	4	7	3	2	0	1	4	2
1997	9	7%	6	3	5	5	0	0	3	2
1998	18	13%	10	8	8	4	1	3	5	4
1999	20	15%	13	7	11	11	0	0	8	3
2000	15	11%	9	6	6	6	0	0	9	7
2001	9	7%	2	7	2	1	0	1	4	3
2002	14	10%	9	5	4	4	0	0	7	3
2003	15	11%	6	9	5	5	0	0	5	5
Total	136		69	67	59	53	1	5	54	34
% total			51%	49%	43%	39%	1%	4%	40%	25%

Period		Cases	LB&LT	LB&UT	Total	B in T	T in B	Cross	All	> 5%
1993-1997	Cases	45	20	25	23	22	0	1	16	13
1998-2003	Cases	91	49	42	36	31	1	4	38	21
1993-1997	% total	33%	15%	18%	17%	16%	0%	1%	12%	10%
1998-2003	% total	67%	36%	31%	26%	23%	1%	3%	28%	15%

For 'Company': LB = Listed Bidder, LT = Listed Target, UT = Unlisted Target. For 'Shareholdings': B = Bidder, T= Target, Cross = Cross Shareholdings.

Για να υπολογίσουν τις μη-κανονικές αποδόσεις που προκύπτουν στις ημερομηνίες ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων (announcement dates), χρησιμοποιούν την event-study μεθοδολογία. Η περίοδος εξέτασης ξεκινάει 20 μέρες πριν την ανακοίνωση και τελειώνει 90 μέρες μετά.

Προσδιορίζουν τις κανονικές αποδόσεις, υπολογίζοντας τα beta της αγοράς χρησιμοποιώντας τιμές και αποδόσεις των 200 ημερών συναλλαγών που προηγούνται τις περιόδου ελέγχου και έχοντας σαν μέτρο σύγκρισης (benchmark) τον δείκτη Torix του χρηματιστηρίου. Οι καθημερινές μη-κανονικές αποδόσεις προστίθενται για να παραχθεί η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση (cumulative average abnormal return, CAAR) μέσα σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Τέλος χρησιμοποιούν στατιστικούς ελέγχους (t-statistics) για να ελέγξουν και να απορρίψουν την υπόθεση ότι τα CAAR είναι ίσα με μηδέν, και άρα στατιστικά σημαντικά.

Για να υπολογίσουν τον κανονικό όγκο συναλλαγών (normal volume) παίρνουν το μέσο όρο του δείκτη μεταξύ του καθημερινού όγκου συναλλαγών για την μετοχή της αγοράστριας εταιρείας και του συνολικού καθημερινού όγκου συναλλαγών σε όλες τις μετοχές του δείκτη Torix για την περίοδο των 200 ημερών που προηγήθηκαν μέχρι και 20 μέρες πριν την ανακοίνωση. Ορίζουν «μη-κανονικό όγκο συναλλαγών» (abnormal volume), ως τη διαφορά που προκύπτει μεταξύ του δείκτη ανάμεσα στον πραγματοποιηθέν καθημερινό όγκο συναλλαγών για τη μετοχή και όλων των μετοχών του δείκτη Torix, για την περίοδο του ελέγχου, και του κανονικού όγκου συναλλαγών (normal volume).

Υπολογίζουν λοιπόν τα CAARs γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (AD) για τις 136 αγοράστριες εταιρείες του δείγματος. Για την περίοδο (AD-1, AD) ο μέσος όρος των CAAR είναι 1,37% και στατιστικά σημαντικό. Όταν μεγαλώνει το διάστημα εξέτασης (AD-1, AD+1) και (AD-5, AD+5), κλπ, τα CAAR παραμένουν θετικά, αλλά μικραίνουν, μέχρι να φτάσουν πολύ λίγο

πάνω από το 0. Υπολογίζουν επίσης και τον πραγματοποιηθέν όγκο συναλλαγών, ο οποίος προκύπτει 2,51 φορές περισσότερος από τον κανονικό όγκο συναλλαγών για την ημέρα της ανακοίνωσης και τις επόμενες μέρες. Διερευνούν επίσης την αντίδραση των τιμών των μετοχών κατά την εξέλιξη των συγχωνεύσεων, μέχρι και 90 μέρες μετά την ανακοίνωση, δηλαδή για την περίοδο (AD-5, AD+90). Τα CAAR για αυτή την περίοδο είναι 4,61%, επειδή όμως πιθανών ενσωματώνουν και την αντίδραση της αγοράς σε καινούριες άσχετες πληροφορίες πέρα από την πληροφορία της ανακοίνωσης, τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι το ίδιο στατιστικά σημαντικά. Στη συνέχεια, γίνεται έρευνα για την επίδραση που έχει το μέγεθος των εταιρειών που συγχωνεύονται και κυρίως της απορροφώσας εταιρείας, η οποία όταν είναι μεγάλη σε ενεργητικό, έχει CAAR 2,63%. Τέλος είδαν ότι η ύπαρξη ενός κοινού μετόχου και στις δύο συγχωνευόμενες εταιρείες επηρεάζει τα CAAR, τα οποία φτάνουν το 2,21% και όταν αυτός κατέχει πάνω από το 5% και στις δύο εταιρείες, τα CAAR αυξάνονται σε 3,32%.

Σαν συμπέρασμα από τα συνολικά αποτελέσματα, προκύπτει ότι η τιμή της μετοχής ανεβαίνει στην ημέρα της ανακοίνωσης και πέφτει σταδιακά μετά από αυτήν και ο όγκος των συναλλαγών αυξάνεται και παραμένει υψηλός και για λίγες μέρες μετά την ανακοίνωση. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αγορά δέχεται θετικά την περίπτωση μιας εξαγοράς και προσδοκά αύξηση των αποδόσεων.

- **"Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India", *International Research Journal of Finance and Economics, Issue22, 2008***

Ο Mantravadi του Indian School of Business και ο Reddy, καθηγητής και διευθυντής του τμήματος Business Management, του πανεπιστημίου της Οσμανίας στην Ινδία, (2008), με τη συγκεκριμένη μελέτη επεδίωξαν να ερευνήσουν την επιρροή των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην απόδοση της λειτουργίας των συγχωνευομένων εταιρειών, σε διαφορετικούς επιχειρηματικούς κλάδους. Χρησιμοποίησαν χρηματοοικονομικούς δείκτες για να μελετήσουν πριν και μετά τη συγχώνευση, ένα δείγμα εταιρειών που απαρτίζεται κυρίως από εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις στην Ινδία, για την περίοδο μεταξύ 1991 και 2003.

Η χρονική περίοδος που έχει χρησιμοποιηθεί για τη μελέτη αυτή είναι σημαντική, διότι στην Ινδία η δραστηριοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών εντάθηκε σημαντικά μετά από μία κρατική αναδιάρθρωση στο σύνολο της οικονομίας που έγινε το 1991, με σκοπό την φιλελευθεροποίηση και παγκοσμιοποίηση της οικονομίας της Ινδίας. Έτσι επιτεύχθηκε μια σημαντική αναβάθμιση του επιχειρηματικού τομέα στη χώρα, ο οποίος από εκείνη τη στιγμή και μετά είχε ως πρωταρχικό στόχο την μεγέθυνση και την αποδοτικότητα. Σαν επακόλουθο αυτού του κλίματος οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θεωρήθηκαν μία από τις πιο αποτελεσματικές μεθόδους εταιρικής ανασυγκρότησης και μακροχρόνιας στρατηγικής και συνεχίζουν μέχρι και σήμερα να αυξάνονται σε ποσότητα και αξία.

Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής υποδεικνύουν ότι υπάρχουν μικρές διαφοροποιήσεις όσον αφορά την επίδραση των συγχωνεύσεων στην λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων, ανάλογα με τον τομέα δραστηριότητάς τους. Συγκεκριμένα, ο μόνος τομέας που φαίνεται να επωφελείται είναι ο τραπεζικός και χρηματιστηριακός τομέας, όπου οι συγχωνεύσεις προκαλούν μια θετική επίδραση στα κέρδη.

Χρησιμοποίησαν χρηματοοικονομικούς δείκτες για μια περίοδο 3 χρόνων πριν τη συγχώνευση και 3 χρόνων μετά τη συγχώνευση. Για τα χρόνια που προηγήθηκαν της συγχώνευσης, έλαβαν υπόψη μόνο τους λειτουργικούς δείκτες της αγοράστριας εταιρείας, ενώ μετά τη συγχώνευση υπολόγισαν τους δείκτες της ενοποιημένης επιχείρησης. Η απόδοση της περιόδου πριν τη συγχώνευση συγκρίθηκε με την απόδοση μετά από τη συγχώνευση και τα αποτελέσματα ελέγχθηκαν στατιστικά με τη βοήθεια του t-statistic ελέγχου, με επίπεδο σημαντικότητας 5%, για δύο λόγους, δηλαδή χρησιμοποιώντας δύο υποθέσεις: για το εάν οι συγχωνεύσεις έχουν βελτιώσει την λειτουργική απόδοση των αγοραστριών εταιρειών και για το εάν η περίοδος μετά τη συγχώνευση δεν επηρεάζεται από τον κλάδο δραστηριότητας της επιχείρησης. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται από 118 περιπτώσεις συγχωνεύσεων, οι οποίες επιλέχτηκαν με βάση τους εξής περιορισμούς: α) η συγχώνευση να έγινε με μεταβίβαση μετοχών και όχι μετρητών β) το ποσό συμμετοχής της απορροφώσας εταιρείας στην εταιρεία-στόχο μετά τη διαδικασία της ενοποίησης να είναι πάνω από 10% γ) να μην πρόκειται για εξαγορά διά δανεισμού και να μην θεωρείται η εξαγοραζόμενη εταιρεία επισφαλής και δ) να μην έχουν ακολουθήσει άλλες συγχωνεύσεις ή

εξαγορές μέσα στα επόμενα τέσσερα χρόνια από την εξεταζόμενη περίοδο. Το δείγμα των 118 εταιρειών που συγχωνεύτηκαν, χωρίστηκε έπειτα σε κατηγορίες, μικρότερα δείγματα, ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητάς τους, συγκεκριμένα στους εξής: Ζάχαρη και αγροτικά προϊόντα, Οργανικά και ανόργανα χημικά, Υφαντουργία, Τραπεζικός και χρηματιστηριακός κλάδος, Φαρμακοβιομηχανία και κλάδος υγείας, Ηλεκτρικός εξοπλισμός.

Πρώτα έγινε ανάλυση όλων των συγχωνεύσεων του δείγματος συνολικά και τα αποτελέσματα ήταν τα εξής:

	<b><u>3 χρόνια πριν τη συγχώνευση</u></b>	<b><u>3 χρόνια μετά τη συγχώνευση</u></b>	<b><u>t-statistic (επίπεδο σημαντικότητας 0,05)</u></b>
<b><u>Operating Profit Margin</u></b>	19,467	18,772	0,779
<b><u>Gross Profit Margin</u></b>	15,599	13,900	1,845
<b><u>Net Profit Margin</u></b>	6,265	3,353	2,695
<b><u>Return on Net worth</u></b>	15,368	6,880	3,886
<b><u>Return on Capital Employed</u></b>	24,541	16,988	5,936
<b><u>Debt-Equity Ratio</u></b>	1,254	1,382	-1,162

Η σύγκριση μεταξύ των δύο περιόδων, πριν και μετά τη συγχώνευση, δείχνει μείωση του μέσου όρου περιθωρίου λειτουργικού κέρδους (από 19,467% σε 18,772%), αλλά η μείωση αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική (t=0,779). Όμως οι δείκτες μεικτού περιθωρίου κέρδους (από 15,599% σε

13,900%) και καθαρού περιθωρίου κέρδους (από 6,265% σε 3,353%) παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές μειώσεις. Οι δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (από 15,368% σε 6,880%) και αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων (από 24,541% σε 16,988%) δείχνουν επίσης στατιστικά σημαντική μείωση μετά την συγχώνευση. Τέλος υπήρξε μία αύξηση στη μόχλευση (από 1,254 σε 1,382), η οποία όμως δεν ήταν στατιστικά σημαντική ( $t=-1,162$ ).

Στο επόμενο στάδιο της έρευνας, οι συγγραφείς εφαρμόζουν την ίδια μέθοδο με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, σε κάθε μία υποκατηγορία. Στον κλάδο των αγροτικών προϊόντων οι συγχωνεύσεις προκάλεσαν σημαντική μείωση και στην κερδοφορία και στην αποδοτικότητα επενδυτικών και απασχολούμενων κεφαλαίων. Στον κλάδο των χημικών, οι συγχωνεύσεις είχαν σαν αποτέλεσμα τη μείωση των περιθωρίων κέρδους και της αποδοτικότητας των κεφαλαίων. Στον κλάδο της υφαντουργίας παρουσιάστηκε μείωση σε όλους τους δείκτες, τα αποτελέσματα όμως δεν ήταν στατιστικά σημαντικά. Στον τραπεζικό και χρηματιστηριακό τομέα, υπήρξε αύξηση στο περιθώριο κέρδους (από 46,883% σε 51,970%) και στον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (από 10,277% σε 14,665%). Άρα για αυτόν τον κλάδο οι συγχωνεύσεις λειτούργησαν θετικά, γεγονός όμως που δεν μπόρεσε να μετατραπεί σε καθαρό κέρδος, λόγω της αύξησης του επιπέδου δανεισμού μετά την συγχώνευση. Στον φαρμακευτικό κλάδο οι συγχωνεύσεις δεν επέφεραν καμία αλλαγή στην κερδοφορία, ενώ αυξήθηκε το επίπεδο του λειτουργικού περιθωρίου και της εταιρικής περιουσίας, αλλά μειώθηκε η αποδοτικότητα των απασχολούμενων κεφαλαίων. Τέλος στον

τομέα ηλεκτρικού εξοπλισμού δεν επηρεάστηκε σημαντικά η κερδοφορία, ούτε το επίπεδο δανεισμού, ενώ η μείωση στην αποδοτικότητα των κεφαλαίων δεν ήταν στατιστικά σημαντική.

Το συμπέρασμα της μελέτης απορρίπτει και τις δύο υποθέσεις, δηλαδή πρώτον απορρίπτεται η υπόθεση ότι οι συγχωνεύσεις στην Ινδία έχουν βελτιώσει την απόδοση των συγχωνευόμενων εταιρειών, αφού από τους δείκτες προέκυψε μείωση σε κερδοφορία και αποδοτικότητα και δεύτερον απορρίπτεται η υπόθεση ότι ο τομέας της επιχειρηματικής δραστηριότητας δεν επηρεάζει την απόδοση της λειτουργίας μίας εταιρείας μετά τη συγχώνευση, αφού είδαμε διαφοροποιήσεις στα αποτελέσματα του κάθε δείγματος και άρα ο κλάδος παίζει ρόλο. Τελικά στην Ινδία προκύπτει το γεγονός ότι οι περισσότερες συγχωνεύσεις είχαν σαν στόχο την μεγιστοποίηση του ενεργητικού της εταιρείας μέσα από ανασυγκρότηση και όχι την βελτίωση των λειτουργικών αποδόσεων.



- **"An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Mergers", *Journal of Financial Economics*, volume 6, 1978**

Στη μελέτη αυτή, ο Langetieg, (1978), από το πανεπιστήμιο της Νότιας Καλιφόρνιας στο Λος Άντζελες της Αμερικής, επιχειρεί να εξετάσει το ύψος των κερδών των μετόχων που προέρχονται από συγχωνεύσεις, χρησιμοποιώντας τέσσερα διαφορετικά διπαραγοντικά υποδείγματα της αγοράς-βιομηχανίας (two-factor market-industry models) σε συνδυασμό με μια ομάδα από μη συγχωνευόμενες εταιρείες ως μέτρο σύγκρισης. Τα τέσσερα διπαραγοντικά μοντέλα βασίζονται τα μισά στο υπόδειγμα του Jensen και τα άλλα μισά στο υπόδειγμα του Black και δείχνουν να παράγουν παρόμοια αποτελέσματα σε γενικές γραμμές.

Ο σκοπός της έρευνας είναι η εξέταση της απόδοσης της μετοχής πριν και μετά από τη συγχώνευση, μέσα από τα αποτελέσματα που προσφέρει ένας τριπαραγοντικός δείκτης απόδοσης. Η παραγωγή του δείκτη αυτού, ξεκινάει με την παραδοχή ότι η επιτυχία ή αποτυχία μιας συγχώνευσης μπορεί να κριθεί από την επίδρασή της στις τιμές των μετοχών. Για να αναπτύξει αυτόν τον δείκτη απόδοσης, βασίστηκε σε δύο δημοφιλή μονοπαραγοντικά υποδείγματα α) στον δείκτη απόδοσης του Jensen (1969) που στηρίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM) και προϋποθέτει την ύπαρξη ενός ακίνδυνου περιουσιακού στοιχείου και β) στο υπόδειγμα του Black (1972) με την απόδοση μηδενικού συστηματικού κινδύνου (zero-beta rate). Αυτά τα υποδείγματα χαρακτηρίζονται ως μονοπαραγοντικά διότι ο τύπος της ανάλυσης της

παλινδρόμησής τους αποτελείται από μία μόνο ερμηνευτική μεταβλητή, (την απόδοση της αγοράς μείον την απόδοση μηδενικού κινδύνου). Για να αυξήσει την ερμηνευτική δύναμη της παλινδρόμησης, επεκτείνει τα μονοπαραγοντικά μοντέλα, προσθέτοντας έναν βιομηχανικό παράγοντα και σαν επιπρόσθετο έλεγχο της στατιστικής διαδικασίας, εισάγει και έναν τρίτο παράγοντα, μια ομάδα από μη συγχωνευόμενες εταιρείες που λειτουργεί σαν μέτρο σύγκρισης.

Για την παραγωγή του τριπαραγοντικού δείκτη απόδοσης χρησιμοποιεί πρώτα τα δύο υποδείγματα του Jensen και του Black, τα οποία και τα δύο θέτουν την εξής μορφή παραγωγικής διαδικασίας των βασικών αποδόσεων:

$$(r_{it} - r_{ft}) = \alpha_i + \beta_i (r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{it}, \text{ όπου } t=1, \dots, T$$

$r_{it}$  = η συνεχής απόδοση της εταιρείας  $i$  σε χρόνο  $t$

$r_{ft}$  = η συνεχής απόδοση μηδενικού κινδύνου (risk-free rate) ή η συνεχής απόδοση μηδενικού συστηματικού κινδύνου (zero-beta rate)

$r_{mt}$  = η συνεχής απόδοση της αγοράς

$\alpha_i$  = μονάδα υπολογισμού του μέσου επιπέδου της πλεονάζουσας ή ελλειμματικής απόδοσης σε όλη τη χρονική περίοδο  $T$ . (δείκτης απόδοσης του Jensen για την εταιρεία  $i$ )

$\beta_i$  = τα beta της εταιρείας  $i$ , στη μελέτη αυτή τα beta θεωρούνται σταθερά μέσα στην πάροδο της περιόδου  $T$ .

$\varepsilon_{it}$  = η υπολειμματική απόδοση (απόδοση των καταλοίπων) της εταιρείας  $i$  που προκαλούνται από τα σφάλματα της τυχαιότητας των αποδόσεων.

Για να υποστηρίξει στατιστικά το υπόδειγμά του, προσθέτει έναν δεύτερο παράγοντα, τον βιομηχανικό (industrial factor), τον οποίον για να κατασκευάσει, διαλέγει τίτλους των οποίων η συμπεριφορά της τιμής πλησιάζει αρκετά στη συμπεριφορά της τιμής της συγχωνευόμενης εταιρείας. Έτσι είναι δυνατόν κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία του δείγματός του, να διαθέτει έναν μοναδικό βιομηχανικό συντελεστή.

Ο τρίτος παράγοντας που εισάγει στο υπόδειγμά του είναι μία καλά προσαρμοσμένη, μη συγχωνευόμενη εταιρεία, η οποία λειτουργεί σαν ενίσχυση της σημαντικότητας των στατιστικών ελέγχων και χρησιμοποιείται σαν μέτρο σύγκρισης. Η προσθήκη αυτής της εταιρείας έχει σκοπό να ελέγξει εάν οι πλεονάζουσες αποδόσεις που έχουν υπολογιστεί, είναι αποτελέσματα της συγχώνευσης ή αν έχουν προκληθεί από εξωτερικές, εκτός της αγοράς, επιδράσεις.

Το δείγμα των εταιρειών που χρησιμοποίησε αποτελείται από 149 συγχωνεύσεις, οι οποίες επιλέχτηκαν με τον περιορισμό να μην έχουν επαναληφθεί συγχωνεύσεις από μία εταιρεία μέσα στα επόμενα 3 χρόνια από την εξεταζόμενη περίοδο. Για κάθε περίπτωση συγχώνευσης πάρθηκαν δεδομένα για 72 μήνες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης για την αποκτηθείσα και για την αποκτώσα εταιρεία, καθώς και για 72 μήνες μετά την συγχώνευση για την ενοποιημένη εταιρεία.

Για τον υπολογισμό των κερδών των μετόχων, χρησιμοποίησε τέσσερις διαφορετικούς διπαραγοντικούς δείκτες:

J1: ο δείκτης του Jensen συνδυασμένος με έναν ισομερώς σταθμισμένο βιομηχανικό δείκτη (industry index)

J2: ο δείκτης του Jensen συνδυασμένος με έναν βιομηχανικό δείκτη ο οποίος είναι σταθμισμένος με βάση τον συντελεστή συσχέτισης

B1: το υπόδειγμα του Black συνδυασμένο με έναν ισομερώς σταθμισμένο βιομηχανικό δείκτη

B2: το υπόδειγμα του Black συνδυασμένο με έναν βιομηχανικό δείκτη ο οποίος είναι σταθμισμένος με βάση τον συντελεστή συσχέτισης

Comparison of stockholder gains from alternative models.

Subsample	Measure of abnormal performance <sup>a</sup>			
	J1	J2	B1	B2
Acquired firms (-70, -25)	-0.1248	-0.169	-0.100	-0.154
Acquired firms (-24, -7)	-0.0017	-0.001	-0.007	-0.010
Acquired firms (-6, -1)	0.1063	0.109	0.109	0.110
Acquiring firms (-70, -25)	0.0768	0.034	0.061	0.016
Acquiring firms (-24, -7)	0.0590	0.068	0.065	0.069
Acquiring firms (-6, -1)	-0.0282	-0.020	-0.022	-0.020
Consolidated firms (1, 12)	-0.0659	-0.060	-0.061	-0.063
Consolidated firms (13, 24)	-0.0564	-0.048	-0.055	-0.050
Consolidated firms (25, 70)	-0.1392	-0.126	-0.110	-0.110

Ο πίνακας αυτός δείχνει μικρές διαφορές μεταξύ των τεσσάρων δεικτών στα αποτελέσματα των μη κανονικών-πλεονασματικών αποδόσεων για τις αποκτηθείσες, τις αποκτώσες και τις ενοποιημένες εταιρείες στα συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Παρατηρείται ότι τα μοντέλα με τον ισομερώς σταθμισμένο βιομηχανικό δείκτη, δίνουν ελαφρώς χαμηλότερες εκτιμήσεις, σε σχέση με τα μοντέλα με τον βιομηχανικό δείκτη που είναι σταθμισμένος με βάση τον συντελεστή συσχέτισης. Στα αποτελέσματα που βρήκε εφάρμοσε στατιστικούς ελέγχους για να ενισχύσει την στατιστική σημαντικότητά τους.

Το συμπέρασμα στο στάδιο αυτό είναι ότι με βάση τα διπαραγοντικά μοντέλα που χρησιμοποίησε, το δείγμα παρουσιάζει αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις καθώς και οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις σε αρκετά σημεία στις χρονικές περιόδους του ελέγχου, παρατηρούνται ότι δεν είναι μηδενικές, άρα ότι είναι στατιστικά σημαντικές με βάση τους στατιστικούς ελέγχους.

Στο επόμενο στάδιο συμπεριλαμβάνει στο υπόδειγμα τον τρίτο παράγοντα, της μη-συγχωνευόμενης εταιρείας ελέγχου και τα αποτελέσματα που προκύπτουν δείχνουν επίσης ότι υπάρχουν αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις στην μεγαλύτερη χρονική περίοδο μετά την συγχώνευση.

Το τελικό τριπαραγοντικό υπόδειγμα δείχνει μέσω των αποτελεσμάτων του, ότι η εταιρεία που επωφελείται από την εξαγορά είναι περισσότερο η εταιρεία στόχος. Για την περίοδο πριν τη συγχώνευση, οι εξαγοραζόμενες εταιρείες παρουσίαζαν αρχικά (-72 μήνες, έως -19 μήνες) αρνητικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, τις οποίες όμως διαδέχτηκαν πλεονάζουσες αποδόσεις αυξημένες κατά 12,92% και σημαντικά κέρδη για τους μετόχους, στο ύψος του 10,7% (-6 μήνες, έως -1 μήνας). Αντίθετα για τις αγοράστριες εταιρείες, το όφελος από την εξαγορά έχει εξαντληθεί μέχρι και 6 μήνες πριν την ημερομηνία της συγχώνευσης. Συγκεκριμένα, οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο -72 μήνες έως -7 μήνες είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές με βάση τους στατιστικούς ελέγχους, με σημείο κορύφωσης τη στιγμή των -6 μηνών, ενώ υπάρχει μεγάλη μείωση αμέσως μετά. Επίσης το όφελος των μετόχων για τις αγοράστριες εταιρείες μπορεί να είναι θετικό, αλλά είναι αρκετά μικρότερο από αυτό των εξαγοραζόμενων εταιρειών.

Το τελικό συμπέρασμα της όλης έρευνας είναι ότι μετά την συγχώνευση, η αγοράστρια εταιρεία παρουσίασε ένα μέσο όρο μη κανονικών αποδόσεων 6,11% και η εξαγοραζόμενη εταιρεία παρουσίασε μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 12,9%. Αυτά τα θετικά αποτελέσματα, αν και δεν είναι υψηλά, υποδεικνύουν ότι η συγχώνευση συμβάλει στην βελτιστοποίηση της εταιρικής θέσης.

➤ **"Historical Patterns and Recent Changes in the Relationship between Bank Holding Company Size and Risk", Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, July 1995**

Η Demsetz και ο Strahan (1995), στην έρευνά τους αυτή προσπάθησαν να μελετήσουν πώς η αύξηση του μεγέθους μιας τραπεζικής holding εταιρείας, γεγονός που αποτελεί βασική στρατηγική των εταιρειών holding εν γένει, επηρεάζει τον τύπο και το μέγεθος του κινδύνου που αναλαμβάνει. Εξετάζουν τη σχέση μεταξύ μεγέθους ενεργητικού και μεγέθους κινδύνου για τραπεζικές εταιρείες holding στην Αμερική για το διάστημα από το 1987 έως το 1993.

Το δείγμα των εταιρειών που εξετάζουν αποτελείται από 100 εισηγμένες τραπεζικές εταιρείες holding, οι οποίες στο σύνολό τους συμμετέχουν, με λίγο μικρότερο ποσοστό από το 50%, στο σύνολο των εμπορικών τραπεζών της Αμερικής το 1993.

Για το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου, προκύπτει ότι το επίπεδο κινδύνου των μεγάλων τραπεζικών holding εταιρειών δεν διαφέρει σημαντικά από αυτό των μικρότερων εταιρειών. Υπάρχουν όμως σημαντικές διαφορές στη φύση του κινδύνου αυτού. Φαίνεται ότι, αν και η επέκταση του μεγέθους στις εταιρείες holding, τους δίνει το πλεονέκτημα της διαφοροποίησης του κινδύνου, οι διαφορετικές δραστηριότητες και η μόχλευση, ισοβαθμίζουν αυτό το πλεονέκτημα, απαλείφοντάς το, και έτσι αφήνουν τις μεγάλες εταιρείες holding με τον ίδιο κίνδυνο που διατρέχουν και οι μικρότερες.

Η ανάλυση αυτή στηρίζεται συγκεκριμένα στον κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων (equity risk), ο οποίος αφορά ολόκληρη την εταιρεία holding σαν

σύνολο, περιλαμβάνει τους κινδύνους που προέρχονται από όλους τους τομείς και τις θυγατρικές εταιρείες και αντικατοπτρίζει τη διαφοροποίηση μεταξύ τους. Η ανάλυση παίρνει σαν δεδομένα, δύο υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου, πρώτον ότι η διαφοροποίηση μειώνει τον κίνδυνο και δεύτερον ότι η δυνατότητα διαφοροποίησης αυξάνεται με το μέγεθος του χαρτοφυλακίου. Ο κίνδυνος των ιδίων κεφαλαίων διαχωρίζεται σε δύο συστατικά και έπειτα υπολογίζεται η σχέση του μεγέθους του ενεργητικού με κάθε ένα από αυτά τα συστατικά. Το πρώτο συστατικό του κινδύνου είναι ο συστηματικός κίνδυνος (systematic risk), ο οποίος υπολογίζει την διακύμανση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, η οποία σχετίζεται με τις υφιστάμενες οικονομικές συνθήκες της αγοράς, που επηρεάζουν το συνολικό τραπεζικό τομέα, ενώ το δεύτερο συστατικό του κινδύνου είναι ο μη συστηματικός κίνδυνος, ή ο εξειδικευμένος κίνδυνος της εταιρείας (firm-specific risk), ο οποίος υπολογίζει την διακύμανση της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων που αντιστοιχεί αποκλειστικά σε κάθε εταιρεία και επηρεάζεται από τις εσωτερικές συνθήκες που επικρατούν μέσα σε αυτήν.

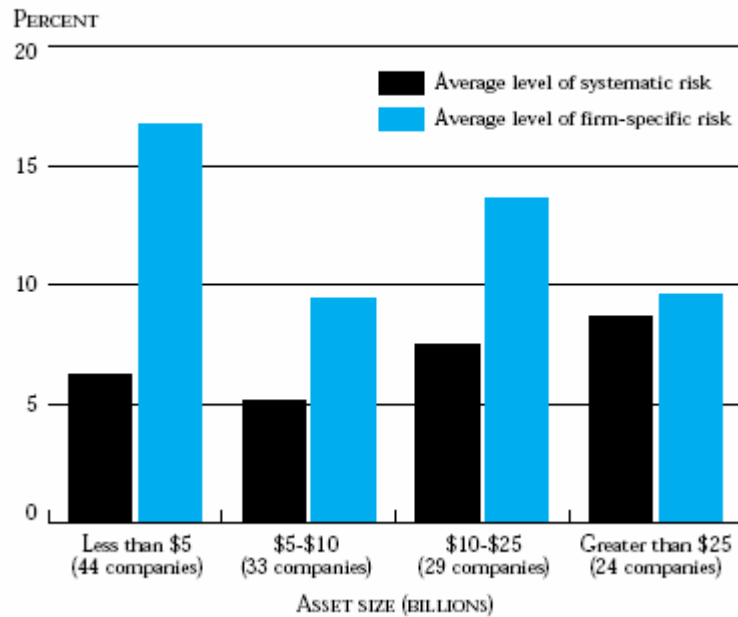
Επειδή μια τραπεζική επιχείρηση που έχει μικρή διαφοροποίηση κινδύνου, είναι υποκείμενη σε κλονισμούς, που προέρχονται από βιομηχανικές, περιφερειακές ή άλλου τύπου υποχρεώσεις σε συνθήκες ανταγωνισμού, είναι πιθανόν να παρουσιάζει μεγάλο ποσοστό εξειδικευμένου κινδύνου, κάτι που μια επιχείρηση με καλή διαφοροποίηση, πιθανόν να είχε αποφύγει. Όμως η διαφοροποίηση δεν μπορεί να βοηθήσει μια καλώς διαφοροποιημένη επιχείρηση να εξουδετερώσει τον συστηματικό κίνδυνο της αγοράς.



Διατυπώνεται η υπόθεση, ότι εφόσον οι μεγάλες holding εταιρείες είναι απλά αναβαθμισμένες και καλύτερα διαφοροποιημένες εκδοχές των μικρότερων εταιρειών, τότε όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μιας εταιρείας, τόσο μειώνεται ο μη-συστηματικός κίνδυνος, ενώ ο συστηματικός κίνδυνος δεν φαίνεται να σχετίζεται κάπως με το μέγεθος. (Άρα υπάρχει αντίθετη σχέση μεταξύ μεγέθους και μη συστηματικού κινδύνου). Στην περίπτωση όμως που οι μεγαλύτερες holding εταιρείες δεν είναι απλά αναβαθμισμένες εκδοχές των μικρότερων εταιρειών, αλλά έχουν βασικές διαφορές σε ενεργητικό, υποχρεώσεις, σε δραστηριότητες εκτός ισολογισμού, αν για παράδειγμα, επιδιώκουν την ανάληψη πιο επικίνδυνων δραστηριοτήτων, μπορεί να υπάρξει θετική σχέση μεταξύ μη συστηματικού κινδύνου και μεγέθους, οπότε ακυρώνει τα προηγούμενα συμπεράσματα και έτσι το πόρισμα είναι αμφιλεγόμενο.

Για τη λύση του ζητήματος αυτού, κατέφυγαν στον εμπειρικό έλεγχο των 100 εταιρειών. Για την μέτρηση του μεγέθους των εταιρειών του δείγματος, υπολογίζεται το συνολικό ενεργητικό τους.

RELATIONSHIP BETWEEN BANK HOLDING COMPANY SIZE AND RISK COMPONENTS, 1987-93



Στον πίνακα φαίνεται η σχέση μεταξύ του μεγέθους του ενεργητικού και των συστατικών του κινδύνου (συστηματικός και μη συστηματικός). Ο μη συστηματικός κίνδυνος κατέχει μεγαλύτερο ποσοστό στο συνολικό κίνδυνο, για τις μικρότερες εταιρείες. Αυτό το ποσοστό μειώνεται όσο μεγαλώνει το ενεργητικό της επιχείρησης, από 73% σε 53%.

Για τη περαιτέρω ανάλυση των χαρακτηριστικών των κινδύνων για τις μεγάλες holding εταιρείες, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι βασικές ανισότητες που υπάρχουν στα χαρτοφυλάκια μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιρειών. Χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικοί δείκτες που προσδιορίζουν την διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους και συγκεκριμένα δείχνουν ότι υπάρχουν διαφορές στην συμπεριφορά δανεισμού, στους κεφαλαιακούς δείκτες και στην γεωγραφική διαφοροποίηση μέσω περισσότερων συμμετοχών σε θυγατρικές εταιρείες. Έπειτα γίνεται σύνδεση των δεικτών με τον συστηματικό και τον μη συστηματικό κίνδυνο, όπου παρουσιάζεται πώς μεταβάλλεται ο κίνδυνος αν

γίνει μετακίνηση από το χαρτοφυλάκιο μιας μικρής εταιρείας στο χαρτοφυλάκιο μιας μεγάλης. Για παράδειγμα, η μετακίνηση από το δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια της μικρής εταιρείας στον ίδιο δείκτη της μεγάλης εταιρείας, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του συστηματικού κινδύνου κατά 12,40% και του μη συστηματικού κινδύνου κατά 20,33%. Επίσης, η μετακίνηση από τον δείκτη Ξένων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια της μικρής εταιρείας στον ίδιο δείκτη της μεγάλης, οδηγεί σε αύξηση του συστηματικού κινδύνου κατά 12,60% και του μη συστηματικού κινδύνου κατά 11,59%. Όμως η αλλαγή από την γεωγραφική διαφοροποίηση των εμπορικών θυγατρικών εταιρειών της μικρής holding εταιρείας, στην αντίστοιχη γεωγραφική διαφοροποίηση της μεγάλης, έχει σαν αποτέλεσμα, την μείωση του συστηματικού κινδύνου κατά 21,20% και του μη συστηματικού κινδύνου κατά 26%.

Η ανάλυση συνεχίζεται με τον υπολογισμό της κοινής σημασίας των χαρακτηριστικών των χαρτοφυλακίων, ο οποίος γίνεται με την ποσοτικοποίηση της σχέσης μεταξύ μεγέθους και κινδύνου, κρατώντας τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου, σταθερά. Αυτό επιτυγχάνεται με τον υπολογισμό παλινδρομήσεων και συγκεκριμένα με δύο παλινδρομήσεις οι οποίες συσχετίζουν τον συστηματικό και τον μη συστηματικό κίνδυνο με το μέγεθος του ενεργητικού.

RELATIONSHIP BETWEEN BANK HOLDING COMPANY  
SIZE AND RISK: WITH AND WITHOUT CONTROLS  
FOR PORTFOLIO ATTRIBUTES

Type of Risk	Percent Change in Risk following a 1 Percent Change in Size	
	Without Portfolio Control Variables	With Portfolio Control Variables
Systematic	0.17 (6.1)*	0.07 (1.7)
Firm-specific	-0.14 (-4.3)*	-0.25 (-5.7)*

(Τα αποτελέσματα ελέγχου με t-statistic είναι τα νούμερα στην παρένθεση)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων επιβεβαιώνεται η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και μη συστηματικού κινδύνου (firm-specific risk), καθώς βλέπουμε ότι μία αύξηση του ενεργητικού ίση με 1%, οδηγεί σε μείωση 0,25% του μη συστηματικού κινδύνου, δεδομένου ότι αυτή η αύξηση του ενεργητικού δεν συνοδεύεται και από αύξηση των δραστηριοτήτων έντασης κινδύνου. Έτσι οι σχέσεις μεταξύ μεγέθους ενεργητικού και των δύο συστατικών του κινδύνου, συμβαδίζουν τώρα και με τις υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου.

Τέλος γίνεται μια διαχρονική συσχέτιση μεγέθους και κινδύνου, η οποία δείχνει πως στην περίοδο 1987 έως 1991, οι μεγάλες εταιρείες παρουσιάζουν σημαντικά μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο από ότι οι μικρές, αλλά πάλι έχουν μικρότερο μη συστηματικό κίνδυνο. Τις χρονιές όμως 1992 και 1993, οι μεγάλες εταιρείες παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερο μη συστηματικό κίνδυνο από τις μικρές εταιρείες και έχουν παρόμοιο συστηματικό κίνδυνο. Αυτή η μεταβολή μετά το 1992 μάλλον οφείλεται στο γεγονός ότι άλλαξε δραστικά ολόκληρη η εικόνα των τραπεζών, γεγονός που προκλήθηκε από εξωτερικούς παράγοντες τις αγορές καθώς και από την επιβολή ρυθμιστικών κυβερνητικών μέτρων.

Συμπερασματικά αυτή η μελέτη εξερεύνησε την σχέση μεταξύ μεγέθους μιας holding εταιρείας και του κινδύνου που αντιμετωπίζει. Στα πρώτα χρόνια της περιόδου εξέτασης το μέγεθος δεν επηρέαζε σημαντικά το συνολικό επίπεδο του κινδύνου και οι μεγάλες εταιρείες λειτουργούσαν με υψηλή μόχλευση και διατηρούσαν πιο ριψοκίνδυνα χαρτοφυλάκια, αντιμετωπίζοντας τον κίνδυνο μόνο με το μέτρο της διαφοροποίησης. Στα πιο πρόσφατα χρόνια όμως, η σχέση αυτή άλλαξε και τα χαρτοφυλάκια των μεγάλων και των μικρών εταιρειών έγιναν παρόμοια. Σαν αποτέλεσμα, η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και μη συστηματικού κινδύνου ενισχύθηκε σημαντικά, ενώ η θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και συστηματικού κινδύνου αποδυναμώθηκε.

➤ **"Market Reactions to the Passage of the Financial Holding Company Act in Taiwan", *Pacific Economic Review*, vol.13,2008**

Οι Wang, Chen και Chou, (2008), των πανεπιστημίων Ming Chuan University και National Central University στην Ταϊβάν, εξετάζουν στη συγκεκριμένη μελέτη πώς αντιδρούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στα διάφορα επακόλουθα που δημιουργούνται από την θέσπιση του νομικού πλαισίου για τις χρηματοπιστωτικές εταιρείες holding, τον Ιούνιο του 2001. Το νομικό αυτό πλαίσιο, διευκολύνει την σύμπτυξη μεταξύ διαφορετικών χρηματοοικονομικών τομέων, την αύξηση της διαφοροποίησης των επενδύσεων και παρέχει καλύτερη φορολογική αντιμετώπιση. Από εμπειρική ανάλυση προκύπτει ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα αντιμετώπισε σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις από τη διαδικασία της νομιμοποίησης των εταιρειών holding. Οι μικρότερες εταιρείες παρουσίασαν αρκετά μεγαλύτερες μη-κανονικές αποδόσεις, γεγονός που ακυρώνει τη θεωρία ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες επωφελούνται περισσότερο από την ύπαρξη εταιρειών holding. Περαιτέρω ανάλυση δείχνει ότι η σημασία της αξίας της αγοράς (market value) αντικαθιστάται από ένα ισχυρό φαινόμενο επιχείρησης τιτλοποιήσεων, (securities industry effect), το οποίο συμφωνεί με την παρατήρηση ότι οι εταιρείες τιτλοποιήσεων στην Ταϊβάν είναι γενικά μικρότερες σε αγοραία αξία και έτσι αποτελούν πιθανές εταιρείες-στόχους για τις εταιρείες holding.

Η αυξανόμενη παγκόσμια τάση της φιλελευθεροποίησης και της διεθνοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τη δεκαετία του 1990, έχει αναγκάσει όλες τις χώρες να επιταχύνουν την διαδικασία του χρηματοοικονομικού τους εκσυγχρονισμού. Ένα σημαντικό βήμα προς αυτή

την κατεύθυνση, είναι ή σύγκλιση ενός μεγάλου εύρους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, που μπορούν να διεξαχθούν από μία μόνο χρηματοπιστωτική εταιρεία holding. Έτσι και η Ταϊβάν, της οποίας η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί μία από τις πιο δραστήριες αγορές στον κόσμο, υπό την πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού, αναγκάστηκε να προωθήσει τις συνεργασίες και τις συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων και το σχηματισμό μεγάλων χρηματοπιστωτικών εταιρειών holding, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα την συνένωση διαφορετικών χρηματοοικονομικών τομέων και φορέων.

Η μελέτη αυτή αποτελεί την πρώτη έρευνα με χρήση εμπειρικών δεδομένων, για την επίδραση της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης μέσω της εδραίωσης των εταιρειών holding, πάνω στις αποδόσεις των μετοχών στον τραπεζικό τομέα, σε μία αναδυόμενη αγορά. Το αντικείμενο της μελέτης είναι διπλό. Πρώτα, εξετάζεται η πιθανή αλλαγή στην αξιολόγηση της αγοράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, σαν αντίδραση στη θέσπιση του νομικού πλαισίου για τις χρηματιστηριακές εταιρείες holding στην Ταϊβάν. Χρησιμοποιείται ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο παλινδρόμησης (MVRM) (Schipper, Thompson, Binder, 1983, 1985), για την ανεύρεση των εκτιμητριών για τις μη-κανονικές αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών εταιρειών, στα διάφορα χρονικά σημεία που αποτέλεσαν την περίοδο της νομιμοποίησης των εταιρειών holding το 2001. Έπειτα γίνεται αναγνώριση των πηγών και των προσδιοριστικών παραγόντων που προκαλούν την αντίδραση της αγοράς, και χρησιμοποιείται μια διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων. Για την απαλοιφή της ετεροσκεδαστικότητας των σφαλμάτων, που υπάρχει λόγω των διαφορετικών

στοιχείων που διέπουν την κάθε εταιρεία, γίνονται στατιστικές ελέγχου και διόρθωση με τη μέθοδο του White. Για να αναγνωρίσουν της προσδιοριστικούς παράγοντες, θέτουν της εξής υποθέσεις:

Υπόθεση 1: Οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι εταιρείες τιτλοποιήσεων είναι ιδιαίτερα ευνοημένες από το νέο νομικό πλαίσιο για της εταιρείες holding.

Υπόθεση 2: Οι εταιρείες που αποτελούν θυγατρικές εταιρειών holding, εμφανίζουν θετικό αποτέλεσμα στα κέρδη, ενώ της μπορεί να εμφανίζουν αρνητικό.

Υπόθεση 3: Οι μεγάλες εταιρείες (ειδικά οι τράπεζες) θα δεχτούν καλύτερη αξιολόγηση από την αγορά.

Υπόθεση 4: Οι εταιρείες-στόχοι των χρηματοπιστωτικών εταιρειών holding, (κυρίως εταιρείες τιτλοποιήσεων ή ασφαλιστικές) θα δεχτούν καλύτερη αξιολόγηση της αγοράς από ότι οι αγοράστριες εταιρείες της (κυρίως τράπεζες).

Υπόθεση 5: Οι τράπεζες με συγκεκριμένες επενδυτικές τραπεζικές δραστηριότητες, της οι τιτλοποιήσεις, θα αντιμετωπίσουν διαφορετικές αξιολογήσεις της αγοράς.

Το δείγμα που εξέτασαν αποτελείται από όλες τις εισηγμένες εταιρείες, στο Χρηματιστήριο Αξιών της Ταϊβάν ή στην εξωχρηματιστηριακή αγορά (Over the Counter Market). Ως περίοδο υπολογισμού (estimation period) επέλεξαν ένα χρόνο πριν από την ανακοίνωση του γεγονότος και χρησιμοποίησαν ημερήσιες αποδόσεις, για μια περίοδο από τις 27 Σεπτεμβρίου του 1999 έως τις 20 Νοεμβρίου του 2001. Οι εταιρείες που απαρτίζουν το



δείγμα, είναι 39 τραπεζικές εταιρείες, 20 εταιρείες τιτλοποιήσεων και 10 ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες με αυτό τον διαχωρισμό, αποτέλεσαν τα διαφορετικά χαρτοφυλάκια.

Για  $N$  εταιρείες και  $K$  γεγονότα (events) που αποτελούν τη διαδικασία νομιμοποίησης των εταιρειών holding, υπολογίζουν περίοδο παρατήρησης (event window) τριών ημερών, μια ημέρα πριν την ανακοίνωση, μια μέρα μετά την ανακοίνωση και την ημέρα της ανακοίνωσης του γεγονότος. Εισάγουν ψευδομεταβλητή  $3K$  στο πολυπαραγοντικό μοντέλο της παλινδρόμησης, για να υπολογίσουν τις πλεονασματικές αποδόσεις των εταιρειών, σχετικές με τα γεγονότα αυτά. Θεωρούν το ακόλουθο σύστημα γραμμικών παλίνδρομων μοντέλων:

$$R_{1t} = a_1 + b_1 R_{mt} + \sum_{j=1}^{3K} \gamma_{1j} D_{jt} + \varepsilon_{1t}$$

....

$$R_{Nt} = a_N + b_N R_{mt} + \sum_{j=1}^{3K} \gamma_{Nj} D_{jt} + \varepsilon_{Nt}$$

Όπου  $R_{it}$  είναι η απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στην ημέρα  $t$

$R_{mt}$  είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$D_{jt}$  είναι μια ψευδομεταβλητή που παίρνει τις τιμές 0 και 1, 1 = εάν αντιπροσωπεύει την σωστή ημέρα του event και 0 = αν δεν την αντιπροσωπεύει. Έτσι η επίδραση του γεγονότος  $K$  στο κάθε χαρτοφυλάκιο, φαίνεται από το άθροισμα των συντελεστών των σχετικών ψευδομεταβλητών,

δηλαδή:  $\gamma_{3K-2} + \gamma_{3K-1} + \gamma_{3K}$

Για τον υπολογισμό των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων ορίζουν :

$CAR_{ik} = \gamma_{3K-2} + \gamma_{3K-1} + \gamma_{3K}$  για  $k = 1, \dots, K$  ως την αθροιστική μη κανονική κατανομή της εταιρείας  $i$  για το  $k$  με τη σειρά event και επίσης ορίζουν:

$CAR_i = \sum_{k=1}^K CAR_{ik}$  ως τη συνολική αθροιστική μη κανονική απόδοση για όλα τα γεγονότα.

Βασισμένοι στο παραπάνω μοντέλο, εξετάζουν τη στατιστική σημαντικότητα των CARs, για να υπολογίζουν την επίδραση του κάθε γεγονότος ξεχωριστά, ή όλων των γεγονότων μαζί, στις εταιρείες ενός κλάδου, ή όλων των κλάδων.

Οι πέντε υποθέσεις που αναφέραμε πιο πάνω, ελέγχονται με τη βοήθεια μιας διαστρωματικής παλινδρόμησης των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων, με τα διαφορετικά εταιρικά χαρακτηριστικά, η οποία έχει ως εξής:

$$CAR_i \text{ estim.} = x_i' \beta + e_i$$

όπου  $x_i'$  είναι ένα διάνυσμα από τις ερμηνευτικές μεταβλητές.

Λόγω της διαφορετικής διακύμανσης της κάθε εταιρείας, στον όρο σφάλματος, προκύπτει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας. Για να αντιμετωπισθεί, γίνεται διόρθωση με τη μέθοδο του White και εκτιμάται η παλινδρόμηση με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με το πολυπαραγοντικό μοντέλο, για τα τέσσερα χαρτοφυλάκια (τραπεζικές εταιρείες, εταιρείες τιτλοποιήσεων, ασφαλιστικές εταιρείες και σύνολο εταιρειών), οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) έχουν ως εξής: Τα CAARs του χαρτοφυλακίου των τραπεζικών εταιρειών είναι 3,73% και στατιστικώς σημαντικά, τα CAARs του χαρτοφυλακίου των εταιρειών

τιτλοποιήσεων είναι τα υψηλότερα (22,15%), και είναι στατιστικώς σημαντικά, τα CAARs των ασφαλιστικών εταιρειών είναι 3,08% αλλά δεν είναι στατιστικώς σημαντικά, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι ασφαλιστικές εταιρείες δεν επωφελήθηκαν το ίδιο από την θεσμοθέτηση των εταιρειών holding και τα CAARs όλων των εταιρειών συνολικά είναι 8,88% και στατιστικώς σημαντικά.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της διαστρωματικής παλινδρόμησης των CAARs, που ενσωματώνει ως ερμηνευτικές μεταβλητές, τα διαφορετικά εταιρικά χαρακτηριστικά, οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για τις τραπεζικές εταιρείες είναι 14,95%, για τις εταιρείες τιτλοποιήσεων είναι 32,56% και για τις ασφαλιστικές εταιρείες είναι 13,20%.

Τέλος αντικαθιστούν τις ψευδομεταβλητές των εταιρικών χαρακτηριστικών, με το μέγεθος των εταιρειών, σαν ερμηνευτική μεταβλητή. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι το μέγεθος των εταιρειών δεν έχει ερμηνευτική ικανότητα στον προσδιορισμό των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων, καθώς οι εταιρείες τιτλοποιήσεων, που είναι οι μικρότερες σε μέγεθος, παρουσιάζουν τις υψηλότερες αποδόσεις. Έτσι τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν υποστηρίζουν τη θεωρία ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες επωφελούνται περισσότερο από τη νομιμοποίηση των εταιρειών holding στην Ταϊβάν, γεγονός που αντιτίθεται με τα αμερικάνικα δεδομένα.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την έρευνα αυτή είναι ότι ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, συμπεριλαμβανομένων τραπεζών, εταιρειών τιτλοποιήσεων και ασφαλιστικών εταιρειών, εμφανίζουν θετικές πλεονασματικές αποδόσεις σαν αποτέλεσμα της θεσμοθέτησης των εταιρειών holding στην αγορά της Ταϊβάν, γεγονός που δείχνει ότι η επήρεια των

συνεργιών υπερισχύει της επήρειας του ανταγωνισμού. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η αγορά εκλαμβάνει ως ωφέλιμη την εδραίωση των εταιρειών holding, για τον κάθε χρηματοοικονομικό τομέα, αλλά και για ολόκληρη την χρηματοοικονομική βιομηχανία. Περεταίρω ανάλυση, βασισμένη στη διαστρωματική παλινδρόμηση, έδειξε ότι οι επιχειρήσεις τιτλοποίησης επωφελούνται περισσότερο από όλες, ίσως επειδή είναι πιο μικρές στην αξία της αγοράς και αυτό τις καθιστά πιθανές εταιρείες στόχους για τις εταιρείες Holding.

- **"The effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *The Journal of Finance*, vol.43, 1988**

Στο άρθρο αυτό, ο Δούκας και ο Τραυλός (1988) παρουσιάζουν εμπειρικά αποτελέσματα των επιδράσεων των διασυννοριακών εξαγορών στις τιμές των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών στην Αμερική. Παρατηρούν λοιπόν, ότι οι μέτοχοι των πολυεθνικών επιχειρήσεων, οι οποίες δεν λειτουργούν στη χώρα που εδρεύει η εξαγοραζόμενη επιχείρηση, απολαμβάνουν σημαντικές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Οι μέτοχοι των αμερικανικών εταιρειών, οι οποίες επιχειρούν για πρώτη φορά τη διεθνή επέκτασή τους, αντιμετωπίζουν μικρές και στατιστικά μη σημαντικές, θετικές πλεονασματικές αποδόσεις, ενώ οι μέτοχοι των πολυεθνικών εταιρειών που έχουν ήδη επιχειρηματική δράση στη χώρα της εταιρείας-στόχου, αντιμετωπίζουν μη στατιστικά σημαντικές, αρνητικές πλεονασματικές αποδόσεις. Προκύπτει επίσης από την έρευνα αυτή ότι, οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι μεγαλύτερες, όταν οι εταιρείες επεκτείνονται σε νέες αγορές με καινούριες βιομηχανίες, ειδικά σε χώρες με οικονομίες λιγότερο ανεπτυγμένες από αυτής των Η.Π.Α.

Το βασικό πλεονέκτημα μιας πολυεθνικής εταιρείας σε σχέση με μια εγχώρια εταιρεία, βρίσκεται στην ευκολία που διαθέτει στη μεταβίβαση πόρων εκτός συνόρων, μέσω ενός διεθνώς μεγιστοποιημένου δικτύου. Η ανακοίνωση εξαγοράς μιας εταιρείας-στόχου σε ξένη χώρα, μπορεί να ερμηνευτεί από τους επενδυτές, σαν ένα σήμα μεταβίβασης ή εξάπλωσης πόρων της πολυεθνικής εταιρείας σε διεθνές επίπεδο, κάτι που θα της δώσει τη δυνατότητα να

αξιοποιήσει τις διεθνείς διαφοροποιήσεις στις αγορές κεφαλαίου ή στην παραγωγή. Το αντικείμενο της μελέτης αυτής, είναι η διερεύνηση της επίδρασης των διασυννοριακών συγχωνεύσεων, στην αγοραία αξία της αγοράστριας εταιρείας, με την εύρεση εμπειρικών αποδείξεων για το εάν η άμεση επένδυση στο εξωτερικό αποτελεί μια απόφαση που αυξάνει τον εταιρικό πλούτο.

Το δείγμα που χρησιμοποιήσαν αποτελείται από αμερικανικές εισηγμένες εταιρείες που ανακοίνωσαν και ολοκλήρωσαν διεθνείς εξαγορές μέσα σε μία χρονική περίοδο εννέα ετών, από το 1975 μέχρι και το 1983. Ως σημείο 0, το event date, θεώρησαν την ημέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς στο Wall Street Journal και από το δείγμα τους απέκλεισαν όσες εταιρείες είχαν προβεί και σε άλλες ταυτόχρονες επιχειρηματικές ενέργειες, όπως άλλες εξαγορές, επαναγορά μετοχών, κλπ, για τις δεκαπέντε ημέρες πριν από την ημέρα της ανακοίνωσης. Έτσι το τελικό δείγμα, διαμορφώθηκε σε 202 αγοράστριες εταιρείες, οι οποίες πραγματοποίησαν 301 συγχωνεύσεις με εταιρείες-στόχους στην αλλοδαπή. Το δείγμα χωρίστηκε σε τρεις υποκατηγορίες, ανάλογα με τον τόπο πρότερης επιχειρηματικής δράσης της αγοράστριας εταιρείας, στις εταιρείες με δράση στο εξωτερικό, αλλά όχι στην χώρα που εδρεύει η εταιρεία-στόχος, στις εταιρείες που είχαν ήδη δραστηριοποιηθεί στις χώρες που εδρεύει η εταιρεία-στόχος, και στις εταιρείες που δεν είχαν μέχρι τη στιγμή της ανακοίνωσης, καμία δράση στο εξωτερικό. Κατηγοριοποίηση του δείγματος, έγινε επίσης με βάση το επίπεδο της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας στην οποία βρίσκεται η εξαγοραζόμενη επιχείρηση, δηλαδή σε ανεπτυγμένες και λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες. Μία

τελευταία κατηγοριοποίηση έγινε με βάση τη βιομηχανική συσχέτιση που έχουν οι δύο εταιρείες (bidder και target).

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήσαν βασίστηκε στον Fama και στο Market Model:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_i R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου  $R_{jt}$  είναι η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής  $j$  για την κάθε μέρα  $t$ ,  $R_{mt}$  είναι η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς και  $e_{jt}$  ο όρος των σφαλμάτων. Το Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model) χρησιμοποιείται για να διερευνηθεί εάν οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας αντιμετωπίζουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) την ημέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς. Οι μη κανονικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $j$  στην ημέρα  $t$  ορίζονται ως εξής:

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

$$\text{Όπου } E(R_{jt}) = R_{jt \text{ estim.}}$$

$$\text{και } R_{jt \text{ estim.}} = E(\alpha_j \text{ estim.}) + E(\beta_i \text{ estim.}) R_{mt}$$

και οι εκτιμήτριες  $\alpha_j \text{ estim.}$  και  $\beta_i \text{ estim.}$  υπολογίζονται με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων στις παραμέτρους του υποδείγματος της αγοράς.

Η περίοδος υπολογισμού (estimation period) που χρησιμοποιήσαν, ήταν 120 μέρες, από την ημέρα -136 έως την ημέρα -16 πριν από την ημέρα της ανακοίνωσης που είναι το σημείο  $t=0$ . Η περίοδος παρατήρησης (observation

period) ήταν 15 ημέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης της εξαγοράς και 15 ημέρες μετά την ανακοίνωση. Έπειτα υπολόγισαν τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις (average abnormal returns) για κάθε μέρα με τον τύπο:

$$AAR_t = \sum_j^N \frac{AR_{jt}}{N}$$

Εξετάζουν την υπόθεση ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις δεν είναι μηδενικές, για να ελέγξουν τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων τους και υπολογίζουν τις μέσες τυποποιημένες μη κανονικές αποδόσεις (average standardized abnormal returns), συνυπολογίζοντας έτσι και την τυπική απόκλιση:

$$ASAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{S_{jt}}$$

Για τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας χρησιμοποίησαν τον έλεγχο Z-value, ο οποίος ακολουθεί μοναδιαία κανονική κατανομή, και ελέγχουν την υπόθεση ότι  $ASAR_t = 0$ , με τον εξής τύπο:

$$Z_t = \sqrt{N} ASAR_t$$

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις, τα Z-value τους, και τον αριθμό των θετικών και αρνητικών μη-κανονικών αποδόσεων στο συνολικό δείγμα των 301 εξαγορών εταιρειών του εξωτερικού, για την περίοδο -10 ημέρες πριν την ανακοίνωση και +10 μέρες μετά την ανακοίνωση, η οποία αποτελεί την ημέρα  $t=0$ .



Event Day	AR (%)	Z-value	Positive:Negative
-10	-0.02	-0.11	141:160
-9	0.18	1.98	153:148
-8	0.10	1.06	154:147
-7	0.07	0.17	146:155
-6	0.13	1.19	152:149
-5	-0.05	-0.69	144:157
-4	0.05	0.44	154:147
-3	-0.18	-1.67	131:170
-2	0.19	1.51	153:148
-1	0.01	-0.10	155:146
0	0.08	0.84	152:149
+1	-0.07	-0.98	141:160
+2	-0.08	-0.94	140:161
+3	-0.02	-0.56	139:162
+4	-0.01	-0.28	139:162
+5	-0.02	0.12	157:144
+6	-0.02	-0.45	141:160
+7	0.00	0.22	157:144
+8	0.11	0.62	150:151
+9	0.16	1.56	138:163
+10	-0.07	-0.59	141:160

Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι ανακοινώσεις των διεθνών αποκτήσεων, έχουν σε γενικές γραμμές συσχέτιση με τις κανονικές αποδόσεις. Για παράδειγμα, για την ημέρα της ανακοίνωσης ( $t=0$ ), οι μη κανονικές αποδόσεις είναι 0,08%, αλλά στατιστικά μη σημαντικές ( $Z=0,84$ ) σε κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Επίσης, η απόδοση των εταιρειών πριν την ανακοίνωση δεν είναι υψηλή, ούτε στατιστικά σημαντική. Άρα βγαίνει το συμπέρασμα, ότι οι μη αναμενόμενες ανακοινώσεις των διεθνών εξαγορών, δεν οδηγούν σε αλλαγές στις τιμές των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών. Αυτό το συμπέρασμα δεν συνάδει με τις προβλέψεις της θεωρίας για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις, που υποδεικνύουν μία συλλογή πλεονεκτημάτων για αύξηση της αξίας της επιχείρησης, από την δημιουργία και μόνο, ενός διεθνούς δικτύου δραστηριότητας. Προφανώς λοιπόν, αυτές οι δυνατότητες και τα πλεονεκτήματα υπερκεράζονται από τα αυξημένα κόστη συσχέτισης των διαφορετικών επιχειρήσεων που ενώνονται. Επειδή όμως το συνολικό δείγμα

των 301 εξαγορών δεν είναι ομοιογενές, όσον αφορά στο ποσοστό του βαθμού έκθεσης της κάθε επιχείρησης στη δραστηριοποίηση στο εξωτερικό, πριν την ανακοίνωση, τα αποτελέσματα αυτής της ομαδοποίησης είναι διαφορετικά από τα αποτελέσματα που προκύπτουν με μικρότερα δείγματα που έχουν κοινά χαρακτηριστικά.

Το επόμενο βήμα λοιπόν, είναι ο διαχωρισμός του συνολικού δείγματος σε τρία μικρότερα, ανάλογα με την πρότερη δράση των αγοραστριών εταιρειών στο εξωτερικό, για μικρότερη περίοδο παρατήρησης, -5 ημέρες πριν την ανακοίνωση και +5 ημέρες μετά. Το πρώτο μικρότερο δείγμα, αποτελείται από τις εταιρείες που είχαν ήδη δραστηριοποιηθεί στις χώρες που εδρεύει η εταιρεία-στόχος (175 εξαγορές) και παρουσιάζει την ημέρα της ανακοίνωσης, αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις (-0,08%), μη στατιστικά σημαντικές (Z-value = -0,60).

Το δεύτερο δείγμα που αποτελείται από εταιρείες με δράση στο εξωτερικό, αλλά όχι στην χώρα που εδρεύει η εταιρεία-στόχος (99 εξαγορές), παρουσιάζει θετικές μη κανονικές αποδόσεις (ύψους 0,31%) την ημέρα της ανακοίνωσης, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές (Z-value = 2,11) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Τα αποτελέσματα αυτά υποστηρίζουν την υπόθεση ότι η αξιολόγηση της επίδρασης της εξαγοράς αντικατοπτρίζει τις ευκαιρίες και τις δυνατότητες που πηγάζουν από την εξάπλωση των δραστηριοτήτων μιας πολυεθνικής επιχείρησης.

Το τρίτο δείγμα αποτελείται από τις εταιρείες που δεν είχαν μέχρι τη στιγμή της ανακοίνωσης, καμία δράση στο εξωτερικό (13 εξαγορές) και στο οποίο παρουσιάζονται μη κανονικές αποδόσεις (ύψους 0,74%) την ημερομηνία

ανακοίνωσης της εξαγοράς, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές ( $Z\text{-value} = 1,22$ ). Άρα η υπόθεση ότι οι διεθνώς διαφοροποιημένες αποκτήσεις, οδηγούν πάντα σε σημαντικά κέρδη για τους αγοραστές, δεν υποστηρίζεται από τα δεδομένα αυτά. Είναι λοιπόν πιθανό, για τις συγκεκριμένες εγχώριες εταιρείες, να ισχύει το γεγονός ότι η προσπάθεια μεγέθυνσης και διεθνοποίησης να μην είναι θέμα επιλογής, αλλά ανάγκης για επιβίωση και ο μοναδικός τους στόχος να είναι η διατήρηση των φυσιολογικών αποδόσεων μέσω της διαφοροποίησης του κινδύνου και της δραστηριότητας που προσφέρει η εξαγορά, και όχι η επιδίωξη πλεονασματικών αποδόσεων.

Στη συνέχεια γίνεται ο διαχωρισμός του αρχικού δείγματος με βάση το βαθμό της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας που εδρεύει η εταιρεία-στόχος και ο διαχωρισμός με βάση το βαθμό βιομηχανικής και λειτουργικής συσχέτισης των δύο εταιρειών. Υπολογίζεται μια διαστρωματική παλινδρόμηση για να βρεθούν οι αθροιστικές τυποποιημένες μη κανονικές αποδόσεις (standardized cumulative abnormal returns-SCAR) για δύο ημέρες (από  $t=-1$  έως  $t=0$ ):

$$SCAR_{j(-1,0)} = a_0 + a_1 CNTRD_j + a_2 INTROD_j + a_3 RELATD_j + e_j$$

Όπου  $CNTRD$  είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία αντιπροσωπεύει το βαθμό οικονομικής ανάπτυξης της χώρας στην οποία εδρεύει η εταιρεία-στόχος.  $INTROD$  είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία αντιπροσωπεύει το βαθμό των διεθνών λειτουργιών που είχε η αγοράστρια επιχείρηση πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και  $RELATD$  είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία αντιπροσωπεύει το βαθμό συσχέτισης των δραστηριοτήτων των δύο επιχειρήσεων. Έτρεξαν την παλινδρόμηση αυτή και για το συνολικό δείγμα και

για τα μικρότερα δείγματα και έλεγξαν τα αποτελέσματα με την F στατιστική ελέγχου. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι το μοντέλο παλινδρόμησης έχει ισχυρή ερμηνευτική ικανότητα, αφού τα περισσότερα βγήκαν στατιστικά σημαντικά και υποδεικνύουν ότι τα οφέλη των αγοραστριών εταιρειών είναι μεγαλύτερα όταν επεκτείνονται γεωγραφικά και όταν οι χώρες στις οποίες επεκτείνονται έχουν οικονομίες λιγότερο ανεπτυγμένες από την οικονομία των Η.Π.Α. Τα αποτελέσματα επίσης υποστηρίζουν την άποψη ότι η ταυτόχρονη γεωγραφική και βιομηχανική διαφοροποίηση παράγει οφέλη για τους μετόχους των αγοραστριών επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, η μελέτη αυτή προσπάθησε να αποδείξει ότι οι εταιρείες που συμμετέχουν σε εξαγορές εταιρειών του εξωτερικού και επιδιώκουν διεθνή επέκταση, επιτυγχάνουν τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων τους. Τα αποτελέσματα της έρευνας, καταλήγουν στο συμπέρασμα αυτό μόνο για τις εταιρείες που έχουν ήδη δραστηριοποιηθεί στο εξωτερικό, αλλά όχι στη χώρα που εδρεύει η εταιρεία που εξαγοράζουν. Τα οφέλη αυτά είναι μεγαλύτερα, όταν η χώρα της εταιρείας-στόχου είναι λιγότερο ανεπτυγμένη οικονομικά και όταν επιτυγχάνεται βιομηχανική διαφοροποίηση μεταξύ των δύο εταιρειών. Άρα επιβεβαιώνεται σε γενικές γραμμές η θεωρία ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται σωστά τα οφέλη που προκύπτουν από τη δημιουργία ενός πολυεθνικού δικτύου.

➤ **«Estimating the efficiency Effects of U.S. Telecommunications Mergers», Department of Economics and SUNY at College of Arts and Sciences, Buffalo, November 2003**

Οι Sung και Gort (2003), προσπάθησαν να εξετάσουν τις επιδράσεις δύο οριζόντιων συγχωνεύσεων ανάμεσα στις εταιρείες Baby Bells, η συγχώνευση της SBC με την Pacific Telesis και την συγχώνευση των Bell Atlantic με τη Nyrex. Οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων ερευνώνται σε δύο στάδια, αρχικά συγκρίνοντας την επίδοση των συγχωνευμένων εταιρειών με επιλεγμένες ομάδες μη συγχωνευμένων εταιρειών και στη συνέχεια συγκρίνοντας την επίδοση των συγχωνευμένων αυτών εταιρειών πριν και μετά τη συγχώνευση. Οι συγκρίσεις έγιναν με βάση τη μεταβολή του συνολικού παράγοντα παραγωγής (TFP), τη μεταβολή στο συνολικό κόστος λειτουργίας καθώς και στα μερίσματα των μετόχων. Η εκτίμηση του συνολικού κόστους λειτουργίας αποτελεί έναν από τους βασικούς παράγοντες εκτίμησης την οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας.

Αυτή η εμπειρική μελέτη διαφέρει από τις προηγούμενες ως προς το γεγονός ότι προσπαθεί όχι μόνο να εκτιμήσει την ενδεχόμενη δημιουργία αξίας (ή καταστροφή αξίας) που απορρέει από τις συγχωνεύσεις, αλλά επίσης να αποδείξει αν όντως υπάρχει αναμενόμενο κεφαλαιακό κέρδος.

Η εμπειρική έρευνα βασίστηκε σε ετήσια δεδομένα και το δείγμα τους περιλάμβανε 38 λειτουργικές εταιρείες, 13 συγχωνευμένες και 25 μη συγχωνευμένες εταιρείες, για την περίοδο 1991 έως 2000. Η πηγή δεδομένων για κάθε εταιρία ήταν το Statistics of Communications Common Carriers and the Automated Reporting Management Information System (ARMIS) όπου οι

τοπικές εταιρείες έχουν αποθηκευμένα τόσο τα οικονομικά όσο και τα λειτουργικά τους δεδομένα. Στη συνέχεια, τρέχουν διαχρονικές και διαστρωματικές παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας κάθε φορά ως μεταβλητή είτε το total factor productivity (TFP), είτε το total cost functions, είτε το shareholder returns.

Ένα από τα κύρια συμπεράσματά τους ήταν ότι ενώ τα μερίσματα των μετόχων στις συγχωνευμένες εταιρείες ξεπερνούσαν ελάχιστα αυτά των μη συγχωνευμένων εταιρειών για μια μικρή χρονική περίοδο, αυτό το μικρό κέρδος γρήγορα εξαφανιζόταν. Κατέληξαν επίσης στο συμπέρασμα ότι όχι μόνο δεν υπήρχε σημαντική αύξηση στον ολικό παράγοντα παραγωγικότητας TFP των συγχωνευμένων εταιρειών πριν και μετά τη συγχώνευση αλλά και ότι δεν υπήρχε συστηματική διαφορά μεταξύ των συγχωνευμένων και μη εταιρειών. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της μεταβλητής TFP έδειξαν ότι οι συγχωνεύσεις είχαν μηδενική ή και αρνητική επίδραση στη μεταβλητή αυτή. Περαιτέρω, η ανάλυση του κόστους δείχνει ότι οι συγχωνεύσεις πιθανόν να έχουν ακόμα πιο αυξημένα συνολικά κόστη.

Προσπάθησαν επίσης να χρησιμοποιήσουν στα μοντέλα παλινδρομήσεων και άλλες μεταβλητές, όπως είναι οι μεταβολές στη ζήτηση, η τεχνολογική κατάσταση των εταιρειών και οι μεταβλητές της ρυθμιστικής τους πολιτικής. Τα αποτελέσματά τους ήταν ατελή. Παρόλα αυτά υποστήριζαν τη μηδενική υπόθεση, ( $H_0: \lambda_s=0$ ), ότι δηλαδή οι συγκεκριμένες μεταβλητές δεν είχαν σημαντικές μεταβολές μετά τη συγχώνευση. Στην πραγματικότητα, τα αποτελέσματα δεν πρόσφεραν καμία δυνατότητα τόσο για πρόβλεψη οικονομικών κλίμακας, όσο και για προσδοκία μείωσης του κόστους. Η απουσία

υπερβολικών μερισμάτων των μετόχων σε σύντομο χρονικό διάστημα, δείχνει ότι κέρδη από τις συγχωνεύσεις δεν αναμένονται από τους επενδυτές στις καπιταλιστικές αγορές. Τα μερίσματα των μετόχων βασίζονται στις τιμές των μετοχών που με τη σειρά τους αντικατοπτρίζουν, ενδιάμεσες ή μακροπρόθεσμες προσδοκίες. Επομένως, τα αποτελέσματα συμπίπτουν με το συμπέρασμα ότι η απουσία της παραγωγής ή τα πλεονεκτήματα ως προς το κόστος από τις συγχωνεύσεις, προσδοκούνται από τους επενδυτές.

- **«An examination of the long run performance of UK acquiring firms», *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, September 1997**

Έχουν γίνει διάφορες μελέτες στη Μ. Βρετανία αναφορικά με τη μακροχρόνια επίδοση των αγοραστριών (acquiring) εταιρειών. Γενικότερα όμως ακόμα και σήμερα επικρατεί το ερώτημα αν αυτές οι αποκτήσεις οδήγησαν πραγματικά σε αρνητικές ή θετικές μη κανονικές αποδόσεις, ή εάν αυτά τα αποτελέσματα είναι απόρροια κάποιας μορφής λάθους στις προδιαγραφές των εκάστοτε μοντέλων.

Άρα, όπως μπορεί να γίνει εύκολα αντιληπτό, η επιλογή του σωστού μοντέλου παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην εξαγωγή σωστών συμπερασμάτων. Υπάρχουν επίσης και σοβαρές ενδείξεις ότι η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στη κλίμακα των μη κανονικών αποδόσεων, σύμφωνα πάντα με σχετικές μελέτες.

Ο Alan Gregory (1997), στη μελέτη του ουσιαστικά εξηγεί τη συμπεριφορά δύο διαφορετικών στη φύση τους μηχανισμών, για την αξιολόγηση του αντίκτυπου μιας απόκτησης. Το πρώτο έχει να κάνει με τη μέθοδο RATS (Returns Across Time and Securities) και το δεύτερο με ένα πιο γενικό μοντέλο παλινδρόμησης.

Σχετικά με τα δεδομένα που χρησιμοποιεί στη μελέτη του, μιας και έχει γίνει αρκετή συζήτηση για την καταλληλότητα της χρήσης pre or post event δεδομένων, ο συγγραφέας χρησιμοποιεί post – event, δηλαδή μετά το γεγονός που εξετάζει, προκειμένου να υπολογίσει τις κατάλληλες παραμέτρους του μοντέλου.



Στο δείγμα που εξέτασε, το οποίο αποτελείτο αρχικά από 420 εξαγορές, συμπεριέλαβε επιτυχημένες εταιρείες της Μεγάλης Βρετανίας, οι οποίες είχαν αξία μεγαλύτερη των 10 εκ GBP για μια περίοδο από το 1984 έως το 1992. Όλες τις πληροφορίες τις άντλησε από τη βάση δεδομένων της AMDATA & The Stock Exchange Official Yearbooks.

Στόχος του Alan Gregory είναι να μελετήσει μη κανονικές αποδόσεις σε ένα διάστημα δύο ετών. Βασικό στοιχείο της μελέτης είναι πως αν κάποιες εταιρείες δεν επιβίωναν στο χρόνο έβγαιναν από το δείγμα.

Προκειμένου να βγάλει αποτελέσματα έτρεξε ως συγκριτικές μετρήσεις επιδόσεων, έξι μοντέλα. Τα μοντέλα αυτά επιγραμματικά είναι :

1. CAPM

$$\epsilon_{it}^c = R_{it} - [R_{ft} + \hat{\beta}_i^c (R_{mt} - R_{ft})]$$

2. DIMSON-Marsh (DM)

$$\epsilon_{it}^{dm} = R_{it} - [R_{st} + (\hat{\beta}_i^c - \hat{\beta}_s)(R_{mt} - R_{ft})]$$

3. Απλό χαρτοφυλάκιο ελέγχου μεγέθους (SS)

$$\epsilon_{it}^{ss} = R_{it} - R_{st}$$

4. Σύνθετο μοντέλα πολλών παραμέτρων χρησιμοποιώντας ισοβαρώς μικρές μείον μεγάλες δεκάδες αποδόσεων εταιρειών (SML)

$$\epsilon_{it}^{sml} = R_{it} - [R_{ft} + \hat{\beta}_i^{sml} (R_{mt} - R_{ft}) + \hat{\gamma}_i^{sml} (R_{610t} - R_{1t})]$$

5. Υπόδειγμα πολλών παραγόντων που χρησιμοποιεί το δείκτη Hoavett-Govett σαν μέτρο για τη επίδοση των μικρότερων εταιρειών.

$$\varepsilon_{it}^{hg} = R_{it} - [R_{ft} + \hat{\beta}_i^{hg}(R_{mt} - R_{ft}) + \hat{\gamma}_i^{hg}(R_{ht} - R_{mt})]$$

6. Το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα Fama & French των τριών παραγόντων

$$\varepsilon_{it}^{ff} = R_{it} - [R_{ft} + \hat{\beta}_i^{ff}(R_{mt} - R_{ft}) + \hat{\gamma}_i^{ff}(\text{SMB}) + \hat{\delta}_i^{ff}(\text{HML})]$$

Κάθε μοντέλο λόγω της δομής του είχε κάποια προβλήματα. Συγκεκριμένα :

- Το πρώτο μοντέλο δεν λαμβάνει υπόψη του το μέγεθος της εταιρείας.
- Τα μοντέλα (2) και (3) έχουν μια κοινή αδυναμία: και τα δύο προσδιορίζουν τη δεκάδα κατηγοριοποίησης των εταιρειών βάσει της αρχής της κεφαλαιοποίησης τους
- Επιπροσθέτως το 3<sup>ο</sup> μοντέλο έχει το μειονέκτημα της υπόθεσης πως τα beta είναι ιδανικά.
- Το πολυπαραγοντικά μοντέλα (4) & (5) είναι αρκετά καλά όμως ελλείψει δεδομένων δεν μπορούν να δώσουν σαφή αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη μελέτη δίνουν διαφορετικά αποτελέσματα ως προς το εύρος των αρνητικών αποδόσεων τόσο σε επίπεδο CAAR όσο και σε επίπεδο API.

Τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης συγκλίνουν σε ένα αποτέλεσμα για τις εταιρείες της M Βρετανίας : Ανεξάρτητα από το πιο μοντέλο θα

χρησιμοποιήσουμε , τα αποτελέσματα των αποδόσεων μακροπρόθεσμα είναι η ύπαρξη αρνητικά συσχετισμένων μη κανονικών επιδόσεων. Το ερώτημα όμως του πιο αξιόπιστου μοντέλου παραμένει. Το γενικό συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι η απόδοση των συγχωνευμένων εταιρειών, δύο χρόνια μετά την συγχώνευση, είναι σημαντικά αρνητική για της βρετανικές εταιρείες που εξέτασε.

- **«Merger Announcements and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation», *Investment Management & Financial Innovations, Vol. 3, pp.140-154, 2006***

Οι Agarwal και Singh (2006) μελετούν τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται, βασισμένες στην ύπαρξη και αξιοποίηση εσωτερικής πληροφόρησης, σχετικής με μια συγχώνευση, πριν από την ανακοίνωσή της, στην χρηματιστηριακή αγορά των Ινδιών. Γίνεται η προσπάθεια να διερευνηθεί η πιθανότητα οι συναλλαγές να πραγματοποιούνται με δεδομένη την ασυμμετρία της ιδιωτικής πληροφόρησης. Για την εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών, χρησιμοποιούν ένα τροποποιημένο Υπόδειγμα της Αγοράς, για να εκτιμήσουν τις παραμέτρους για την περίοδο παρατήρησης (observation period). Αφού βρίσκουν τις εκτιμήτριες του υποδείματος, τις χρησιμοποιούν για να υπολογίσουν τις μέσες έκτακτες πλεονασματικές αποδόσεις και τις μέσες αθροιστικές πλεονασματικές αποδόσεις της περιόδου παρατήρησης. Εκτός από τον προσδιορισμό των έκτακτων αποδόσεων που δημιουργούνται, εξετάζουν και τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών για την εταιρεία-στόχο. Το δείγμα στο οποίο βασίστηκαν για την ανάλυσή τους, αποτελείται από 42 εταιρείες, για τις οποίες η ημερομηνίες των συγχωνεύσεων, ανακοινώθηκαν μέσα στην περίοδο 1996-1999. Όρισαν ως περίοδο εξέτασης, 165 ημέρες γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης, 150 ημέρες πριν και 15 μέρες μετά την ανακοίνωση και χρησιμοποίησαν τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος και τους ημερήσιους όγκους συναλλαγών για τις εταιρείες-στόχους. Επίσης, βασισμένοι στην ανάλυση για την κάθε εταιρεία

ξεχωριστά, προτείνουν περαιτέρω έρευνα για έξι εξ' αυτών εταιρείες για την ύπαρξη πιθανής εκμετάλλευσης εσωτερικής πληροφόρησης.

Το επιχείρημα εναντίον της ασυμμετρίας πληροφόρησης, είναι ότι η μη ρυθμιζόμενη εκμετάλλευση της ύπαρξης εσωτερικής πληροφόρησης, μπορεί να οδηγήσει στην κατάρρευση της κεφαλαιακής αγοράς, καθώς δε θα μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά. Η βασική εναντίωση στην κερδοσκοπική αυτή δράση, έγκειται στο γεγονός ότι λειτουργεί εις βάρος του εξωτερικού επενδυτή, ο οποίος δεν διαθέτει την ίδια πληροφόρηση και άρα δεν έχει λόγο να διακινδυνεύει έτσι τα κεφάλαια του, με αποτέλεσμα να τα αποσύρει. Στη μελέτη αυτή γίνεται προσπάθεια να διαπιστωθεί εμπειρικά η πιθανότητα ύπαρξης συναλλαγών βασισμένων στην εσωτερική πληροφόρηση. Για το σκοπό αυτό, εστιάζουν στις μεταβολές των ημερήσιων τιμών των μετοχών και στον όγκο των συναλλαγών, των εταιρειών-στόχων, πριν από την πρώτη δημόσια ανακοίνωση της πρότασης συγχώνευσης που τους γίνεται.

Την τιμή της μετοχής στο σημείο 0, το οποίο αντιπροσωπεύει την ημέρα της ανακοίνωσης, την υπολόγισε σαν μέσο όρο των τιμών δύο ημερών, της ημέρας που ανακοινώνεται δημόσια η ανακοίνωση και της ακριβώς προηγούμενης. Έτσι για να αποφύγει λάθη στην ερμηνεία της αντίδρασης της αγοράς, όσον αφορά τις μη κανονικές αποδόσεις, για να τις υπολογίσει χρησιμοποίησε μία ανάλυση καταλοίπων. Για τον προσδιορισμό των ημερήσιων τιμών και αποδόσεων των μετοχών του δείγματος χρησιμοποίησε τον εξής τύπο:

$$R_{jt} = \ln(P_{jt}) - \ln(P_{jt-1})$$

Όπου  $P_{jt}$  είναι η τιμή κλεισίματος κάθε μετοχής  $j$  για κάθε ημέρα  $t$

Έπειτα χρησιμοποίησε το υπόδειγμα της αγοράς για να υπολογίσει τις μη κανονικές αποδόσεις κάθε μετοχής, με  $t = -150, \dots, -51$

$R_{jt} = \alpha_j + \beta_i R_{mt} + e_{jt}$ , το οποίο και έλεγξε με τη μέθοδο ARCH LM για να αποφύγει τυχόν προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Στη συνέχεια για να εντάξει το γεγονός ότι οι περισσότερες μετοχές των εταιρειών του δείγματός του, δεν εμφάνιζαν καθημερινές συναλλαγές τροποποίησε το υπόδειγμα της αγοράς και κατέληξε στην εξής πολλαπλή παλινδρόμηση:

$$R_{js} (t_s - t_{s-1})^{-\frac{1}{2}} = \alpha_j (t_s - t_{s-1})^{-\frac{1}{2}} + \beta_i R_{ms} (t_s - t_{s-1})^{-\frac{1}{2}} + v_s$$

Έπειτα, εφάρμοσε διαγνωστικούς ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας και προέκυψε ότι η εκτιμήτρια του συντελεστή  $\beta$  δεν ήταν στατιστικά σημαντική. Υπολόγισε τα abnormal returns και τα αθροιστικά μέσα abnormal returns και προσδιόρισε τα κατάλοιπα τα οποία αποτελούν τη βασική παράμετρο που συντελεί στον εντοπισμό των μη φυσιολογικών κινήσεων των τιμών των μετοχών πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Συγκεκριμένα μάλιστα, συσχέτισε τις σωρευτικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, με τα κατάλοιπα των ημερών που προηγούνται:

$$CAR_t = \bar{\varepsilon}_t + CAR_{t-1}$$

όπου  $t = -50, \dots, +14$

Τα αποτελέσματα που βρήκε δείχνουν ότι οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, αρχίζουν να αυξάνονται σταθερά, από την ημέρα  $t = -43$  πριν από

την ημέρα της ανακοίνωσης. Ειδικά από την ημέρα  $t=-12$  πριν την ανακοίνωση, η αυξητική αυτή τάση είναι ακόμα πιο έντονη. Παρατηρείται ότι το 37% της συσσώρευσης θετικών μη κανονικών αποδόσεων εμφανίζεται στις δέκα μέρες πριν την ανακοίνωση, καθώς επίσης σχεδόν το 50% του θετικού αποτελέσματος παρουσιάζεται ένα μήνα πριν την ανακοίνωση. Ελέγχοντας και τον όγκο των συναλλαγών, προκύπτει ότι το 40-45% του δείγματος των εταιρειών, εμφανίζει για την ίδια περίοδο μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών, χρησιμοποιώντας το γενικό δείκτη σαν σημείο αναφοράς (benchmark). Για να μπορέσει να καταλήξει στο συμπέρασμα για το εάν αυτές οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις που προέκυψαν πριν την ανακοίνωση, είναι αποτέλεσμα ύπαρξης εσωτερικής πληροφόρησης, εξετάζει στη συνέχεια την αντίδραση της αγοράς μετά από τη συγχώνευση για να διαπιστώσει εάν η αγορά βρέθηκε προ εκπλήξεως με την ανακοίνωση. Παρατηρεί λοιπόν, ότι μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης, όντως υπήρξε θετική αντίδραση στις τιμές των αποδόσεων, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ότι υπήρξε έκπληξη στην αγορά. Το αποτέλεσμα αυτό συνηγορεί στην αρχική υπόθεση ότι υπάρχει εκμετάλλευση εσωτερικής πληροφόρησης πριν από τη συγχώνευση και αυτό συντελεί στην αύξηση των αποδόσεων, κυρίως πριν την ανακοίνωση.

**ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ**

Συγγραφέας	Σκοπός	Μεθοδολογία	Δεδομένα	Συμπεράσματα
Van Schaik και Steenbeek (2004)	Διερεύνηση για το εάν οι αγοράστριες εταιρείες σε μια συγχώνευση, παρουσιάζουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης.	Χρησιμοποίησαν την event-study μεθοδολογία για να υπολογίσουν τα abnormal returns και τα cumulative average abnormal returns, (CAAR) που δημιουργούνται στην ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης, καθώς και τον κανονικό και τον μη-κανονικό όγκο συναλλαγών. Η περίοδος ελέγχου που χρησιμοποίησαν ήταν 20 μέρες πριν την ανακοίνωση μέχρι και 90 μέρες μετά.	Εξέτασαν 136 περιπτώσεις συγχωνεύσεων στην Ιαπωνία, εισηγμένων κυρίως εταιρειών, για μία περίοδο έντεκα χρόνων, μεταξύ 1993 και 2003.	Στην διάρκεια των 11 ετών της μελέτης, οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, κατά προσέγγιση, +1,4%. Το μεγαλύτερο επίπεδο των αποδόσεων πραγματοποιείται συνήθως δύο μέρες πριν από την ανακοίνωση, αλλά τα κέρδη που δημιουργούνται γρήγορα χάνονται μετά από την ανακοίνωση. Όμως, ο όγκος των συναλλαγών αυξάνεται σημαντικά μόνο μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης.
Mantravadi και Reddy (2008)	Έρευνα για την επιρροή των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην απόδοση της λειτουργίας των συγχωνευομένων	Χρησιμοποίησαν χρηματοοικονομικούς δείκτες για μια περίοδο 3 χρόνων πριν και 3 χρόνων μετά τη συγχώνευση. Η απόδοση της	Εξέτασαν ένα δείγμα από 118 εισηγμένες εταιρείες που συγχωνεύτηκαν, το οποίο έπειτα χωρίστηκε σε	Οι συγχωνεύσεις στην Ινδία δεν έχουν βελτιώσει την απόδοση των συγχωνευόμενων εταιρειών, αφού από τους δείκτες



	εταιρειών, ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητάς τους.	περιόδου πριν τη συγχώνευση συγκρίθηκε με την απόδοση μετά από τη συγχώνευση και τα αποτελέσματα ελέγχθηκαν στατιστικά με τη βοήθεια του t-statistic ελέγχου, με επίπεδο σημαντικότητας 5% για δύο στατιστικές υποθέσεις. Η διαδικασία αυτή έγινε για το σύνολο του δείγματος, καθώς και για τις επιμέρους υποκατηγορίες.	μικρότερα δείγματα, ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητάς τους, για μια περίοδο 12 χρόνων, μεταξύ 1991 και 2003.	προέκυψε μείωση σε κερδοφορία και αποδοτικότητα, ενώ ο κλάδος επιχειρηματικής δραστηριότητας επηρεάζει την απόδοση της λειτουργίας μίας εταιρείας μετά τη συγχώνευση, αφού είδαμε διαφοροποιήσεις στα αποτελέσματα του κάθε δείγματος.
Langetieg (1978)	Η εξέταση της απόδοσης της μετοχής πριν και μετά τη συγχώνευση, για την διερεύνηση της δημιουργίας κερδών για τους μετόχους μετά την συγχώνευση.	Χρησιμοποίησε ένα τριπαραγοντικό υπόδειγμα μέτρησης της απόδοσης της μετοχής, το οποίο βασίστηκε αρχικά στα μονοπαραγοντικά υποδείγματα του Jensen (CAPM) και του Black (zero-beta rates), στα οποία έπειτα πρόσθεσε έναν βιομηχανικό παράγοντα και μια εταιρεία συγκριτικού ελέγχου, ομοειδή, αλλά μη συγχωνευόμενη.	Εξέτασε ένα δείγμα από 149 συγχωνευόμενες εταιρείες και πήρε δεδομένα για 72 μήνες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης για την αποκτηθείσα και για την αποκτώσα εταιρεία, καθώς και για 72 μήνες μετά την συγχώνευση για την ενοποιημένη εταιρεία.	Το συμπέρασμα της όλης έρευνας είναι ότι μετά την συγχώνευση, η αγοράστρια εταιρεία παρουσίασε ένα μέσο όρο μη κανονικών αποδόσεων 6,11% και η εξαγοραζόμενη εταιρεία παρουσίασε μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 12,9%, καθώς επίσης υπήρξε δημιουργία κερδών για τους μετόχους και ειδικά για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες, έφτασε στο ύψος του 10,7%.
Demsetz και	Η εξέταση της σχέσης μεταξύ μεγέθους	Αρχικά χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικοί	Το δείγμα των εταιρειών που εξετάζουν	Από τη στιγμή που τα χαρτοφυλάκια των μεγάλων και

<p>Strahan (1995)</p>	<p>ενεργητικού και μεγέθους και μορφής κινδύνου, για τις τραπεζικές εταιρείες holding στην Αμερική.</p>	<p>δείκτες που προσδιορίζουν την διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των εταιρειών, για να προσδιοριστούν τα διαφορετικά χαρακτηριστικά μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιρειών. Έπειτα γίνεται συσχέτιση των δεικτών με τον συστηματικό και τον μη συστηματικό κίνδυνο. Τέλος, υπολογίζονται δύο παλινδρομήσεις, οι οποίες συσχετίζουν τον συστηματικό και τον μη συστηματικό κίνδυνο με το μέγεθος του ενεργητικού, για την επίτευξη μιας κοινής ανάλυσης.</p>	<p>αποτελείται από 100 εισηγμένες τραπεζικές εταιρείες holding, για την περίοδο μεταξύ 1987 και 1993.</p>	<p>των μικρών εταιρειών holding έγιναν παρόμοια, σαν αποτέλεσμα, η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και μη συστηματικού κινδύνου ενισχύθηκε σημαντικά, ενώ η θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και συστηματικού κινδύνου αποδυναμώθηκε.</p>
<p>Wang, Chen και Chou, (2008)</p>	<p>Έρευνα για το πώς αντιδρούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στα διάφορα επακόλουθα που δημιουργούνται από την θέσπιση του Νόμου για τις εταιρείες holding, τον Ιούνιο του 2001.</p>	<p>Χρησιμοποιείται ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο παλινδρόμησης (MVRM) (Schipper, Thompson, Binder, 1983, 1985), για την ανεύρεση των εκτιμητριών για τις μη-κανονικές αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών εταιρειών, στα διάφορα χρονικά σημεία που αποτέλεσαν την περίοδο της νομιμοποίησης των εταιρειών holding το 2001. Έπειτα χρησιμοποιείται μια διαστρωματική</p>	<p>Το δείγμα που εξέτασαν αποτελείται από εισηγμένες εταιρείες, στο Χρηματιστήριο Αξιών της Ταϊβάν και στην εξωχρηματιστηριακή αγορά (Over the Counter Market). Για estimation period επέλεξαν ένα χρόνο πριν από την ανακοίνωση του γεγονότος, για event window επέλεξαν 3 ημέρες (-1 έως +1) και χρησιμοποίησαν ημερήσιες αποδόσεις, για μια</p>	<p>Όλοι οι επιμέρους τομείς (τραπεζικές εταιρείες, εταιρείες τιτλοποιήσεων και ασφαλιστικές εταιρείες), αλλά και ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, εμφανίζουν θετικές πλεονασματικές αποδόσεις σαν αποτέλεσμα της θεσμοθέτησης των εταιρειών holding στην αγορά της Ταϊβάν. Επίσης, η διαστρωματική παλινδρόμηση, έδειξε ότι οι επιχειρήσεις τιτλοποίησης</p>

		<p>παλινδρόμηση για τον υπολογισμό των αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων. Για την απαλοιφή της ετεροσκεδαστικότητας των σφαλμάτων, γίνονται στατιστικές ελέγχου και διόρθωση του υποδείγματος με τη μέθοδο του White.</p>	<p>περίοδο από τις 27 Σεπτεμβρίου του 1999 έως τις 20 Νοεμβρίου του 2001. Οι εταιρείες που απαρτίζουν το δείγμα, είναι 39 τραπεζικές εταιρείες, 20 εταιρείες τιτλοποιήσεων και 10 ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες με αυτό τον διαχωρισμό, αποτέλεσαν τα διαφορετικά χαρτοφυλάκια.</p>	<p>επωφελούνται περισσότερο από όλες. Τα αποτελέσματα αυτά αποτελούν ένδειξη ότι η αγορά εκλαμβάνει ως ωφέλιμη την εδραίωση των εταιρειών holding, για τον κάθε χρηματοοικονομικό τομέα, αλλά και για ολόκληρη την χρηματοοικονομική βιομηχανία.</p>
<p>Δούκας και Τραυλός (1988)</p>	<p>Διερεύνηση της επίδρασης των διασυνοριακών εξαγορών, των πολυεθνικών επιχειρήσεων, στις τιμές των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών στην Αμερική.</p>	<p>Χρησιμοποίησαν το Market Model και υπολόγισαν τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις. Έπειτα έτρεξαν μια διαστρωματική παλινδρόμηση για να υπολογίσουν τις αθροιστικές τυποποιημένες μη κανονικές αποδόσεις (standardized cumulative abnormal returns) για δύο ημέρες, μία μέρα πριν την ανακοίνωση και για την ημέρα της ανακοίνωσης.</p>	<p>Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελείται από αμερικανικές εισηγμένες εταιρείες που ανακοίνωσαν διεθνείς εξαγορές μέσα σε μία χρονική περίοδο εννέα ετών, από το 1975 μέχρι και το 1983. Το estimation period που χρησιμοποίησαν, ήταν 120 μέρες, και το observation period ήταν 15 ημέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης της εξαγοράς και 15 ημέρες μετά. Χώρισαν το αρχικό δείγμα σε μικρότερες κατηγορίες, ανάλογα με το βαθμό οικονομικής ανάπτυξης της χώρας στην οποία</p>	<p>Οι εταιρείες με προηγούμενη δράση στο εξωτερικό, αλλά όχι στην χώρα που εδρεύει η εταιρεία-στόχος, παρουσιάζουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις, την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς. Οι εταιρείες χωρίς καμία πρότερη δράση στο εξωτερικό, παρουσιάζουν μικρές θετικές μη κανονικές αποδόσεις, μη στατιστικά σημαντικές. Οι εταιρείες που είχαν ήδη δραστηριοποιηθεί στις χώρες που</p>

			<p>εδρεύει η εταιρεία-στόχος, ανάλογα με το βαθμό των διεθνών λειτουργιών που είχε η αγοράστρια επιχείρηση πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και ανάλογα με το βαθμό συσχέτισης των δραστηριοτήτων των δύο επιχειρήσεων.</p>	<p>εδρεύει η εταιρεία-στόχος παρουσιάζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, μη στατιστικά σημαντικές. Προκύπτει επίσης ότι η ταυτόχρονη γεωγραφική και βιομηχανική διαφοροποίηση, ειδικά σε λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, παράγει οφέλη για τους μετόχους των αγοραστριών επιχειρήσεων.</p>
<p>Sung και Gort (2003)</p>	<p>Προσπάθησαν να εξετάσουν τις επιδράσεις δύο οριζόντιων συγχωνεύσεων με απώτερο σκοπό την διερεύνηση για το εάν οι συγχωνευμένες εταιρείες αποδίδουν καλύτερα μετά τη συγχώνευση, από ότι πριν καθώς και συγκριτικά με μη συγχωνευμένες εταιρείες.</p>	<p>Έτρεξαν διαχρονικές και διαστρωματικές παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας κάθε φορά ως μεταβλητή είτε το total factor productivity (TFP), είτε το total cost functions, είτε το shareholder returns.</p>	<p>Χρησιμοποίησαν ετήσια δεδομένα και το δείγμα τους περιλάμβανε 38 λειτουργικές εταιρείες, 13 συγχωνευμένες και 25 μη συγχωνευμένες εταιρείες, για την περίοδο 1991 έως 2000.</p>	<p>Συμπέραναν ότι ενώ τα μερίσματα των μετόχων στις συγχωνευμένες εταιρείες ξεπερνούσαν ελάχιστα αυτά των μη συγχωνευμένων εταιρειών για μια μικρή χρονική περίοδο, αυτό το μικρό κέρδος γρήγορα εξαφανιζόταν. Επίσης, όχι μόνο δεν υπήρχε σημαντική αύξηση στον ολικό παράγοντα παραγωγικότητας TFP των συγχωνευμένων εταιρειών πριν και μετά τη συγχώνευση αλλά και δεν υπήρχε</p>

				<p>συστηματική διαφορά μεταξύ των συγχωνευμένων και μη εταιρειών.</p>
<p>Alan Gregory (1997)</p>	<p>Έρευνα για τη συμπεριφορά και την ύπαρξη μη κανονικών αποδόσεων των συγχωνευμένων εταιρειών για την περίοδο των δύο ετών μετά από τη συγχώνευση.</p>	<p>Χρησιμοποίησε, ως συγκριτικές μετρήσεις επιδόσεων, έξι μοντέλα: το CAPM, το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama &amp; French, ένα πολυπαραγοντικό υπόδειγμα που χρησιμοποιεί το δείκτη Hoavet-Govett σαν μέτρο για τη επίδοση των μικρότερων εταιρειών, ένα σύνθετο μοντέλο πολλών παραμέτρων, που χρησιμοποιούν ισοβαρώς μικρές μείον μεγάλες δεκάδες αποδόσεων εταιρειών (SML) , το υπόδειγμα DIMSON-Marsh (DM) και ένα απλό χαρτοφυλάκιο ελέγχου μεγέθους (SS).</p>	<p>Στο δείγμα που εξέτασε, το οποίο αποτελείτο αρχικά από 420 εξαγορές, συμπεριέλαβε επιτυχημένες εταιρείες της Μεγάλης Βρετανίας, οι οποίες είχαν αξία μεγαλύτερη των 10 εκ GBP για μια περίοδο από το 1984 έως το 1992.</p>	<p>Ανεξάρτητα από το πιο μοντέλο χρησιμοποίησε, τα αποτελέσματα των αποδόσεων μακροπρόθεσμα είναι η ύπαρξη αρνητικά συσχετισμένων μη κανονικών επιδόσεων. Το γενικό συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι η απόδοση των συγχωνευμένων εταιρειών, δύο χρόνια μετά την συγχώνευση, είναι σημαντικά αρνητική.</p>
<p>Agarwal και Singh (2006)</p>	<p>Η εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών, με σκοπό να διαπιστωθεί η πιθανότητα να πραγματοποιούνται συναλλαγές, βασισμένες στην ύπαρξη και αξιοποίηση εσωτερικής πληροφόρησης, σχετικής με μια συγχώνευση, πριν από την</p>	<p>Βασίστηκε στο υπόδειγμα της αγοράς, στο οποίο προσαρμόσε τον μέσο όρο των τιμών των ημερών <math>t=0</math> και <math>t=-1</math>, για τον υπολογισμό της ημερήσιας απόδοσης της κάθε μετοχής και κατέληξε να χρησιμοποιήσει ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο παλινδρόμησης με επιπλέον μεταβλητή των μέσο όρο των</p>	<p>Το δείγμα στο οποίο βασίστηκαν για την ανάλυσή τους, αποτελείται από 42 εταιρείες-στόχους, για τις οποίες η ημερομηνίες των συγχωνεύσεων, ανακοινώθηκαν μέσα στην περίοδο 1996-1999. Όρισαν ως περίοδο εξέτασης, 150 ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης και 15</p>	<p>Υπάρχει συσσώρευση θετικών μη κανονικών αποδόσεων από την ημέρα <math>t=-43</math> πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης, η οποία έχει αυξητική τάση για όλη την περίοδο πριν την ανακοίνωση (την οποία θεωρεί ένδειξη για ύπαρξη</p>

	<p>ανακοίνωσή της.</p>	<p>τιμών για κάθε δύο μέρες. Με τη μέθοδο ARCH LM έλεγξε το τελικό υπόδειγμα για ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση.</p>	<p>μέρες μετά και χρησιμοποίησαν τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος και τους ημερήσιους όγκους συναλλαγών για τις εταιρείες-στόχους.</p>	<p>εσωτερικής πληροφόρησης) και για λίγες μέρες μετά (γεγονός που αποτελεί ένδειξη της έκπληξης της αγοράς για το γεγονός της συγχώνευσης).</p>
--	------------------------	---	---	---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ**

### **ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΒΑΣΙΣΜΕΝΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

#### **4.1 Εισαγωγή**

Στο σημείο αυτό θα προσπαθήσουμε να εφαρμόσουμε την μεθοδολογία ανάλυσης συμβάντων (event-study μεθοδολογία) στην πράξη, για την ελληνική αγορά, για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων. Όπως έχουμε προαναφέρει η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης του γεγονότος, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογιστεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου, η οποία προηγείται της ανακοίνωσης και είναι ανεπηρέαστη από το γεγονός αυτό. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται μη-κανονική απόδοση (abnormal return) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός, δηλαδή στην περίπτωση μας, στη συγχώνευση. Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική, τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία, ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη.

#### **4.2 Μεθοδολογία**

Η μη κανονική απόδοση (abnormal return) δίνεται από τον τύπο:

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

Όπου:

$j = 1, 2, 3, \dots, N$  μετοχές του δείγματος

$t = 1, 2, 3, \dots, T$  μήνες ή ημέρες

$R_{jt}$  = αποδόσεις μετοχών  $j$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$  = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών  $j$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

Υπάρχουν έτσι δύο χρονικές περιόδους. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού (estimation period) των καθαρών αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεως (observation period) που μπορεί να καταταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα event windows. Η ημερομηνία του γεγονότος, δηλαδή η ημέρα ή ο μήνας της δημόσιας ανακοίνωσης του bid, λέγεται event day και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Συνήθως, το estimation period τελειώνει 1 μήνα πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών.

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα, ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, τα οποία λέγονται και benchmark returns, είναι κάπως πιο πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεως με τη βοήθεια διάφορων υποδειγμάτων. Στη μελέτη μας αυτή, θα χρησιμοποιήσουμε και θα συγκρίνουμε τα εξής υποδείγματα:



**1) Το Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model):**

Το υπόδειγμα αυτό που εφαρμόζεται συνήθως στα event studies, συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός benchmark portfolio (proxy of the true market portfolio) που συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς και στην προκειμένη περίπτωση, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Με αυτή τη διαδικασία οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο της αγοράς (risk adjusted).

$$R_{jt} = a_j + \beta_i R_{mt} + e_{jt}$$

όπου:

$a_j$  = σταθερός όρος

$\beta_i$  = το beta της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά (συστηματικός κίνδυνος)

$R_{mt}$  = η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς

$e_{jt}$  = ο διαταρακτικός όρος (error term)

Οι παράμετροι  $a_j$  και  $\beta_i$  που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια του estimation period, με την παλινδρόμηση του  $R_{jt}$  στο  $R_{mt}$ , αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις (expected returns) για το observation period. Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων δίνεται από τον τύπο:

$$E(R_{jt}) = E(a_j \text{ estim}) + E(\beta_i \text{ estim}) R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου  $R_{mt}$  = η πραγματική απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς. Το expected return  $E(R_{jt})$  για το observation period υπολογίζεται με τα  $\alpha_j$  και  $\beta_j$  του estimation period και το  $R_{mt}$  του observation period.

## **2) To Corrected Market Model:**

Σαν δεύτερο υπόδειγμα χρησιμοποιήσαμε πάλι το υπόδειγμα της αγοράς, μόνο που το διορθώσαμε πριν από τη διαδικασία της παλινδρόμησης με τη μέθοδο του μετασχηματισμού Newey-West, για να απαλείψουμε την ετεροσκεδαστικότητα (όταν δηλαδή η διακύμανση των σφαλμάτων δεν είναι σταθερή) και την αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων (όταν το σφάλμα μιας περιόδου εξαρτάται από τα σφάλματα μιας ή περισσότερων από τις προηγούμενες περιόδους). Με τη μέθοδο Newey-West, μετασχηματίζεται το Υπόδειγμα της Αγοράς, όπου υπάρχει παραβίαση της υπόθεσης της σφαιρικότητας των σφαλμάτων και εμφάνιση μη υγιών καταλοίπων, έτσι ώστε να έχουμε μόνο άριστες εκτιμήτριες. Ο διαταρακτικός όρος του υποδείματος που προκύπτει μετά το μετασχηματισμό, είναι ομοσκεδαστικός  $V(e_i) = E(e_i^2) = \sigma^2$  και δεν αυτοσυσχετίζεται  $C(e_i, e_j) = E(e_i e_j) = 0$  για  $i \neq j$ , οπότε και οι τιμές του στατιστικού ελέγχου t είναι πιο ακριβείς.

**3) To Mean Adjusted Return Model:**

Με την ίδια διαδικασία, όπως προαναφέρθηκε στο υπόδειγμα της αγοράς, εφαρμόζουμε το τρίτο υπόδειγμα για τον υπολογισμό των expected returns και στη συνέχεια των abnormal returns. Το υπόδειγμα αυτό χρησιμοποιεί τον εξής τύπο:

$$E(R_{jt}) = \bar{R}_{jt}$$

όπου  $\bar{R}_{jt} = \frac{1}{n} \sum_1^n R_{jt}$ , η μέση απόδοση της μετοχής j (mean adjusted return), κατά τη διάρκεια του estimation period.

**4) To Market Adjusted Return Model:**

Επιπλέον, εφαρμόζουμε και ένα τέταρτο υπόδειγμα, πάλι με την ίδια διαδικασία για τον υπολογισμό των abnormal returns, όπου ο όρος  $\alpha$  είναι ίσος με το 0 και το beta είναι ίσο με 1. Το  $R_{mt}$  είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά το observation period, δηλαδή η προβλεπόμενη απόδοση κάθε μετοχής j είναι ίση με την απόδοση της αγοράς:

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

Για να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα, αφού υπολογισθούν τα abnormal returns, για κάθε μία επιχείρηση j του δείγματος N, σε κάθε χρονικό σημείο t, στη συνέχεια υπολογίζεται ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων στο

χρόνο  $t=1,..T$ , δηλαδή **οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις (average abnormal returns-AAR)**, με βάση τον εξής τύπο:

$$AAR_t = \sum_j^N \frac{AR_{jt}}{N}$$

όπου:

$j=1,2,..N$  ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος

$AR_{jt}$  = η μη κανονική απόδοση κάθε επιχείρησης  $j$  σε χρόνο  $t$

$AAR_t$  = η μέση μη κανονική απόδοση όλων των επιχειρήσεων του δείγματος σε κάθε χρονικό σημείο  $t$  της εξεταζόμενης περιόδου (observation period).

Επίσης υπολογίζουμε και τις **Αθροιστικές Μέσες μη Κανονικές Αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Return - CAAR)**, με τον εξής τύπο:

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_t$$

όπου  $T=-1,+1$  (observation period)

και το CAAR είναι η αθροιστική απόδοση αυτών στην ίδια χρονική περίοδο.

Το επόμενο βήμα μας, είναι **οι στατιστικοί έλεγχοι των μέσων μη κανονικών αποδόσεων (AARs) και των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων(CAARs)**.

Πρώτα παίρνουμε τις εξής υποθέσεις για τα AAR:

$H_0: AAR = 0$  ,έναντι

H1: AAR  $\neq$  0

Επειδή δεν έχουμε περισσότερους από έναν περιορισμούς στην υπόθεση H0, τότε η στατιστική ελέγχου, γίνεται με t statistic. Για το t-statistic των AARs, διαιρούμε τα AARs της observation period, με το standard error που έχουν κατά το estimation period για να επιτευχθεί σταθερή διακύμανση.

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

Το standard error υπολογίζεται ως εξής:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{-1} [(AAR_t - \overline{AAR})]^2}{(t-1)}}$$

t = -10..-1 μήνες το οποίο αποτελεί το estimation period

επίσης το  $\overline{AAR}$  είναι ο μέσος όρος των AARs όλων των επιχειρήσεων του δείγματος καθ' όλη την περίοδο υπολογισμού (estimation period) και υπολογίζεται ως εξής:

$$\overline{AAR} = \sum_{t=-10}^{-1} \frac{AAR_t}{t}$$

Για τους στατιστικούς ελέγχους των CAARs παίρνουμε τις εξής υποθέσεις:

H0: CAAR = 0 ,έναντι

H1: CAAR  $\neq$  0

Για το t-statistic των CAARs, διαιρούμε τα CAARs της observation period, με το standard error που έχουν κατά το observation period και προκύπτει από τον εξής τύπο:

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

όπου  $T$  = ο συνολικός αριθμός χρονικών σημείων observation period.

Εάν το t-statistic  $\geq |1,96|$ , όπου 1,96 είναι η κριτική τιμή σύμφωνα με το επίπεδο σημαντικότητας 5%, απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση  $H_0$ , δηλαδή τα AARs ή αντίστοιχα τα CAARs είναι στατιστικώς σημαντικά.

Ένας ακόμα παράγοντας που υπολογίσαμε για τα δύο πρώτα υποδείγματα μας, δηλαδή για το Market model και το Market Model Corrected, είναι **ο συντελεστής προσδιορισμού,  $R^2$** . Ο συντελεστής προσδιορισμού δείχνει το βαθμό προσαρμοστικότητας της ευθείας παλινδρόμησης του δείγματος, στα εμπειρικά δεδομένα και χρησιμεύει για τη σύγκριση της ερμηνευτικής ικανότητας των υποδειγμάτων, όταν ο αριθμός των ερμηνευτικών μεταβλητών καθώς και το μέγεθος του δείγματος διαφέρουν. Με την γραμμή παλινδρομήσεως του δείγματος, δηλαδή,  $E(R_j \text{ estim.}) = E(a_j \text{ estim}) + E(\beta_i \text{ estim})R_{mt}$ , προσπαθούμε να ερμηνεύσουμε τη μεταβλητότητα του  $E(R_j)$  που εξηγείται από τις μεταβολές στην τιμή του  $R_{mt}$ . Το ερώτημα είναι πόση είναι η μεταβλητότητα του  $E(R_j)$  που εξηγείται από την παλινδρόμηση και πόση μένει ανεξήγητη, δηλαδή οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες. Από την άποψη αυτή η μεταβλητή του  $R_{mt}$  είναι η ερμηνευτική μεταβλητή, ενώ η μεταβλητή  $E(R_j)$  είναι η ερμηνευόμενη

μεταβλητή. Ο συντελεστής προσδιορισμού αποτελεί ένα δείκτη του πόσο καλό είναι το υπόδειγμα που έχουμε εκτιμήσει. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του  $R^2$ , τόσο καλύτερη είναι η προσαρμογή του υποδείγματος στα δεδομένα του δείγματος. Παίρνει τιμές από 0 έως 1 ή αλλιώς από 0% ως 100% και προκύπτει από τον τύπο:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum [E(R_{j,estim.}) - E(\bar{R})]^2}{\sum [E(R_j) - E(\bar{R})]^2}$$

όπου  $E(R_{j,estim.}) = E(\alpha_j estim) + E(\beta_i estim)R_{mt}$

Τέλος, με τη βοήθεια του προγράμματος e-views, τρέχουμε διαχρονικές παλινδρομήσεις για κάθε μετοχή, με κάθε ένα από τα τέσσερα υποδείγματα που χρησιμοποιούμε, προκειμένου να υπολογίσουμε τον συστηματικό κίνδυνο beta και έπειτα ελέγχουμε τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων μας με βάση τον έλεγχο t-statistic.

#### **4.3 Δεδομένα**

Για την έρευνα μας δημιουργήσαμε δύο δείγματα, ένα μεγάλο και ένα μικρό, για να εξετάσουμε χωριστά τη δημιουργία θυγατρικών μέσα από τις εξαγορές που έκαναν οι εταιρείες holding, από τις υπόλοιπες συγχωνεύσεις και εξαγορές που έγιναν στην Ελλάδα την ίδια περίοδο.

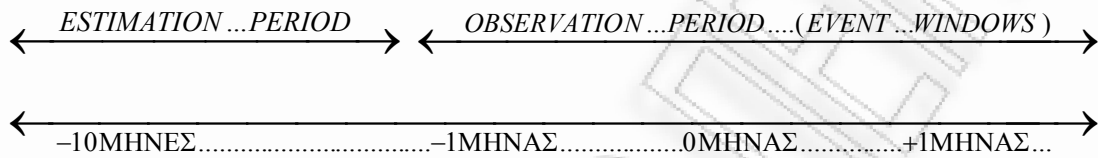
Για το μεγάλο δείγμα που χρησιμοποιήσαμε, βρήκαμε αρχικά όλες τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές που έγιναν στην Ελλάδα, από εισηγμένες εταιρείες, για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2000 μέχρι και τον Μάιο του

2009, χωρίς να συμπεριλάβουμε τις εταιρείες holding. Συμπεριλάβαμε μόνο τις εισηγμένες εταιρείες με έδρα την Ελλάδα που ανακοίνωσαν εξαγορά ή συγχώνευση με ελληνική εταιρεία, εισηγμένη ή μη. Τα στοιχεία αυτά, δηλαδή τις επωνυμίες των εταιρειών και τις ημερομηνίες των ανακοινώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τις πήραμε από το Bloomberg. Έπειτα, συλλέξαμε από την βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Πειραιά (του DataStream) τις τιμές κλεισίματος όλων των εταιρειών αυτών. Χρησιμοποιήσαμε ημερήσιες τιμές από το 1999 μέχρι το 2009 και αποκλείσαμε τις εταιρείες των οποίων κάποιες χρηματιστηριακές τιμές δεν ήταν διαθέσιμες και τις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις οποίες τα στοιχεία του αγοραστή δεν ήταν διαθέσιμα. Έτσι το τελικό δείγμα διαμορφώθηκε στις 225 εταιρείες. Επίσης κατεβάσαμε και τις ημερήσιες τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 1999 μέχρι το 2009, το οποίο χρησιμοποιήσαμε σαν benchmark και το συγκρίναμε με κάθε μία από τις εταιρείες του δείγματος μας.

Το δεύτερο δείγμα μας, που είναι μικρότερο, αποτελείται από 51 εισηγμένες εταιρείες holding, που πραγματοποίησαν συγχωνεύσεις και εξαγορές για την ίδια περίοδο, με εταιρείες-στόχους ελληνικές εταιρείες και η διαδικασία που ακολουθήσαμε για την εύρεση των στοιχείων, καθώς και η μεθοδολογία που χρησιμοποιήσαμε, ήταν ακριβώς η ίδια με αυτήν του μεγάλου δείγματος.



Αφού προσδιορίσαμε τα δύο δείγματα μας, το estimation period που χρησιμοποιήσαμε και για στα δύο δείγματα, για κάθε εταιρεία, είναι περίπου 9 μήνες, συγκεκριμένα 270 ημερήσιες τιμές πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης, ενώ τα event windows αποτελούνται από 30 τιμές πριν από την ημέρα της ανακοίνωσης και 30 τιμές μετά την ανακοίνωση.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ**

### **ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

#### **5.1 Στατιστική εικόνα της κίνησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.**

Πριν εστιάσουμε στα εμπειρικά αποτελέσματα των δειγμάτων που χρησιμοποιήσαμε, θελήσαμε να αποκτήσουμε μια γενικότερη στατιστική εικόνα, όλων των συγχωνεύσεων και των εξαγορών από όλες τις εισηγμένες εταιρείες, holding και μη, που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα, από ελληνικές εταιρείες (bidders), με αποκτήσεις ελληνικών εταιρειών (targets), για την περίοδο που εξετάζουμε, δηλαδή από τον Ιανουάριο του 2000 μέχρι και τον Μάιο του 2009. Συνυπολογίζουμε λοιπόν, τα δύο δείγματα αγοραστριών εταιρειών που δημιουργήσαμε, χωρίς να αφαιρέσουμε τις εταιρείες των οποίων κάποιες χρηματιστηριακές τιμές δεν ήταν διαθέσιμες και χωρίς να αφαιρέσουμε τις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων που δεν ήταν διαθέσιμα τα στοιχεία των αγοραστών. Αν προσέξουμε τη διαχρονική κατανομή της δράσης των συγχωνεύσεων και των εξαγορών σε αυτή τη περίοδο, θα παρατηρήσουμε ότι οι περισσότερες περιπτώσεις παρουσιάζονται στην αρχή της δεκαετίας, συγκεκριμένα το 2001, με ποσοστό 28,25% του συνόλου, ενώ ακολουθεί μία κάμψη στη μέση περίπου της δεκαετίας, με το 2004 να έχει τις λιγότερες περιπτώσεις με ποσοστό 1,41%.

Αυτή τη στατιστική εικόνα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα, μπορούμε να την εξηγήσουμε κοινωνικο-πολιτικά. Για να το κάνουμε αυτό, αρκεί να λάβουμε υπόψη μας, ότι μέσα στη δεκαετία έχουν συμβεί τα εξής σημαντικά για τον επιχειρηματικό κόσμο γεγονότα, βουλευτικές εκλογές και η ένταξη της χώρας μας στην ΟΝΕ. Συγκεκριμένα οι πρώτες βουλευτικές εκλογές της δεκαετίας έγιναν το 2000 και βλέπουμε ότι εκείνη τη χρονιά το ποσοστό των συγχωνεύσεων είναι μικρότερο σε σχέση με την επόμενη χρονιά. Αυτό είναι λογικό, διότι το γεγονός των εκλογών προκαλεί αβεβαιότητα και ανασφάλεια στον επιχειρηματικό κόσμο, όσον αφορά στις συνθήκες που θα επικρατήσουν μέχρι τη σταθεροποίηση της νέας κυβέρνησης. Την επόμενη χρονιά, το 2001, με σταθερή κυβέρνηση, οι πρωτοβουλίες αναλαμβάνονται με περισσότερη σιγουριά. Το γεγονός ότι το 2001 πραγματοποιήθηκαν οι περισσότερες συγχωνεύσεις της δεκαετίας, πιθανόν να οφείλεται σε μεγάλο ποσοστό, και στην αναμονή για την ένταξη μας στην Ευρωζώνη, που έγινε την 1/1/2002. Αυτό μπορεί να συμβαίνει για δύο αντίθετους λόγους που καταλήγουν και οι δύο στο ίδιο αποτέλεσμα, είτε λόγω υπεραισιοδοξίας για τις νέες προοπτικές, είτε πιθανόν να εντάθηκε και να επιταχύνθηκε η επιχειρηματική δράση, από φόβο και ανασφάλεια για τη νέα πραγματικότητα που θα έφερνε το Ευρώ, στην επόμενη χρονιά.

Το 2004 παρουσιάζει το μικρότερο ποσοστό συγχωνεύσεων, και αυτό πάλι εξηγείται πιθανόν, από το κλίμα των βουλευτικών εκλογών που έγιναν εκείνη τη χρονιά. Το 2007 παρατηρείται αύξηση της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων, και είναι επακόλουθο της γενικότερης διεθνούς επιχειρηματικής υπερθέρμανσης που επικρατούσε, κάτι που έπαιξε κι αυτό

ρόλο στην παγκόσμια οικονομική κρίση που ακολούθησε. Απόδειξη της οικονομικής κρίσης, αποτελεί και η πτώση του 2008 καθώς και το πολύ μικρό ποσοστό λήψης αποφάσεων για ενοποίηση εταιρειών που βλέπουμε για το πρώτο μισό του 2009.

Ο παρακάτω πίνακας προσφέρει μια εικόνα όλων των συγχωνεύσεων και εξαγορών των εισηγμένων εταιρειών που έγιναν στην Ελλάδα, με εταιρείες bidders και targets ελληνικές, για τη κάθε χρονιά ξεχωριστά, από τον Ιανουάριο του 2000 μέχρι και το Μάιο του 2009.

<b><u>ΣΥΝΟΛΟ</u></b>		
<b><u>ΕΤΟΣ</u></b>	<b><u>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ &amp; ΕΞΑΓΟΡΩΝ</u></b>	<b><u>ΠΟΣΟΣΤΟ</u></b>
2000	69	19,49%
2001	100	28,25%
2002	42	11,86%
2003	28	7,91%
2004	5	1,41%
2005	22	6,22%
2006	21	5,93%
2007	40	11,30%
2008	19	5,37%
ΜΑΙΟΣ 2009	8	2,26%
<b><u>ΣΥΝΟΛΟ</u></b>	<b>354</b>	

## **5.2 Εμπειρικά Αποτελέσματα**

Από τη στιγμή που έγινε η δημιουργία των δύο τελικών δειγμάτων, το μικρό με τις 225 ανώνυμες εισηγμένες αγοράστριες εταιρείες και το μεγάλο με τις 51 εισηγμένες holding εταιρείες, χρησιμοποιώντας το e-views, τρέχουμε διαχρονικές παλινδρομήσεις με βάση τα υποδείγματα που προαναφέραμε, το Market Model, το Market Model Corrected, το Mean Adjusted Return Model, και το Market Adjusted Return Model. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που προκύπτουν με κάθε ένα από τα υποδείγματα που χρησιμοποιήσαμε, είναι τα εξής για το κάθε δείγμα ξεχωριστά:

### ➤ **5.2.1. Πρώτο δείγμα (225 εταιρείες):**

**A) Ο υπολογισμός των εκτιμητριών  $\alpha$  και  $\beta$  και των t statistic τους, στις παλινδρομήσεις που τρέξαμε με το Market Model, καθώς και ο υπολογισμός του Συντελεστή Προσδιορισμού  $R^2$  :**

Χρησιμοποιούμε και τις 330 τιμές, του estimation period (270 τιμές) και του observation period (60 τιμές) μαζί, για να τρέξουμε τη παλινδρόμηση με το Market Model, για κάθε μία από τις 225 εταιρείες και να υπολογίσουμε τις εκτιμήτριες των συντελεστών  $\alpha$  και  $\beta$ , να ελέγξουμε τη στατιστική σημαντικότητά τους με ελέγχους t statistics και να βρούμε τον συντελεστή προσδιορισμού. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που βρήκαμε:

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

<b>Αριθμός Παλινδρομήσεων</b>	<b>a estimated</b>	<b>t statistic του a</b>	<b>b estimated</b>	<b>t statistic του b</b>	<b>R<sup>2</sup></b>
1	0,000177	0,21753	0,94795	10,70821	0,297815
2	-0,00153	-0,91151	0,743442	10,23701	0,279175
3	0,000239	0,327596	0,713717	8,440072	0,207651
4	0,000239	0,327596	0,713717	8,440072	0,207651
5	-0,00024	-0,30403	0,748787	8,554875	0,212195
6	-0,0003	-0,263	0,681401	7,687317	0,178153
7	0,000286	0,127147	0,517545	2,649613	0,021971
8	4,68E-05	0,01458	0,470531	1,355257	0,003112
9	0,002559	0,871273	0,498062	1,681364	0,006771
10	0,004268	1,531587	1,28974	5,346999	0,09334
11	0,001044	1,006281	0,716798	6,366494	0,128547
12	-0,00111	-1,83034	0,926276	30,21452	0,772865
13	-6,75E-05	-0,05751	1,608678	15,83307	0,482312
14	0,000755	1,332817	1,39712	22,29589	0,649264
15	0,001061	1,436271	1,298078	19,9935	0,598044
16	-8,34E-05	-0,11439	0,772844	21,37099	0,629691
17	0,001377	1,337978	1,222809	13,72993	0,41165
18	-2,29E-06	-0,00252	0,820918	17,99476	0,546386
19	0,000717	0,875216	0,877923	12,14704	0,353517
20	8,40E-05	0,026076	0,450653	1,287902	0,002452
21	0,000577	0,871676	1,184978	15,81441	0,481721
22	0,001044	0,879317	1,177785	16,21546	0,494284
23	-7,76E-05	-0,08785	1,20755	27,38579	0,736475
24	-0,00129	-0,41132	2,099021	8,236313	0,19961
25	0,003498	3,172712	0,73116	5,540594	0,099759
26	0,000356	0,436224	1,485412	21,29041	0,627923
27	4,21E-05	0,035696	1,145107	12,37349	0,362061
28	3,42E-05	0,065766	1,38264	23,48029	0,672501
29	0,000393	0,301758	0,895265	14,95943	0,453935
30	0,000212	0,351319	0,922231	17,51711	0,532978
31	0,000868	0,503238	1,29747	13,7336	0,41178
32	0,000988	1,136117	0,897378	21,59183	0,634483
33	0,002071	2,085727	0,431208	3,72197	0,045764
34	-0,00116	-0,70895	0,580101	4,298041	0,061208
35	-0,00032	-0,39253	0,475483	5,388525	0,094705
36	5,69E-05	0,045786	0,84172	5,800828	0,108597
37	0,000691	0,690894	0,607442	5,888365	0,11162
38	-0,00129	-1,44269	0,456779	7,985105	0,18975
39	-0,00057	-0,68589	0,51201	5,680287	0,104475
40	0,003979	1,372257	1,590923	9,159225	0,236231
41	0,000899	0,476912	0,788006	7,870764	0,185284
42	0,000768	1,521733	0,915826	21,66627	0,636081
43	-0,00139	-0,98655	0,070298	0,549512	-0,00261
44	-0,00054	-0,6242	0,807675	11,84161	0,341885
45	-0,00104	-1,09045	1,298291	12,3135	0,359805
46	0,0005	0,930618	1,35	21,67648	0,636299
47	0,002359	2,056874	0,561083	4,65154	0,071498
48	-0,00013	-0,13371	1,239936	15,74639	0,47956
49	0,000889	0,88172	-0,00445	-0,05374	-0,00373
50	-0,00056	-0,19358	1,359693	9,772369	0,260688
51	-0,00169	-1,84132	0,694077	13,38142	0,399187
52	0,000948	0,816173	0,876379	6,473424	0,13242
53	0,001458	1,12734	1,213991	10,8681	0,304105

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

54	-0,00094	-1,47178	1,190427	29,05558	0,758825
55	0,002225	1,18663	0,632273	2,823584	0,025358
56	0,000315	0,204579	1,123065	17,60967	0,53561
57	0,000324	0,125913	1,640904	11,93899	0,345606
58	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
59	4,95E-05	0,034254	1,044712	15,05806	0,45721
60	0,004268	1,531587	1,28974	5,346999	0,09334
61	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
62	-0,00041	-0,64754	1,325505	21,35002	0,629232
63	-0,00073	-0,80768	0,631005	6,388097	0,129327
64	-0,00058	-0,38689	1,177665	9,275621	0,240873
65	-0,0025	-1,86792	0,736491	10,88335	0,304704
66	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
67	0,002071	2,085727	0,431208	3,72197	0,045764
68	-6,75E-05	-0,05751	1,608678	15,83307	0,482312
69	0,0003	0,317894	1,245445	15,62746	0,475761
70	-0,00231	-1,71014	1,222858	16,18535	0,493351
71	0,002348	1,220486	0,088543	0,905233	-0,00067
72	-0,00036	-0,41632	0,816675	19,82642	0,593993
73	0,002194	1,176968	1,42517	15,84366	0,482647
74	-0,00068	-0,42093	1,577627	15,87593	0,483667
75	-0,00133	-1,11925	1,321649	14,97274	0,454378
76	0,003767	1,853112	0,960505	4,321219	0,061864
77	0,00119	1,165134	0,62198	5,320803	0,092482
78	0,002038	1,705784	1,323185	9,567824	0,252531
79	-0,00099	-0,49245	1,466062	13,71593	0,411153
80	0,001803	1,751383	0,460435	3,860073	0,049309
81	-0,00016	-0,12698	1,726836	20,22934	0,603683
82	0,001551	0,950567	0,969088	7,118588	0,156369
83	-0,00143	-1,40846	1,026859	19,90628	0,595935
84	-0,00151	-1,26833	0,882425	15,3303	0,466155
85	0,001052	0,671158	1,124218	14,86089	0,450646
86	0,003464	1,697066	0,967201	4,33782	0,062336
87	-0,00477	-2,08998	0,46205	3,626741	0,043381
88	-0,00249	-2,18785	1,260068	11,49129	0,328405
89	4,05E-05	0,061907	0,963739	17,46275	0,531426
90	-0,00056	-0,36202	0,889249	4,958113	0,080879
91	-0,00214	-1,77178	1,253964	9,596122	0,25366
92	4,47E-05	0,03336	0,788719	8,225139	0,19917
93	0,000768	1,521733	0,915826	21,66627	0,636081
94	0,003668	1,804672	0,975289	4,395042	0,063973
95	-0,00404	-2,41661	0,188655	1,796624	0,008244
96	0,002421	1,580071	0,907941	5,637408	0,10302
97	0,000337	0,445064	0,651484	10,13176	0,274995
98	-0,00592	-3,11212	0,952297	9,078513	0,233013
99	-0,00217	-1,52746	1,223542	17,21405	0,524252
100	0,000589	0,665616	1,339365	24,22982	0,686214
101	-0,00155	-1,6516	0,514884	5,364234	0,093906
102	-0,00044	-0,35752	1,374655	9,128921	0,235023
103	-0,0001	-0,16629	0,85857	24,85469	0,697091
104	-0,00191	-1,44143	0,659756	8,281689	0,201398
105	-0,0025	-1,86792	0,736491	10,88335	0,304704
106	0,002897	2,073574	1,554539	14,26613	0,43042
107	0,000488	0,646976	1,423308	26,80323	0,728033
108	-0,00198	-0,75046	0,164072	0,528227	-0,0027

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

109	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
110	-0,00104	-0,33037	1,503684	4,114334	0,056098
111	0,004771	2,054382	0,927694	3,653858	0,044054
112	0,002349	2,208252	0,376761	3,033321	0,029692
113	0,002341	1,398642	0,935208	9,937907	0,267283
114	0,002059	2,145764	0,898219	11,07225	0,312106
115	0,002071	2,085727	0,431208	3,72197	0,045764
116	3,10E-05	0,042259	1,111666	13,17384	0,391669
117	-0,00135	-1,64504	0,801786	9,081062	0,233115
118	0,001064	1,115596	0,658653	7,943905	0,188139
119	-0,0001	-0,15119	0,806699	21,6842	0,636465
120	-0,00068	-0,42093	1,577627	15,87593	0,483667
121	0,002341	1,398642	0,935208	9,937907	0,267283
122	-0,00428	-2,20294	1,410301	15,11604	0,459126
123	0,001437	1,168099	1,663273	15,42064	0,469093
124	-0,00146	-1,59272	0,524025	5,483438	0,09785
125	0,000273	0,354221	0,868793	13,27684	0,395409
126	-0,00016	-0,12698	1,726836	20,22934	0,603683
127	0,001147	0,909037	0,91798	15,27723	0,464422
128	0,00352	3,123504	0,487958	5,110122	0,085678
129	-0,00122	-1,06162	1,045224	16,84182	0,5133
130	0,001486	1,367856	0,926515	7,416954	0,167731
131	-0,00171	-1,77685	0,407154	5,461628	0,097124
132	0,001067	1,143632	0,619579	6,51163	0,133811
133	-0,00337	-1,23941	0,561426	4,951314	0,080666
134	-0,0026	-1,43908	1,841907	11,67473	0,335481
135	-0,00162	-0,90916	2,389105	15,77906	0,480599
136	0,002216	1,160648	0,940635	4,837828	0,07715
137	-0,00068	-0,42093	1,577627	15,87593	0,483667
138	-0,00164	-1,38378	0,910412	14,59458	0,441669
139	-0,00068	-0,42093	1,577627	15,87593	0,483667
140	-5,29E-05	-0,0533	0,67055	9,00393	0,230042
141	-0,00031	-0,38502	0,774836	18,44489	0,55864
142	0,001637	1,263275	1,498708	13,39714	0,399754
143	0,004891	2,096046	0,962196	4,103139	0,055792
144	0,004891	2,096046	0,962196	4,103139	0,055792
145	0,000451	0,640575	1,000291	16,38598	0,499534
146	0,000799	0,442628	0,990259	10,82932	0,302581
147	-0,00164	-1,38378	0,910412	14,59458	0,441669
148	-0,00217	-1,52746	1,223542	17,21405	0,524252
149	-0,00143	-0,7651	0,993682	10,71994	0,298277
150	0,002906	1,487776	0,949339	4,709357	0,073235
151	-0,00163	-1,38192	0,333701	4,516143	0,067487
152	0,000748	0,90367	0,770605	17,41016	0,529918
153	0,003806	1,875248	0,976113	4,406037	0,064289
154	0,001357	1,246145	1,162885	19,00046	0,57326
155	-0,00248	-1,53137	1,210789	13,75498	0,412538
156	-0,00107	-1,06905	0,947683	18,64739	0,564033
157	-0,00138	-0,71508	1,27512	13,3221	0,397046
158	-0,00222	-1,81685	0,876245	14,48171	0,437825
159	-0,00222	-1,81685	0,876245	14,48171	0,437825
160	-0,003	-2,61463	0,82939	15,072	0,457671
161	-0,00269	-1,19228	1,310893	12,17817	0,354695
162	0,000239	0,284452	0,761527	19,02727	0,573952
163	0,002318	1,570368	1,470512	16,63755	0,507179



## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

164	0,000167	0,099564	1,177699	14,71716	0,445817
165	-0,00097	-0,41164	0,783307	4,494827	0,066864
166	0,003858	1,615543	0,82742	4,79332	0,075785
167	-0,00233	-1,612	1,048163	16,68835	0,508709
168	-0,00233	-1,612	1,048163	16,68835	0,508709
169	-0,00015	-0,08591	1,323934	16,26015	0,495665
170	-0,00055	-0,1663	0,993972	7,151008	0,157595
171	0,001677	0,886002	0,664315	8,578645	0,213137
172	0,001689	1,363084	0,577197	5,051984	0,083831
173	-0,00023	-0,36455	1,005906	17,39249	0,529411
174	-9,03E-05	-0,071	1,800541	15,17075	0,460929
175	-0,00257	-3,0419	0,863841	10,90465	0,30554
176	-0,00116	-0,70895	0,580101	4,298041	0,061208
177	0,001441	0,783155	1,468052	9,049304	0,231849
178	0,001298	1,607734	1,032252	13,64636	0,40868
179	0,000415	0,296743	1,576208	12,75446	0,376275
180	-0,00181	-1,3464	1,431775	13,88094	0,416986
181	-0,00067	-0,33458	2,179575	13,80824	0,414422
182	0,000256	0,32381	1,096879	18,44012	0,558512
183	-0,00191	-1,91586	0,974765	17,27515	0,526025
184	-0,00068	-0,42093	1,577627	15,87593	0,483667
185	-0,00141	-0,79847	2,3381	16,31491	0,497352
186	0,001614	1,010986	0,996671	11,08219	0,312494
187	0,001614	1,010986	0,996671	11,08219	0,312494
188	0,001268	1,008979	1,198332	16,18982	0,493489
189	-0,00039	-0,64027	1,18985	16,80915	0,512326
190	-0,00042	-0,22438	1,591275	15,63825	0,476107
191	-9,29E-05	-0,06924	-0,15514	-0,96542	-0,00025
192	-0,00047	-0,35118	1,125764	15,61897	0,475489
193	-0,00047	-0,35118	1,125764	15,61897	0,475489
194	-0,00104	-0,33037	1,503684	4,114334	0,056098
195	-0,00047	-0,35118	1,125764	15,61897	0,475489
196	7,69E-05	0,070497	-0,14067	-1,10297	0,000807
197	0,001988	1,664724	1,319042	9,562848	0,252332
198	-0,00085	-0,74299	1,141999	16,43778	0,501117
199	-0,00047	-0,35118	1,125764	15,61897	0,475489
200	0,001297	1,014917	1,217228	17,55572	0,534078
201	-0,00113	-1,03841	0,721268	5,441976	0,096472
202	-0,00099	-0,49245	1,466062	13,71593	0,411153
203	-0,00166	-1,23034	1,565955	13,38361	0,399266
204	0,003412	3,038985	0,553076	5,664275	0,103931
205	0,00065	0,7308	0,638377	8,272649	0,201042
206	-0,00154	-1,06257	1,603356	20,9019	0,619258
207	-0,00151	-0,81152	1,240661	13,41435	0,400373
208	-0,0015	-1,18842	1,629829	15,03911	0,456582
209	-0,00292	-2,09107	1,060544	15,09939	0,458577
210	-0,00292	-2,09107	1,060544	15,09939	0,458577
211	0,00017	0,211044	0,699053	10,40943	0,286012
212	0,000134	0,047254	1,747703	12,01541	0,348519
213	-0,00026	-0,21354	0,461285	7,184882	0,158879
214	-2,48E-05	-0,01462	0,842329	8,918726	0,226649
215	-0,00047	-0,35118	1,125764	15,61897	0,475489
216	-2,48E-05	-0,01462	0,842329	8,918726	0,226649
217	-0,00325	-1,91002	0,957093	9,972514	0,268661
218	-0,00016	-0,08133	1,262929	11,21827	0,317805

219	-0,00045	-0,5008	0,703403	13,77542	0,413262
220	-0,00437	-3,41292	0,926081	12,78267	0,377319
221	-0,00321	-2,75881	1,052151	15,95752	0,486238
222	-0,00097	-0,51897	1,459293	13,76354	0,412841
223	-0,00116	-0,87393	1,595105	21,17017	0,625267
224	-0,00116	-0,87393	1,595105	21,17017	0,625267
225	-1,24E-05	-0,00383	0,552803	1,521101	0,004878

**B) Ο υπολογισμός των εκτιμητριών α και β και των t statistic τους, στις παλινδρομήσεις που τρέξαμε με το Market Model Corrected, καθώς και ο υπολογισμός του Συντελεστή Προσδιορισμού**

**$R^2$  :**

Εφαρμόζουμε πάλι παλινδρομήσεις για τις 225 εταιρείες του πρώτου δείγματος, χρησιμοποιώντας τις 330 τιμές των αποδόσεων, για να υπολογίσουμε τις εκτιμήτριες α και β, τις στατιστικές ελέγχου τους και τον συντελεστή προσδιορισμού, αλλά αυτή τη φορά το υπόδειγμα που θα εκτιμήσουμε είναι το μετασχηματισμένο Market Model, στο οποίο έχει γίνει η διόρθωση με τη μέθοδο Newey-West, για την εξάλειψη της ετεροσκεδαστικότητας και της αυτοσυσχέτισης. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων:

<b><u>Αριθμός Παλινδρομήσεων</u></b>	<b><u>a estimated</u></b>	<b><u>t statistic του a</u></b>	<b><u>b estimated</u></b>	<b><u>t statistic του b</u></b>	<b><u><math>R^2</math></u></b>
1	0,000177	0,235957	0,94795	8,108366	0,297815
2	-0,001526	-0,882957	0,743442	6,75504	0,279175
3	0,000239	0,342286	0,713717	6,117381	0,207651
4	0,000239	0,342286	0,713717	6,117381	0,207651
5	-0,000237	-0,321543	0,748787	6,875089	0,212195
6	-0,0003	-0,291338	0,681401	5,125775	0,178153
7	0,000286	0,116208	0,517545	3,957529	0,021971
8	4,68E-05	0,011886	0,470531	2,086917	0,003112
9	0,002559	0,726659	0,498062	2,962373	0,006771
10	0,004268	1,597054	1,28974	4,866811	0,09334
11	0,001044	1,201902	0,716798	5,218439	0,128547
12	-0,001114	-1,462964	0,926276	18,55562	0,772865
13	-6,75E-05	-0,053082	1,608678	10,95149	0,482312

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

14	0,000755	1,336562	1,39712	19,20564	0,649264
15	0,001061	1,399476	1,298078	19,69276	0,598044
16	-8,34E-05	-0,108861	0,772844	17,96205	0,629691
17	0,001377	1,337976	1,222809	9,117543	0,41165
18	-2,29E-06	-0,002178	0,820918	14,0485	0,546386
19	0,000717	1,089838	0,877923	11,4833	0,353517
20	8,40E-05	0,021242	0,450653	1,973155	0,002452
21	0,000577	0,855935	1,184978	14,17725	0,481721
22	0,001044	0,951101	1,177785	13,94206	0,494284
23	-7,76E-05	-0,07462	1,20755	27,62274	0,736475
24	-0,001293	-0,369379	2,099021	6,950746	0,19961
25	0,003498	2,696411	0,73116	4,431363	0,099759
26	0,000356	0,37747	1,485412	16,97545	0,627923
27	4,21E-05	0,034973	1,145107	13,20508	0,362061
28	3,42E-05	0,069065	1,38264	24,64448	0,672501
29	0,000393	0,255448	0,895265	12,38121	0,453935
30	0,000212	0,377482	0,922231	13,88964	0,532978
31	0,000868	0,47387	1,29747	15,73256	0,41178
32	0,000988	1,037654	0,897378	11,98234	0,634483
33	0,002071	2,012695	0,431208	3,525402	0,045764
34	-0,001155	-0,708871	0,580101	4,487114	0,061208
35	-0,000322	-0,410451	0,475483	4,724498	0,094705
36	5,69E-05	0,043328	0,84172	6,368551	0,108597
37	0,000691	0,776919	0,607442	4,641108	0,11162
38	-0,001291	-1,055317	0,456779	6,350593	0,18975
39	-0,000569	-0,728612	0,51201	4,910621	0,104475
40	0,003979	1,223095	1,590923	7,003088	0,236231
41	0,000899	0,395655	0,788006	5,15222	0,185284
42	0,000768	1,200549	0,915826	13,16965	0,636081
43	-0,00139	-0,897968	0,070298	0,526649	-0,002611
44	-0,000541	-0,70752	0,807675	8,570777	0,341885
45	-0,001036	-0,929179	1,298291	10,05971	0,359805
46	0,0005	0,986908	1,35	18,27358	0,636299
47	0,002359	1,933858	0,561083	4,351996	0,071498
48	-0,000125	-0,134543	1,239936	13,76612	0,47956
49	0,000889	0,699497	-0,004454	-0,049481	-0,003734
50	-0,00056	-0,178196	1,359693	8,511938	0,260688
51	-0,001691	-1,827281	0,694077	12,10474	0,399187
52	0,000948	0,765507	0,876379	6,96217	0,13242
53	0,001458	1,136435	1,213991	13,07511	0,304105
54	-0,000943	-1,241183	1,190427	22,67844	0,758825
55	0,002225	1,122671	0,632273	2,864439	0,025358
56	0,000315	0,204464	1,123065	13,43556	0,53561
57	0,000324	0,119567	1,640904	13,84928	0,345606
58	-0,001638	-0,960026	1,488287	13,47716	0,506775
59	4,95E-05	0,027769	1,044712	17,68343	0,45721
60	0,004268	1,597054	1,28974	4,866811	0,09334
61	-0,001638	-0,960026	1,488287	13,47716	0,506775
62	-0,000405	-0,716951	1,325505	24,19342	0,629232
63	-0,000733	-0,787166	0,631005	5,320621	0,129327
64	-0,000582	-0,380973	1,177665	9,766081	0,240873
65	-0,002503	-1,847044	0,736491	7,664785	0,304704
66	-0,001638	-0,960026	1,488287	13,47716	0,506775
67	0,002071	2,012695	0,431208	3,525402	0,045764

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

68	-6,75E-05	-0,053082	1,608678	10,95149	0,482312
69	0,0003	0,310606	1,245445	13,77078	0,475761
70	-0,002314	-1,417071	1,222858	11,36469	0,493351
71	0,002348	1,239683	0,088543	0,883979	-0,000674
72	-0,000355	-0,397506	0,816675	14,95567	0,593993
73	0,002194	0,958818	1,42517	15,40081	0,482647
74	-0,000684	-0,374409	1,577627	15,01044	0,483667
75	-0,001334	-1,140412	1,321649	10,93068	0,454378
76	0,003767	1,646975	0,960505	4,618375	0,061864
77	0,00119	1,418328	0,62198	4,618533	0,092482
78	0,002038	1,642974	1,323185	7,854139	0,252531
79	-0,000992	-0,432475	1,466062	14,00654	0,411153
80	0,001803	1,298658	0,460435	2,627879	0,049309
81	-0,000163	-0,144863	1,726836	17,93927	0,603683
82	0,001551	1,046709	0,969088	5,375879	0,156369
83	-0,001425	-1,295151	1,026859	11,21609	0,595935
84	-0,001513	-1,357748	0,882425	15,88736	0,466155
85	0,001052	0,569715	1,124218	13,35364	0,450646
86	0,003464	1,503931	0,967201	4,632162	0,062336
87	-0,004768	-2,077129	0,46205	3,550532	0,043381
88	-0,00249	-2,544039	1,260068	8,855089	0,328405
89	4,05E-05	0,06143	0,963739	11,93597	0,531426
90	-0,000557	-0,382141	0,889249	4,704886	0,080879
91	-0,002135	-1,494072	1,253964	8,220802	0,25366
92	4,47E-05	0,040074	0,788719	4,372772	0,19917
93	0,000768	1,200549	0,915826	13,16965	0,636081
94	0,003668	1,598779	0,975289	4,716956	0,063973
95	-0,004043	-2,854128	0,188655	1,987669	0,008244
96	0,002421	1,57359	0,907941	5,734058	0,10302
97	0,000337	0,401646	0,651484	8,093898	0,274995
98	-0,005923	-2,751562	0,952297	7,868116	0,233013
99	-0,002166	-1,255136	1,223542	13,04161	0,524252
100	0,000589	0,720795	1,339365	18,97943	0,686214
101	-0,001548	-2,065999	0,514884	5,154017	0,093906
102	-0,000442	-0,369565	1,374655	8,678342	0,235023
103	-0,000101	-0,137859	0,85857	16,52223	0,697091
104	-0,00191	-1,156753	0,659756	5,230002	0,201398
105	-0,002503	-1,847044	0,736491	7,664785	0,304704
106	0,002897	1,965585	1,554539	14,56797	0,43042
107	0,000488	0,666224	1,423308	17,06075	0,728033
108	-0,00198	-0,68855	0,164072	0,619454	-0,002697
109	-0,001638	-0,960026	1,488287	13,47716	0,506775
110	-0,001035	-0,348023	1,503684	4,989577	0,056098
111	0,004771	1,757969	0,927694	3,077544	0,044054
112	0,002349	2,042362	0,376761	2,929739	0,029692
113	0,002341	1,194539	0,935208	8,453221	0,267283
114	0,002059	2,056991	0,898219	9,278603	0,312106
115	0,002071	2,012695	0,431208	3,525402	0,045764
116	3,10E-05	0,041155	1,111666	10,2374	0,391669
117	-0,001349	-1,819942	0,801786	8,795748	0,233115
118	0,001064	0,983916	0,658653	6,999548	0,188139
119	-0,000101	-0,13496	0,806699	19,04668	0,636465
120	-0,000684	-0,374409	1,577627	15,01044	0,483667
121	0,002341	1,194539	0,935208	8,453221	0,267283

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

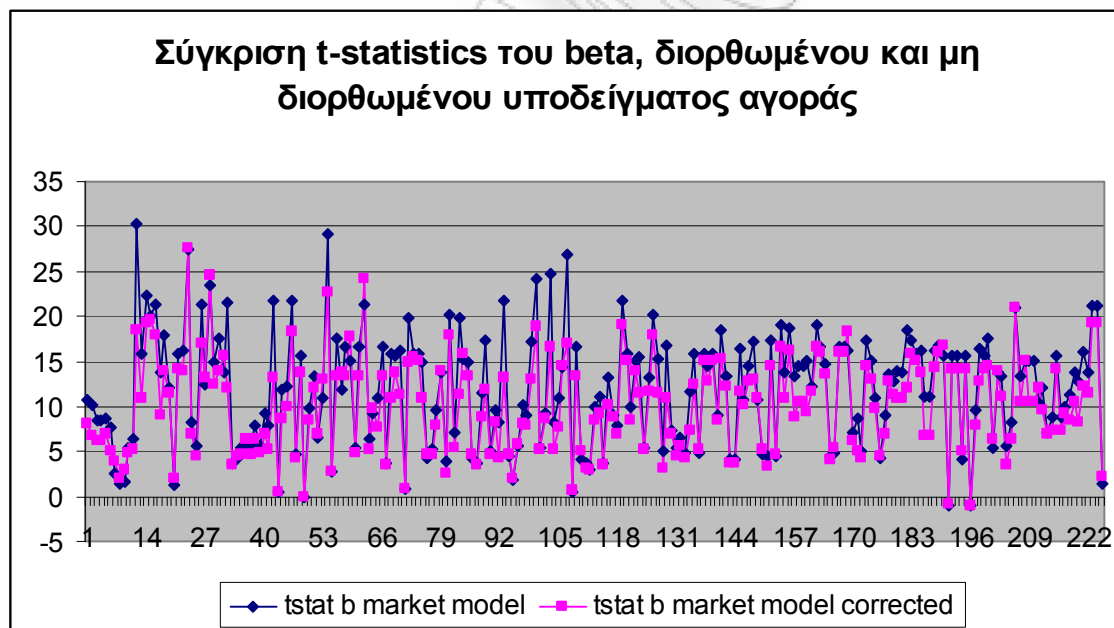
122	-0,004277	-2,021921	1,410301	14,02424	0,459126
123	0,001437	1,11087	1,663273	11,53429	0,469093
124	-0,001459	-2,030667	0,524025	5,149823	0,09785
125	0,000273	0,351824	0,868793	11,6296	0,395409
126	-0,000163	-0,144863	1,726836	17,93927	0,603683
127	0,001147	0,76075	0,91798	11,52885	0,464422
128	0,00352	2,861835	0,487958	3,102882	0,085678
129	-0,001216	-0,98319	1,045224	10,96318	0,5133
130	0,001486	1,343969	0,926515	6,856855	0,167731
131	-0,001711	-2,17358	0,407154	4,441099	0,097124
132	0,001067	0,991582	0,619579	5,594367	0,133811
133	-0,003371	-1,395792	0,561426	4,21102	0,080666
134	-0,002601	-1,477216	1,841907	7,322204	0,335481
135	-0,001617	-0,992465	2,389105	12,42921	0,480599
136	0,002216	1,04595	0,940635	5,266153	0,07715
137	-0,000684	-0,374409	1,577627	15,01044	0,483667
138	-0,00164	-1,088284	0,910412	12,79362	0,441669
139	-0,000684	-0,374409	1,577627	15,01044	0,483667
140	-5,29E-05	-0,064616	0,67055	8,388488	0,230042
141	-0,00031	-0,34659	0,774836	15,29958	0,55864
142	0,001637	1,067004	1,498708	12,16261	0,399754
143	0,004891	1,800244	0,962196	3,725283	0,055792
144	0,004891	1,800244	0,962196	3,725283	0,055792
145	0,000451	0,736252	1,000291	11,63478	0,499534
146	0,000799	0,345323	0,990259	10,16564	0,302581
147	-0,00164	-1,088284	0,910412	12,79362	0,441669
148	-0,002166	-1,255136	1,223542	13,04161	0,524252
149	-0,001426	-0,567556	0,993682	10,97209	0,298277
150	0,002906	1,35012	0,949339	5,15496	0,073235
151	-0,001629	-1,186266	0,333701	3,31244	0,067487
152	0,000748	0,765833	0,770605	14,48082	0,529918
153	0,003806	1,670429	0,976113	4,723558	0,064289
154	0,001357	1,271065	1,162885	16,58799	0,57326
155	-0,002481	-1,320305	1,210789	10,8416	0,412538
156	-0,001074	-0,884634	0,947683	16,32676	0,564033
157	-0,001381	-0,630383	1,27512	8,87981	0,397046
158	-0,00222	-1,49176	0,876245	10,51745	0,437825
159	-0,00222	-1,49176	0,876245	10,51745	0,437825
160	-0,003	-2,448841	0,82939	9,463294	0,457671
161	-0,002694	-0,965273	1,310893	11,7386	0,354695
162	0,000239	0,293815	0,761527	16,57556	0,573952
163	0,002318	1,476734	1,470512	16,0113	0,507179
164	0,000167	0,092447	1,177699	13,65925	0,445817
165	-0,000973	-0,40114	0,783307	4,045624	0,066864
166	0,003858	1,714795	0,82742	5,466043	0,075785
167	-0,002331	-1,550905	1,048163	15,96159	0,508709
168	-0,002331	-1,550905	1,048163	15,96159	0,508709
169	-0,000145	-0,079097	1,323934	18,32504	0,495665
170	-0,000553	-0,186427	0,993972	6,120372	0,157595
171	0,001677	1,048272	0,664315	5,136395	0,213137
172	0,001689	1,040069	0,577197	4,200404	0,083831
173	-0,000227	-0,344805	1,005906	14,4846	0,529411
174	-9,03E-05	-0,059075	1,800541	13,03336	0,460929
175	-0,002573	-2,754694	0,863841	9,700697	0,30554

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

176	-0,001155	-0,708871	0,580101	4,487114	0,061208
177	0,001441	0,787416	1,468052	6,897405	0,231849
178	0,001298	1,468233	1,032252	12,90395	0,40868
179	0,000415	0,301141	1,576208	11,33565	0,376275
180	-0,001809	-1,645476	1,431775	10,86991	0,416986
181	-0,000666	-0,319363	2,179575	10,92508	0,414422
182	0,000256	0,276316	1,096879	12,09071	0,558512
183	-0,001914	-1,622712	0,974765	15,9404	0,526025
184	-0,000684	-0,374409	1,577627	15,01044	0,483667
185	-0,001411	-0,73967	2,3381	13,71035	0,497352
186	0,001614	0,866008	0,996671	6,669702	0,312494
187	0,001614	0,866008	0,996671	6,669702	0,312494
188	0,001268	1,103285	1,198332	14,34854	0,493489
189	-0,00039	-0,576565	1,18985	16,0846	0,512326
190	-0,000417	-0,236925	1,591275	16,85193	0,476107
191	-9,29E-05	-0,073289	-0,155141	-0,919347	-0,000254
192	-0,000467	-0,313021	1,125764	14,17079	0,475489
193	-0,000467	-0,313021	1,125764	14,17079	0,475489
194	-0,001035	-0,348023	1,503684	4,989577	0,056098
195	-0,000467	-0,313021	1,125764	14,17079	0,475489
196	7,69E-05	0,084216	-0,140673	-1,054322	0,000807
197	0,001988	1,596329	1,319042	7,861527	0,252332
198	-0,000847	-0,742426	1,141999	12,78969	0,501117
199	-0,000467	-0,313021	1,125764	14,17079	0,475489
200	0,001297	1,114439	1,217228	14,59876	0,534078
201	-0,001129	-0,992491	0,721268	6,460282	0,096472
202	-0,000992	-0,432475	1,466062	14,00654	0,411153
203	-0,001655	-1,352319	1,565955	11,06146	0,399266
204	0,003412	2,937075	0,553076	3,565345	0,103931
205	0,00065	0,778718	0,638377	6,381376	0,201042
206	-0,001538	-1,049848	1,603356	20,99305	0,619258
207	-0,001514	-0,652014	1,240661	10,61307	0,400373
208	-0,001495	-1,451428	1,629829	15,06021	0,456582
209	-0,002916	-1,736359	1,060544	10,62859	0,458577
210	-0,002916	-1,736359	1,060544	10,62859	0,458577
211	0,00017	0,234353	0,699053	12,02507	0,286012
212	0,000134	0,044024	1,747703	9,641092	0,348519
213	-0,000256	-0,204122	0,461285	6,989588	0,158879
214	-2,48E-05	-0,011624	0,842329	7,251585	0,226649
215	-0,000467	-0,313021	1,125764	14,17079	0,475489
216	-2,48E-05	-0,011624	0,842329	7,251585	0,226649
217	-0,003246	-1,726316	0,957093	9,195343	0,268661
218	-0,000161	-0,070675	1,262929	8,396028	0,317805
219	-0,000453	-0,503958	0,703403	10,52843	0,413262
220	-0,004365	-3,189117	0,926081	8,21344	0,377319
221	-0,003212	-2,112796	1,052151	12,18251	0,486238
222	-0,000969	-0,458869	1,459293	11,44307	0,412841
223	-0,001161	-0,884924	1,595105	19,29289	0,625267
224	-0,001161	-0,884924	1,595105	19,29289	0,625267
225	-1,24E-05	-0,003116	0,552803	2,287341	0,004878

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις παλινδρομήσεις, δίνουν διαφορετικά t-statistic για τις εκτιμήτριες  $a$  και  $b$  για το Market Model και το Corrected Market Model, ενώ ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  είναι ο ίδιος και για το πρώτο υπόδειγμα και για το μετασχηματισμένο.

Συγκεκριμένα στο παρακάτω διάγραμμα, συγκρίνουμε τα t statistics του  $b$ , που υπολογίσαμε με τα δύο υποδείγματα και βλέπουμε μια εικόνα της διαφοροποίησης της στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή κινδύνου beta, που υφίσταται το Υπόδειγμα της Αγοράς, μετά τον μετασχηματισμό που υπέστη για την απαλοιφή της ετεροσκεδαστικότητας και της αυτοσυσχέτισης.



Παρατηρούμε ότι για τις περισσότερες παλινδρομήσεις, η εκτιμήτρια του συντελεστή beta είναι στατιστικώς σημαντική, αφού η πλειοψηφία των τιμών, είναι πάνω από 1,96 για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Στην περίπτωση του μετασχηματισμένου υποδείγματος, του Market Model

Corrected, όπου έχουμε εξαλείψει την πιθανότητα παραβίασης της υπόθεσης της σφαιρικότητας των σφαλμάτων, τα  $t$ -statistics της εκτιμήτριας του  $\beta$ , έχουν μικρότερο εύρος τιμών και εκτός ελαχίστων περιπτώσεων, είναι στατιστικά σημαντικές. Αυτό σημαίνει ότι η εκτιμήτρια του κινδύνου είναι άριστη, γραμμική και αμερόληπτη, ότι οι τιμές της στατιστικής ελέγχου  $t$  είναι σωστές και ότι αυξάνεται η αποτελεσματικότητα των προβλέψεων. Συγκεκριμένα με το πρώτο υπόδειγμα του Market Model, οι μη στατιστικώς σημαντικές τιμές του  $\beta$ , είναι μόνο 11 στις 225 παλινδρομήσεις, δηλαδή ένα ποσοστό 4,9%, το οποίο είναι πολύ μικρό και δεν αλλοιώνει τα συμπεράσματά μας. Με την εκτίμηση όμως του διορθωμένου υποδείγματος, του Market Model Corrected, οι μη στατιστικά σημαντικές τιμές μειώνονται σε 6 στο σύνολο των 225 παλινδρομήσεων, με ποσοστό 2,7%, γεγονός που υποστηρίζει ακόμα περισσότερο τα αποτελέσματά μας για τον συντελεστή κινδύνου  $\beta$ .

Δεν συμβαίνει το ίδιο όμως και για τη στατιστική σημαντικότητα του σταθερού όρου  $\alpha_{jt}$ , καθώς όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον πίνακα, οι τιμές της εκτιμήτριας του  $\alpha_{jt}$ , για την πλειοψηφία των παλινδρομήσεων είναι μη στατιστικά σημαντικές, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Συγκεκριμένα οι τιμές οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές στην εκτίμηση του πρώτου υποδείγματος (Market Model), είναι μόνο 22 στο σύνολο των 225 παλινδρομήσεων, δηλαδή μόνο το 9,8%, το οποίο είναι πολύ μικρό ποσοστό για να μας επιτρέψει να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα για την επιρροή που προσφέρει στον προσδιορισμό



των προσδοκώμενων αποδόσεων. Επίσης οι τιμές του σταθερού όρου οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές στην εκτίμηση του δεύτερου υποδείγματος, (Market Model Corrected), είναι μόνο 21 στο σύνολο των 225 παλινδρομήσεων (9,3%), το οποίο αποτελεί πάλι πολύ μικρό ποσοστό για την εγκυρότητα των προβλέψεων.

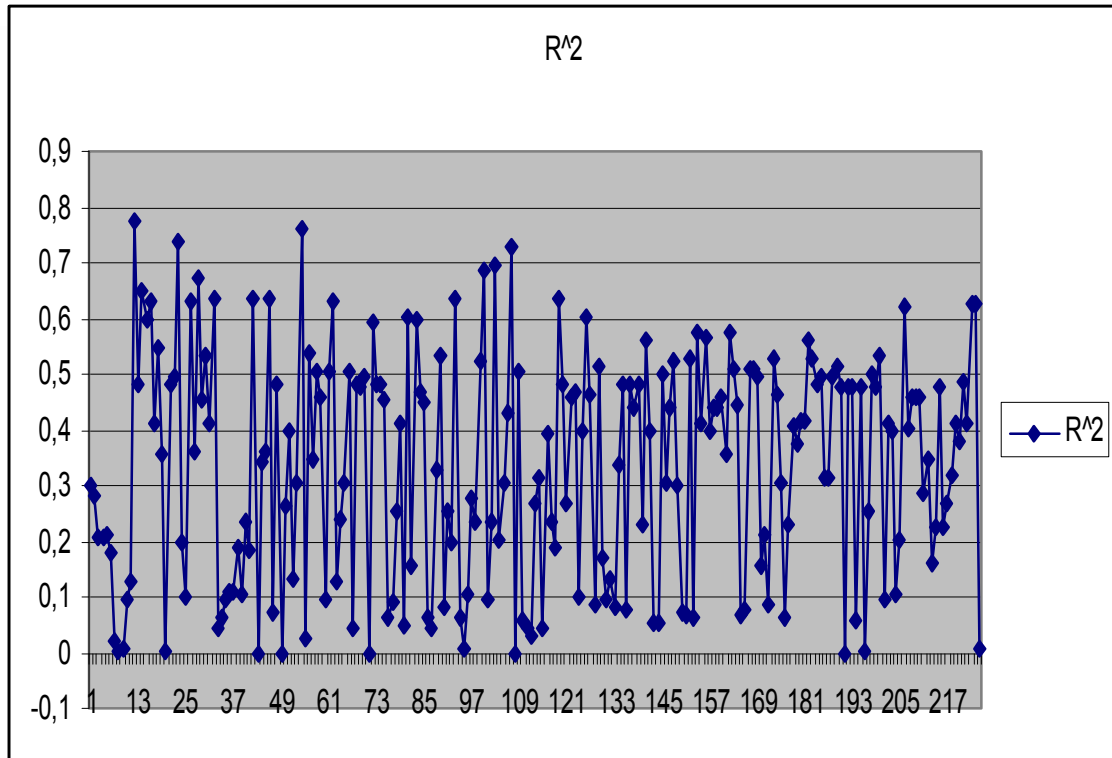
Η έλλειψη στατιστικής σημαντικότητας του σταθερού όρου, υποδηλώνει ότι επηρεάζει σε πολύ μικρό βαθμό τις μεταβολές της ερμηνευμένης μεταβλητής, της  $E(R_{jt})$ , ενώ αντίθετα ο συντελεστής του συστηματικού κινδύνου  $\beta$  επηρεάζει σημαντικά τις μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων της κάθε μετοχής, σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή.

Αν είχαμε χρησιμοποιήσει σαν μεθοδολογία στην έρευνά μας, μια λίγο διαφορετική παραλλαγή του Υποδείγματος της Αγοράς, όπως είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM), ο σταθερός όρος  $a_{jt}$  θα αντιπροσώπευε το  $r_f$ , το risk free χαρτοφυλάκιο, δηλαδή το μη κινδυνώδες χαρτοφυλάκιο της αγοράς το οποίο έχει βέβαιη απόδοση, σε αντίθεση με την προσδοκώμενη απόδοση κάθε ανασφαλούς χαρτοφυλακίου που αναζητάμε εμείς. Έτσι αν συνδέσουμε τα αποτελέσματά μας για το  $a_{jt}$ , με την ύπαρξη ενός ακίνδυνου χαρτοφυλακίου, που θα μπορούσε να αποτελείται από τραπεζικές καταθέσεις, ή κρατικά ομόλογα, προκύπτει ότι ένα τέτοιο ασφαλές χαρτοφυλάκιο δεν έχει καμία επίδραση στις τιμές των προσδοκώμενων αποδόσεων του κινδυνώδους. Αντίθετα ο συντελεστής  $\beta$ , ο

οποίος αποτελεί τον δείκτη του συστηματικού κινδύνου της μετοχής, δεδομένου ότι μετρά τον βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις της μετοχής συνδιακυμαίνονται με τις αποδόσεις του  $R_{mt}$ , έχει σημαντική ερμηνευτική ικανότητα στις τιμές του  $E(R_{jt})$ , διότι έχει και σημαντική οριακή συμβολή στον ολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Αν επεκτείνουμε την ανάλυση αυτή στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, βγαίνει το συμπέρασμα, ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από την ανάληψη κινδύνου του συγκεκριμένου εγχειρήματος. Αν λάβουμε υπόψη μας, ότι η συνεισφορά του συντελεστή  $b$  στην ερμηνεία των μεταβολών των τιμών του  $E(R_{jt})$ , είναι στατιστικά σημαντική κατά 97,3% σύμφωνα με το διορθωμένο υπόδειγμα της αγοράς, μπορούμε να συμπεράνουμε για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ότι αποτελούν ενέργειες που προκαλούν μεγάλη ανασφάλεια στην αγορά, ως προς τις επικείμενη εξέλιξή τους, λόγω του υψηλού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Το επόμενο διάγραμμα δείχνει τις τιμές που παίρνει ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$ , για τις 225 παλινδρομήσεις που τρέξαμε με τα Υποδείγματα της Αγοράς, διορθωμένο και μη, οι οποίες είναι κοινές.



Βλέπουμε ότι επιβεβαιώνεται η θεωρία στο ότι οι τιμές που παίρνει δεν μπορεί να είναι αρνητικές, αλλά μπορεί να είναι μόνο μεταξύ 0 και 1. Σύμφωνα λοιπόν με τα αποτελέσματά μας, για τις περισσότερες παλινδρομήσεις, ο  $R^2$  έχει έναν μέσο γύρω στο 0,5, γεγονός που δείχνει σχετική αναλογία της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής, δηλαδή της  $E(R_j)$ , που ερμηνεύεται από την παλινδρόμηση. Δηλαδή για την περίοδο που εξετάζουμε, κατά μέσο όρο, η απόδοση της αγοράς ερμηνεύει περίπου το 50% της μεταβλητότητας των αναμενόμενων αποδόσεων της κάθε αγοράστριας-εταιρείας. Είναι λογικό να υπάρχει ισχυρή σχέση της μεταβλητότητας του  $E(R_j)$  που εξηγείται από τις μεταβολές στην τιμή του  $R_{mt}$ , καθώς η διενέργεια των συγχωνεύσεων και των εξαγορών επηρεάζεται σε μεγάλο

βαθμό από το περιβάλλον της αγοράς στο οποίο βρίσκονται και από τις συνθήκες που επικρατούν τη δεδομένη χρονική στιγμή που τις απασχολεί. Ας σημειωθεί, όμως, ότι η χαμηλή ή ακόμα και η μηδενική τιμή του  $R^2$ , δε σημαίνει αναγκαστικά έλλειψη εξαρτήσεως ανάμεσα στις μεταβλητές  $E(R_j)$  και  $R_{mt}$ . Όσον αφορά στη στατιστική σημαντικότητα του  $R^2$ , ισχύει εξ' ορισμού ότι σε ένα μονοπαραγοντικό μοντέλο, όταν είναι στατιστικά σημαντικός ο συντελεστής  $b$ , είναι στατιστικά σημαντικός και ο συντελεστής προσδιορισμού. Επίσης, από τη στιγμή που ο συντελεστής προσδιορισμού αποτελεί ένα δείκτη του πόσο καλό είναι το υπόδειγμα που έχουμε εκτιμήσει, το γεγονός ότι οι πλειοψηφία των τιμών του  $R^2$  που υπολογίσαμε δεν είναι χαμηλές, δείχνει ότι υπάρχει καλή προσαρμογή του υποδείγματος στα δεδομένα του δείγματος.

### **Γ) Ο υπολογισμός των Average Abnormal Returns (AAR):**

Με τη βοήθεια του προγράμματος e-views που χρησιμοποιήσαμε για να τρέξουμε τις παλινδρομήσεις για τα τέσσερα διαφορετικά υποδείγματα, προέκυψαν διαφορετικές τιμές των μέσων μη κανονικών αποδόσεων, οι οποίες όμως δεν είχαν σημαντικές αποκλίσεις. Οι παρακάτω πίνακες, (ένας για κάθε υπόδειγμα), δείχνουν τις τιμές των μέσων μη κανονικών αποδόσεων όλων των επιχειρήσεων του δείγματος, που αποτελείται από τις 225 εταιρείες, σε κάθε χρονικό σημείο  $t$  της εξεταζόμενης περιόδου (observation period). Η εξεταζόμενη περίοδος αρχίζει τριάντα ημέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, και τελειώνει τριάντα ημέρες μετά την

ανακοίνωση, στην περίοδο μεταξύ 1ης Ιανουαρίου του 2000 μέχρι και Μάιο του 2009. Επίσης υπολογίσαμε και τις στατιστικές ελέγχου t statistics των μέσων πλεονασματικών αποδόσεων, για να ελέγξουμε τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων, για κάθε ένα από τα τέσσερα υποδείγματα. Έχουμε υπογραμμίσει στους πίνακες των αποτελεσμάτων του κάθε υποδείγματος, το t statistic που αντιστοιχεί κάθε φορά στην ημέρα της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, για να επισημάνουμε τη στατιστική σημαντικότητα των μέσων abnormal returns εκείνης της ημέρας.

1) Με βάση το Market Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>AAR</u>	<u>t statistic των AAR</u>
-30	-0,003929	-1,882741
-29	-0,000872	-0,417797
-28	0,000496	0,237487
-27	0,000843	0,404053
-26	-0,00312	-1,494794
-25	-0,00171	-0,819258
-24	-0,003237	-1,550836
-23	0,001222	0,585341
-22	9,69E-05	0,046421
-21	0,000214	0,102328
-20	0,000763	0,365417
-19	-0,000312	-0,149432
-18	4,25E-05	0,020387
-17	-0,000272	-0,130521
-16	0,002415	1,157124
-15	0,00131	0,627947
-14	0,000292	0,139764
-13	-6,06E-05	-0,029055
-12	0,002509	1,202301
-11	0,001184	0,56757
-10	-0,001369	-0,656121
-9	-4,78E-05	-0,022922
-8	0,001624	0,778236
-7	-0,001454	-0,696507
-6	-0,002595	-1,243632
-5	0,001226	0,587224
-4	0,000148	0,071014
-3	0,002443	1,170743

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-2	-0,000523	-0,250488
-1	0,000469	0,224808
0	0,004854	2,32578
1	-0,000581	-0,278303
2	-0,001467	-0,702725
3	-0,001169	-0,560075
4	0,000769	0,368337
5	-4,15E-05	-0,019902
6	-0,000167	-0,080108
7	-0,006804	-3,260459
8	-0,002959	-1,417963
9	-0,00235	-1,125977
10	-0,004089	-1,959211
11	7,28E-05	0,034904
12	-0,001121	-0,537134
13	-0,001929	-0,924203
14	0,00193	0,924885
15	0,000812	0,389098
16	0,001876	0,898822
17	0,002892	1,385761
18	0,001224	0,586412
19	0,000191	0,091325
20	-0,000309	-0,147912
21	9,03E-05	0,043264
22	6,26E-05	0,030002
23	-0,003118	-1,494222
24	0,000476	0,228174
25	-0,002636	-1,263211
26	-0,001287	-0,616898
27	0,000569	0,2726
28	0,000312	0,149644
29	0,001489	0,713718
30	0,00017	0,081513

2) Με βάση το Market Model Corrected:

<u>Event Day (t)</u>	<u>AAR</u>	<u>t statistic των AAR</u>
-30	-0,003863	-1,852317
-29	-0,000811	-0,389044
-28	0,00061	0,292309
-27	0,000914	0,438092
-26	-0,00305	-1,462733
-25	-0,001712	-0,821139
-24	-0,003181	-1,525679
-23	0,001259	0,603621
-22	0,000192	0,092248
-21	0,000255	0,12246
-20	0,000828	0,397139

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-19	-0,000257	-0,123011
-18	0,000198	0,094764
-17	-0,000154	-0,073624
-16	0,002434	1,167003
-15	0,001401	0,671688
-14	0,000352	0,16901
-13	8,26E-05	0,039627
-12	0,002383	1,142589
-11	0,001272	0,610156
-10	-0,001321	-0,633257
-9	9,74E-06	0,004673
-8	0,001635	0,784226
-7	-0,001348	-0,646538
-6	-0,002447	-1,173581
-5	0,001318	0,631921
-4	0,000183	0,087967
-3	0,002531	1,213683
-2	-0,000499	-0,239452
-1	0,000642	0,307739
0	0,004927	2,362946
1	-0,000462	-0,221487
2	-0,001455	-0,697855
3	-0,001005	-0,4819
4	0,000842	0,403619
5	-3,76E-05	-0,018032
6	-5,58E-05	-0,026754
7	-0,006682	-3,204132
8	-0,002769	-1,327693
9	-0,002325	-1,115187
10	-0,004077	-1,954982
11	0,000187	0,089765
12	-0,001014	-0,486097
13	-0,001747	-0,837797
14	0,001927	0,923873
15	0,000868	0,416478
16	0,001801	0,863463
17	0,002962	1,420629
18	0,001252	0,600399
19	0,000231	0,110648
20	-0,000276	-0,132151
21	0,000252	0,120669
22	0,000193	0,09265
23	-0,003113	-1,492653
24	0,000515	0,246769
25	-0,0025	-1,198697
26	-0,001222	-0,585964
27	0,000667	0,319662
28	0,000329	0,157665
29	0,001591	0,76301
30	0,000271	0,12999

## 3) Με βάση το Mean Adjusted Return Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>AAR</u>	<u>t statistic των AAR</u>
-30	-0,00401	-1,523252
-29	-0,002511	-0,95393
-28	-0,001149	-0,436629
-27	0,002478	0,941319
-26	-0,002749	-1,044193
-25	-0,001704	-0,647382
-24	-0,001215	-0,461393
-23	0,001791	0,680455
-22	0,001056	0,401272
-21	-0,000814	-0,309041
-20	0,001716	0,65177
-19	-0,000519	-0,197331
-18	0,001423	0,540525
-17	-0,001556	-0,591218
-16	0,001651	0,627047
-15	0,00018	0,068377
-14	0,000625	0,237328
-13	0,000236	0,089516
-12	0,001141	0,433598
-11	0,000633	0,24062
-10	-0,000498	-0,189145
-9	-0,001144	-0,434768
-8	0,002459	0,934056
-7	-0,002106	-0,800032
-6	-0,002608	-0,990623
-5	0,003707	1,408047
-4	-0,001077	-0,409149
-3	0,004026	1,529456
-2	0,001283	0,487377
-1	3,87E-05	0,014698
0	0,005933	2,254001
1	-0,000206	-0,078327
2	-0,001538	-0,584351
3	-0,002397	-0,910463
4	0,002222	0,844065
5	-0,002479	-0,941682
6	0,001576	0,598752
7	-0,00594	-2,256623
8	-0,003445	-1,308654
9	-0,003372	-1,280809
10	-0,005137	-1,951451
11	-0,000911	-0,346237
12	-0,002429	-0,922896
13	-0,002426	-0,921686
14	0,000769	0,291997
15	0,00236	0,896655



ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

16	0,000491	0,186515
17	0,00258	0,979996
18	0,000227	0,086252
19	0,001206	0,457979
20	-0,002231	-0,847344
21	-0,000988	-0,375334
22	0,000502	0,190744
23	-0,002644	-1,00443
24	0,000743	0,282419
25	-0,002419	-0,918836
26	0,000988	0,375341
27	0,003542	1,345526
28	-0,002027	-0,770168
29	-0,000376	-0,142882
30	0,00083	0,315482

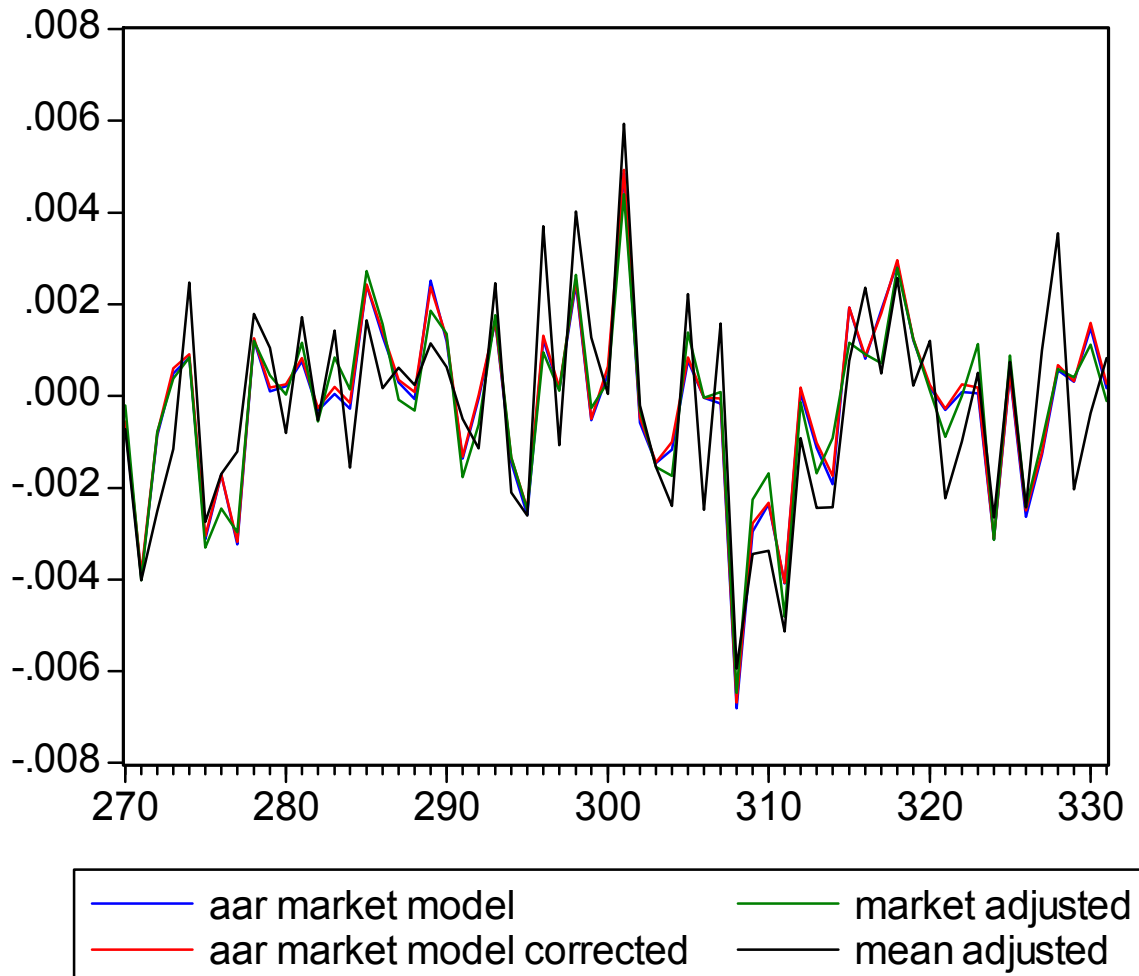
4) Με βάση το Market Adjusted Return Model:

<b>Event Day (t)</b>	<b>AAR</b>	<b>t statistic των AAR</b>
-30	-0,004017	-1,926015
-29	-0,000785	-0,376543
-28	0,000389	0,186322
-27	0,000848	0,406583
-26	-0,0033	-1,582448
-25	-0,002456	-1,177361
-24	-0,002964	-1,420997
-23	0,001201	0,576082
-22	0,000444	0,212945
-21	2,62E-05	0,012583
-20	0,001164	0,55809
-19	-0,000557	-0,267293
-18	0,000836	0,400909
-17	0,000137	0,065834
-16	0,002732	1,309733
-15	0,00157	0,752679
-14	-7,56E-05	-0,036262
-13	-0,000312	-0,149424
-12	0,001864	0,893914
-11	0,001361	0,65275
-10	-0,001772	-0,849579
-9	-0,000628	-0,301181
-8	0,001758	0,842711
-7	-0,001328	-0,636945
-6	-0,002483	-1,190443
-5	0,000951	0,455785
-4	0,000121	0,058039

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-3	0,002635	1,263275
-2	-0,000262	-0,125829
-1	0,000307	0,147389
0	0,004401	2,110115
1	-0,000307	-0,147389
2	-0,001537	-0,736835
3	-0,001743	-0,835701
4	0,001391	0,666835
5	-2,92E-05	-0,014008
6	8,97E-05	0,043022
7	-0,006471	-3,102764
8	-0,00226	-1,083543
9	-0,001682	-0,806327
10	-0,004816	-2,309109
11	-0,000135	-0,064585
12	-0,00168	-0,805292
13	-0,000921	-0,441373
14	0,001166	0,559009
15	0,000908	0,435445
16	0,000708	0,33942
17	0,002796	1,340507
18	0,001241	0,595195
19	0,000113	0,054127
20	-0,000894	-0,42846
21	-3,17E-06	-0,001521
22	0,001127	0,540589
23	-0,003132	-1,501633
24	0,000878	0,421164
25	-0,002427	-1,163615
26	-0,000993	-0,476166
27	0,000585	0,280453
28	0,000408	0,195414
29	0,00112	0,537161
30	-0,000108	-0,051775

Το παρακάτω διάγραμμα συγκρίνει τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AAR) που προκύπτουν από τα τέσσερα αυτά υποδείγματα:



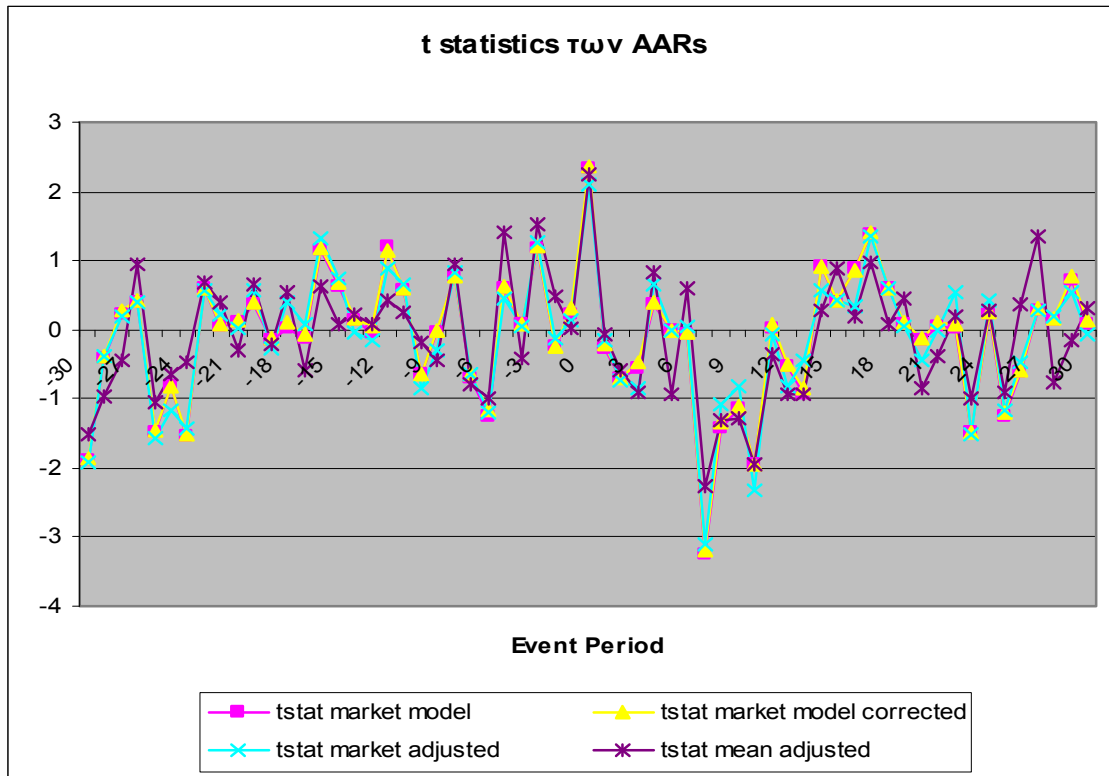
(Στο διάγραμμα, η μέρα 300 αντιστοιχεί στην τριακοσιοστή τιμή που πήραμε από την αρχή του estimation period, δηλαδή στο σημείο 0 του event window, την ημέρα της ανακοίνωσης της συγχώνευσης.)

Βλέπουμε ότι οι διαφορές στα αποτελέσματα μεταξύ των τεσσάρων υποδειγμάτων δεν είναι μεγάλες και συμφωνούν στο γεγονός ότι στην περίοδο εξέτασης, οι επιχειρήσεις εμφανίζουν τις περισσότερες ημέρες, θετικά abnormal returns. Οπότε τα αποτελέσματά μας υποδεικνύουν μια θετική εκτίμηση της αγοράς για την συγχώνευση των εταιρειών, γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, γεγονός που συνάδει με το γενικότερο

πόρισμα της πλειοψηφίας των προηγούμενων μελετών. Είναι όμως γεγονός, ότι οι θετικές αυτές πλεονασματικές αποδόσεις, είναι αρκετά μικρές, κάτι που δυσκολεύει πολύ τη δημιουργία κέρδους για τις επιχειρήσεις, ειδικά αν λάβουμε υπόψη μας και τα έξοδα συναλλαγής. Το υψηλότερο σημείο των θετικών abnormal returns, εμφανίζεται την ημέρα της ανακοίνωσης, την ημέρα  $t=0$  και είναι 0,593% σύμφωνα με το Mean Adjusted Return Model. Αντίθετα το χαμηλότερο σημείο εμφανίζεται την έβδομη ημέρα μετά την ανακοίνωση και είναι -0,68% σύμφωνα με Market Model. Παρατηρούμε επίσης ότι το υπόδειγμα του μέσου, δηλαδή το Mean Adjusted Return Model δίνει τα πιο ευνοϊκά αποτελέσματα, αφού από αυτό το υπόδειγμα προκύπτει η πιο υψηλή τιμή και η λιγότερο χαμηλή (-0,594%).

Πιο αναλυτικά, από την αρχή της περιόδου παρατήρησης μέχρι και την ημερομηνία της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, δηλαδή από την ημέρα  $t=-30$  έως και την ημέρα  $t=0$ , οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν θετικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντικές, εκτός από την ημερομηνία της ανακοίνωσης, την ημέρα  $t=0$ , όπου τα θετικά abnormal returns είναι και στατιστικώς σημαντικά, αφού το t-statistic τους είναι πάνω από 1,96, με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Το ίδιο ισχύει και για τις αρνητικές αποδόσεις που εμφανίζονται στις μέρες 7-9 μετά την ανακοίνωση, καθώς και τη δέκατη μέρα, όπου υπάρχει διόρθωση της στατιστικής σημαντικότητας.

Το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων μας για τα AARs μπορούμε να το δούμε στο παρακάτω διάγραμμα, το οποίο συγκρίνει τις στατιστικές ελέγχου των τεσσάρων υποδειγμάτων.



Για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05 βλέπουμε ότι τα αποτελέσματά μας είναι στατιστικώς σημαντικά μόνο την ημέρα της ανακοίνωσης, την έβδομη μέρα και τη δέκατη μέρα μετά την ανακοίνωση. Για τις ημέρες πριν την ανακοίνωση, συγκεκριμένα για τις μέρες από  $t=-4$  και  $t=-2$  όπου εμφανίζονται θετικές πλεονασματικές αποδόσεις, τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,10. Στο πρώτο event window, δηλαδή για τις τριάντα ημέρες πριν την ανακοίνωση, παρουσιάζεται αυξητική τάση των αποδόσεων και στα χρονικά σημεία των ημερών  $t=-30$ ,  $t=-29$ ,  $t=-24$ ,  $t=-15$  έως  $t=-10$ , έχουμε θετικά abnormal returns τα οποία είναι στατιστικώς σημαντικά για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%. Στο δεύτερο event window, δηλαδή στις 30 ημέρες

μετά την ανακοίνωση, παρουσιάζονται στις ημέρες  $t=18$  καθώς και από  $t=24$  έως  $t=28$ , αποτελέσματά τα οποία είναι στατιστικώς σημαντικά, για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας πάλι 10%. Οι υπόλοιπες ημέρες, ειδικά από την  $t=-20$  ημέρα έως και την  $t=7$  ημέρα, (με εξαίρεση την  $t=0$ ), αν και εμφανίζουν θετικά abnormal returns, δεν είναι στατιστικώς σημαντικά.

### **Δ) Ο υπολογισμός των Cumulative Average Abnormal Returns**

#### **(CAAR):**

**I)** Για τον προσδιορισμό των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων, αρχικά σαν πρώτη εκτίμηση, υπολογίσαμε πώς συσσωρεύονται τα μέσα abnormal returns στην κάθε ημέρα του observation period, ξεχωριστά. Με τη βοήθεια των παλινδρομήσεων, χρησιμοποιώντας πάλι και τα τέσσερα υποδείγματα, υπολογίσαμε τα CAARs, τα οποία αποτελούν την αθροιστική απόδοση των μέσων abnormal returns στην ίδια χρονική περίοδο, δηλαδή τριάντα ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης, έως και τριάντα ημέρες μετά την ανακοίνωση. Οι παρακάτω πίνακες, (ένας για κάθε υπόδειγμα), δείχνουν τις τιμές των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων όλων των επιχειρήσεων του δείγματος, που αποτελείται από τις 225 εταιρείες, σε κάθε χρονικό σημείο  $t$  της εξεταζόμενης περιόδου. Έχουμε πάλι υπογραμμίσει στους πίνακες των αποτελεσμάτων του κάθε υποδείγματος, το  $t$  statistic που αντιστοιχεί κάθε φορά στην ημέρα της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, για να επισημάνουμε τη στατιστική σημαντικότητα των μέσων αθροιστικών abnormal returns εκείνης της ημέρας.

## 1) Με βάση το Market Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>CAAR</u>	<u>t statistic των CAAR</u>
-30	-0,003929171	-1,882740971
-29	-0,004801088	-1,626725915
-28	-0,004305468	-1,191103161
-27	-0,003462232	-0,829499009
-26	-0,00658178	-1,410418626
-25	-0,008291523	-1,621990735
-24	-0,011528027	-2,087832444
-23	-0,010306455	-1,746039209
-22	-0,010209578	-1,630708024
-21	-0,009996025	-1,51466647
-20	-0,009233421	-1,334000393
-19	-0,009545277	-1,320345575
-18	-0,009502731	-1,26289261
-17	-0,009775121	-1,25183701
-16	-0,007360271	-0,910621382
-15	-0,006049781	-0,724718538
-14	-0,005758102	-0,669182504
-13	-0,005818737	-0,657176732
-12	-0,003309604	-0,36382198
-11	-0,002125118	-0,227697213
-10	-0,003494405	-0,365387154
-9	-0,003542241	-0,361873236
-8	-0,001918108	-0,191645599
-7	-0,003371678	-0,329784399
-6	-0,005967066	-0,571847878
-5	-0,004741564	-0,445578893
-4	-0,004593363	-0,423583023
-3	-0,002150091	-0,194700687
-2	-0,002672846	-0,237828872
-1	-0,002203684	-0,192787235
0	0,002650083	0,228070058
1	0,00206928	0,175280614
2	0,000602734	0,050275699
3	-0,000566111	-0,046521293
4	0,000202587	0,016408447
5	0,000161052	0,012861887
6	-0,00000613	-0,000482779
7	-0,006810517	-0,52939275
8	-0,009769724	-0,749617421
9	-0,012119572	-0,918220444
10	-0,016208331	-1,21293084
11	-0,016135488	-1,193018429
12	-0,017256456	-1,260976726
13	-0,019185214	-1,385893911
14	-0,017255033	-1,232534872
15	-0,016443009	-1,161694823

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

16	-0,014567219	-1,018163218
17	-0,011675217	-0,807484208
18	-0,01045141	-0,71542895
19	-0,010260819	-0,695323182
20	-0,010569502	-0,709184331
21	-0,010479212	-0,696332481
22	-0,010416601	-0,685610996
23	-0,013534954	-0,882570892
24	-0,013058769	-0,843743775
25	-0,015695016	-1,004980037
26	-0,016982446	-1,077835557
27	-0,016413546	-1,0327093
28	-0,016101248	-1,004438155
29	-0,014611759	-0,903892023
30	-0,014441647	-0,886015841

2) Με βάση το Market Model Corrected:

<u>Event Day (t)</u>	<u>CAAR</u>	<u>t statistic των CAAR</u>
-30	-0,003862605	-1,852316875
-29	-0,004673872	-1,584881367
-28	-0,004064325	-1,125285563
-27	-0,00315078	-0,755479965
-26	-0,006200993	-1,329876035
-25	-0,007913299	-1,549233581
-24	-0,011094771	-2,010963872
-23	-0,00983605	-1,667672087
-22	-0,009643688	-1,541547154
-21	-0,009388323	-1,42371464
-20	-0,008560175	-1,237716666
-19	-0,008816688	-1,22053368
-18	-0,008619078	-1,146368062
-17	-0,008772604	-1,124344655
-16	-0,006339073	-0,78490129
-15	-0,004938414	-0,592055493
-14	-0,00458598	-0,533387273
-13	-0,004503346	-0,50901904
-12	-0,002120724	-0,23331477
-11	-0,000848375	-0,090972053
-10	-0,002168896	-0,226967701
-9	-0,002159152	-0,220753075
-8	-0,000523818	-0,052378264
-7	-0,001872033	-0,183249506
-6	-0,004319281	-0,414263277
-5	-0,003001546	-0,282288571
-4	-0,002818111	-0,260082507
-3	-0,000287238	-0,026031397
-2	-0,000786563	-0,070043799



ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-1	-0,000144841	-0,01268136
0	0,004782571	0,411922468
1	0,004320706	0,366281267
2	0,002865481	0,239207892
3	0,001860583	0,153018676
4	0,002702243	0,219040989
5	0,002664642	0,21297201
6	0,002608851	0,205675896
7	-0,004072672	-0,316827307
8	-0,006841288	-0,525340009
9	-0,009166769	-0,695058274
10	-0,013243461	-0,991846553
11	-0,013056276	-0,966116736
12	-0,014069926	-1,028945873
13	-0,01581697	-1,143488719
14	-0,013890432	-0,992988987
15	-0,013021957	-0,920729989
16	-0,011221393	-0,784933338
17	-0,00825898	-0,571663826
18	-0,007006979	-0,480029227
19	-0,006776246	-0,459556676
20	-0,007051818	-0,473533767
21	-0,00680019	-0,452224742
22	-0,006606989	-0,435211699
23	-0,009719594	-0,634287517
24	-0,00920501	-0,59522046
25	-0,011704632	-0,750064618
26	-0,012926532	-0,8210688
27	-0,012259946	-0,771986121
28	-0,011931169	-0,744889644
29	-0,010340077	-0,640151966
30	-0,010069011	-0,618239622

3) Με βάση το Mean Adjusted Return Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>CAAR</u>	<u>t statistic των CAAR</u>
-30	-0,004009832	-1,523252
-29	-0,006520971	-1,751632044
-28	-0,007670359	-1,68228933
-27	-0,005192417	-0,986245763
-26	-0,007941167	-1,349102422
-25	-0,009645346	-1,49584913
-24	-0,010859924	-1,559277302
-23	-0,009068685	-1,217993351
-22	-0,008012369	-1,014577679
-21	-0,008825892	-1,060240133
-20	-0,007110163	-0,814383247
-19	-0,00762962	-0,836677168

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-18	-0,006206735	-0,653938869
-17	-0,007763067	-0,788160946
-16	-0,006112418	-0,599532951
-15	-0,005932422	-0,563401081
-14	-0,005307676	-0,489018842
-13	-0,005072034	-0,454141818
-12	-0,003930625	-0,342555094
-11	-0,003297212	-0,280077059
-10	-0,00379512	-0,314601986
-9	-0,004939611	-0,400061739
-8	-0,002480789	-0,196504064
-7	-0,004586806	-0,355672525
-6	-0,007194536	-0,546611023
-5	-0,003487971	-0,259855462
-4	-0,004565021	-0,333738666
-3	-0,000538857	-0,038684794
-2	0,000744122	0,052491682
-1	0,000782813	0,054292917
0	0,00671628	0,458240586
1	0,00651009	0,437177304
2	0,004971835	0,328779949
3	0,002575119	0,167765808
4	0,004797049	0,308024862
5	0,002318152	0,146769646
6	0,003894316	0,243206939
7	-0,002046053	-0,126087084
8	-0,005490973	-0,334012394
9	-0,008862594	-0,532324534
10	-0,013999623	-0,830558128
11	-0,014911062	-0,874036441
12	-0,017340508	-1,004553817
13	-0,019766769	-1,132022218
14	-0,018998112	-1,075845199
15	-0,016637744	-0,931882473
16	-0,016146759	-0,894709468
17	-0,013567003	-0,743890351
18	-0,013339953	-0,723938837
19	-0,012134362	-0,651894855
20	-0,014364924	-0,764124038
21	-0,015352959	-0,808790452
22	-0,014850842	-0,774923358
23	-0,017494919	-0,904400211
24	-0,016751474	-0,858059293
25	-0,019170233	-0,97314819
26	-0,01818218	-0,914858931
27	-0,014640196	-0,730261677
28	-0,016667599	-0,824313951
29	-0,017043724	-0,835861819
30	-0,016213246	-0,788588896

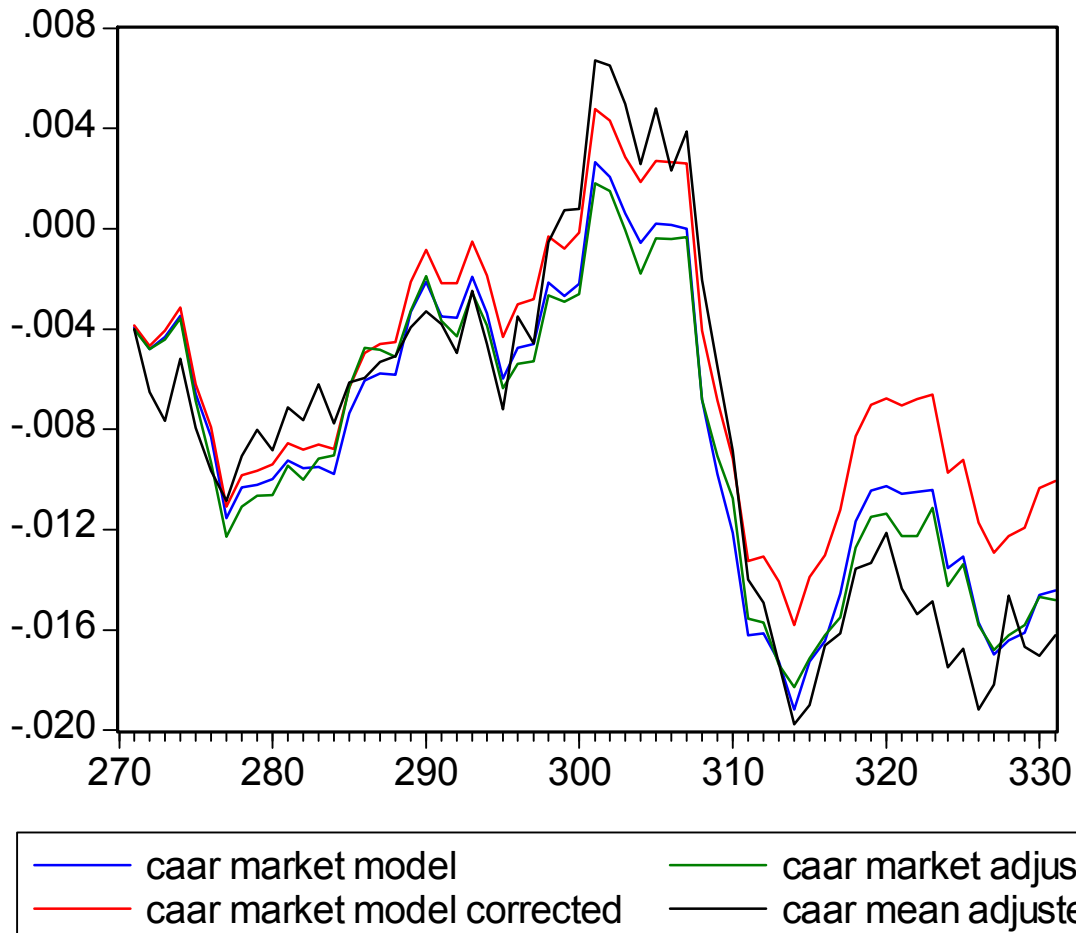
## 4) Με βάση το Market Adjusted Return Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>CAAR</u>	<u>t statistic των CAAR</u>
-30	-0,004016904	-1,926015226
-29	-0,004802223	-1,628154359
-28	-0,004413628	-1,221809131
-27	-0,003565658	-0,854826493
-26	-0,006866018	-1,472272401
-25	-0,009321526	-1,824650407
-24	-0,012285162	-2,226384277
-23	-0,011083683	-1,878916068
-22	-0,010639565	-1,700477387
-21	-0,010613322	-1,609235497
-20	-0,009449368	-1,366075438
-19	-0,010006835	-1,385078459
-18	-0,009170698	-1,219548197
-17	-0,009033395	-1,157591288
-16	-0,006301811	-0,780167791
-15	-0,00473202	-0,567224349
-14	-0,004807649	-0,559083324
-13	-0,005119289	-0,578551018
-12	-0,00325494	-0,358042376
-11	-0,001893561	-0,203017103
-10	-0,003665446	-0,383517749
-9	-0,004293591	-0,438912141
-8	-0,00253603	-0,25354714
-7	-0,003864446	-0,378224648
-6	-0,006347238	-0,608671576
-5	-0,005396651	-0,507464786
-4	-0,005275605	-0,486809036
-3	-0,002640914	-0,239300485
-2	-0,002903344	-0,258504293
-1	-0,00259595	-0,227250015
0	0,001804913	0,155433124
1	0,001497518	0,12693029
2	-0,0000392	-0,003274248
3	-0,001782169	-0,146547246
4	-0,000391416	-0,031722894
5	-0,000420631	-0,033613868

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

6	-0,000330904	-0,026083702
7	-0,006802039	-0,529072978
8	-0,00906188	-0,695751708
9	-0,010743558	-0,814491199
10	-0,015559443	-1,165119272
11	-0,015694142	-1,161130944
12	-0,017373661	-1,270355832
13	-0,01829419	-1,322376434
14	-0,017128319	-1,224268682
15	-0,016220152	-1,146685363
16	-0,015512256	-1,084911434
17	-0,012716489	-0,88006523
18	-0,011475148	-0,786010829
19	-0,011362261	-0,770456343
20	-0,012255858	-0,822861808
21	-0,01225903	-0,815122171
22	-0,011131576	-0,733140087
23	-0,014263387	-0,930666389
24	-0,013385006	-0,865377297
25	-0,015811846	-1,01311049
26	-0,016804939	-1,067253943
27	-0,016220024	-1,021188141
28	-0,015812469	-0,987056316
29	-0,014692164	-0,909449137
30	-0,014800147	-0,908592948

Το παρακάτω διάγραμμα συγκρίνει τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) της κάθε μέρας ξεχωριστά, που προκύπτουν από τα τέσσερα αυτά υποδείγματα:



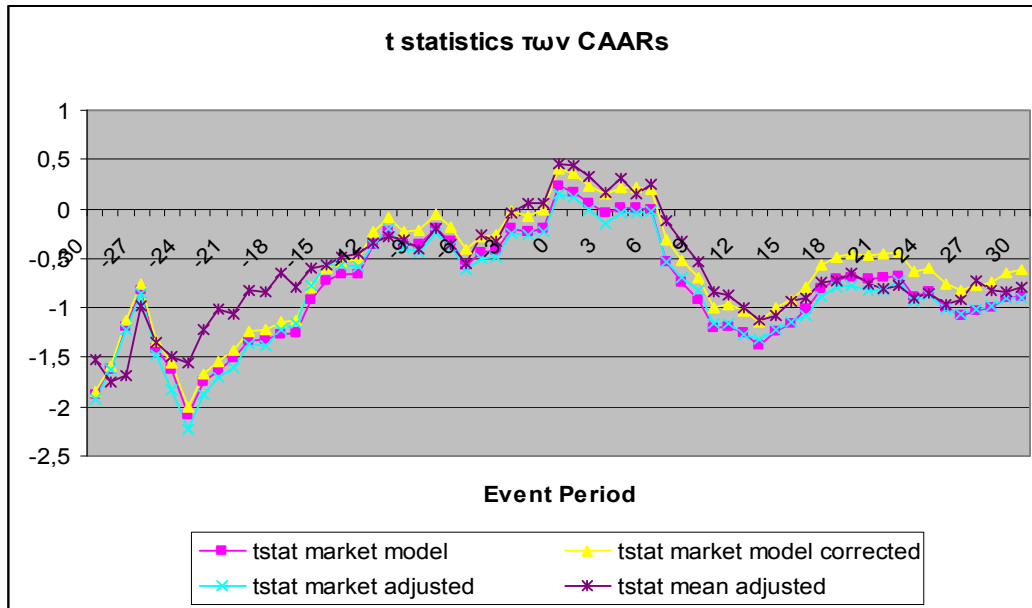
(Παρομοίως και στο διάγραμμα αυτό, η μέρα 300 αντιστοιχεί στην τριακοσιοστή τιμή που πήραμε από την αρχή του estimation period, δηλαδή στο σημείο 0 του event window, την ημέρα της ανακοίνωσης της συγχώνευσης.)

Αυτό που προκύπτει από τα αποτελέσματά μας, είναι ότι τα τέσσερα υποδείγματα που χρησιμοποιήσαμε, συγκλίνουν σε μεγάλο βαθμό όσον αφορά στον υπολογισμό των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων. Βγάζουμε λοιπόν το συμπέρασμα ότι στις ημέρες γύρω από την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, οι αγοράστριες-εταιρείες (bidders) εμφανίζουν θετικά αθροιστικά abnormal returns, με την ημερομηνία της

ανακοίνωσης να αποτελεί το πιο υψηλό σημείο αποδόσεων. Συγκεκριμένα την ημέρα της ανακοίνωσης, σύμφωνα με το Mean Adjusted Return Model, παρουσιάζονται οι μεγαλύτερες σωρευτικές αποδόσεις, με CAAR ύψους +0,6716%. Τα πιθανά κέρδη όμως από αυτές τις θετικές αποδόσεις, που και πάλι δεν είναι πολύ μεγάλα, εξανεμίζονται ακαριαία, αμέσως μετά τη δέκατη μέρα, όπου οι σωρευτικές μέσες αποδόσεις γίνονται αρνητικές και φτάνουν, σύμφωνα με το Mean Adjusted Return Model, στο χαμηλότερο σημείο τους, το -1,976%.

Ο στατιστικός έλεγχος όμως στον οποίο υποβάλαμε τα αποτελέσματά μας, για τις μέσες αθροιστικές πλεονασματικές αποδόσεις, μας δίνει τα περισσότερα αποτελέσματα μη στατιστικά σημαντικά, για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Συγκεκριμένα, βλέπουμε ότι οι μόνες τιμές που είναι στατιστικά σημαντικές, είναι οι αρνητικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις της ημέρας  $t=-24$ , και αυτό δεν ισχύει για το Mean Adjusted Return Model, το οποίο δε δίνει καθόλου στατιστικώς σημαντικές τιμές.

Το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων μας για τα ημερήσια CAARs μπορούμε να το δούμε στο παρακάτω διάγραμμα, το οποίο συγκρίνει τις στατιστικές ελέγχου για τα τέσσερα υποδείγματα.



**II)** Στη συνέχεια, για τον προσδιορισμό μιας καλύτερης εικόνας των αθροιστικών μέσων πλεονασματικών αποδόσεων για την περίοδο της παρατήρησης, υπολογίσαμε τα CAARs για τα δύο event windows που έχουμε ορίσει, για τις τριάντα ημέρες πριν και τις τριάντα ημέρες μετά την ανακοίνωση του γεγονότος. Τα αποτελέσματα για τα CAARs και τα αντίστοιχα t statistic τους, προέκυψαν από τον υπολογισμό των τύπων

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_t \quad \text{και} \quad t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} * S(AAR_t)}$$

Με βάση τις τιμές των abnormal returns του πρώτου υποδείγματος, του Market Model, τα CAAR που προκύπτουν για το πρώτο event window είναι 0,265% και για το δεύτερο event window είναι -1,224%. Με βάση τις τιμές των abnormal returns του δεύτερου υποδείγματος, του Market Model Corrected, τα CAAR που προκύπτουν για το πρώτο event window είναι 0,4783% και για το δεύτερο event window είναι -0,993%. Με βάση τις τιμές των abnormal returns του τρίτου υποδείγματος, του Mean Adjusted Return

Model, τα CAAR που προκύπτουν για το πρώτο event window είναι 0,6717% και για το δεύτερο event window είναι -1,7%. Με βάση τις τιμές των abnormal returns του τέταρτου υποδείγματος, του Market Adjusted Return Model, τα CAAR που προκύπτουν για το πρώτο event window είναι 0,1806% και για το δεύτερο event window είναι -1,221%. Πιο αναλυτικά παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα μας στον πίνακα που ακολουθεί, μαζί με τις αντίστοιχες στατιστικές ελέγχου των αποδόσεων αυτών.

	<b><u>CAAR</u></b>	<b><u>t statistic</u></b>
<b><u>Market Model</u></b>		
event window(-30,0)	0,265%	0,16257
event window(0,30)	-1,224%	-0,75092
<b><u>Market Model</u></b>		
<b><u>Corrected</u></b>		
event window(-30,0)	0,4783%	0,29372
event window(0,30)	-0,993%	-0,60979
<b><u>Mean Adjusted</u></b>		
<b><u>Return Model</u></b>		
event window(-30,0)	0,6717%	0,32676
event window(0,30)	-1,7%	-0,827
<b><u>Market Adjusted</u></b>		
<b><u>Return Model</u></b>		
event window(-30,0)	0,1806%	0,11085
event window(0,30)	-1,221%	-0,74944



Παρατηρούμε λοιπόν ότι και τα αποτελέσματα των αθροιστικών πλεονασματικών αποδόσεων ολόκληρου του κάθε event window, δεν είναι στατιστικά σημαντικά, όπως δεν ήταν και η πλειοψηφία των σωρευτικών αποδόσεων που υπολογίσαμε για την κάθε ημέρα ξεχωριστά. Υπάρχουν θετικές πλεονάζουσες αποδόσεις για το πρώτο event window, οι οποίες όμως γίνονται αρνητικές στο δεύτερο event window και έτσι καταλήγουμε στο γεγονός ότι η στατιστική σημαντικότητα των θετικών αποδόσεων που είχαμε συναντήσει στην ημέρα της ανακοίνωσης, χάνεται στο σύνολο της περιόδου. Άρα δε μπορούμε να μιλήσουμε για σημαντική ύπαρξη θετικών πλεονασματικών αποδόσεων, που θα μπορούσαν μάλιστα να προσφέρουν και περιθώριο κέρδους.

➤ **5.2.2. Δεύτερο δείγμα (51 εταιρείες Holding):**

Για το δεύτερο μικρότερο δείγμα μας, των 51 εταιρειών holding, εφαρμόζουμε ακριβώς την ίδια μεθοδολογία με το πρώτο δείγμα και στόχος μας είναι να διαπιστώσουμε εάν οι ελέγχουσες εταιρείες holding, που σαν κύριο σκοπό λειτουργίας τους, έχουν την δημιουργία ελεγχόμενων θυγατρικών, μέσω της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, δέχονται διαφορετική αντιμετώπιση και αξιολόγηση από την αγορά, με την ανακοίνωση μιας νέας εξαγοράς.

**A) Υπολογισμός των εκτιμητριών  $\alpha$  και  $\beta$  και των  $t$  statistic τους, στις παλινδρομήσεις που τρέξαμε με το Market Model, καθώς και ο υπολογισμός του Συντελεστή Προσδιορισμού  $R^2$  :**

Για τον προσδιορισμό των εκτιμητριών των συντελεστών  $\alpha$  και  $\beta$  του υποδείγματος της αγοράς, χρησιμοποιούμε πάλι και τις 330 τιμές, του estimation period (270 τιμές) και του observation period (60 τιμές) μαζί, και τρέχουμε τη παλινδρομήσεις με το Market Model, για κάθε μία από τις 51 εταιρείες του δείγματος. Έπειτα ελέγχουμε τη στατιστική σημαντικότητά τους με ελέγχους  $t$  statistics και βρίσκουμε τον συντελεστή προσδιορισμού. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που βρήκαμε:

<b><u>Αριθμός Παλινδρομήσεων</u></b>	<b><u>a estimated</u></b>	<b><u>t statistic του a</u></b>	<b><u>b estimated</u></b>	<b><u>t statistic του b</u></b>	<b><u>R<sup>2</sup></u></b>
1	0,000286	0,127147	0,517545	2,649613	0,021971
2	0,0000468	0,01458	0,470531	1,355257	0,003112
3	0,002559	0,871273	0,498062	1,681364	0,006771
4	0,001044	1,006281	0,716798	6,366494	0,128547
5	-0,0000675	-0,05751	1,608678	15,83307	0,482312
6	0,000084	0,026076	0,450653	1,287902	0,002452
7	-0,0000776	-0,08785	1,20755	27,38579	0,736475
8	0,003498	3,172712	0,73116	5,540594	0,099759
9	0,0000421	0,035696	1,145107	12,37349	0,362061
10	0,000868	0,503238	1,29747	13,7336	0,41178
11	0,002071	2,085727	0,431208	3,72197	0,045764
12	-0,00116	-0,70895	0,580101	4,298041	0,061208
13	0,000691	0,690894	0,607442	5,888365	0,11162
14	-0,00104	-1,09045	1,298291	12,3135	0,359805
15	-0,00169	-1,84132	0,694077	13,38142	0,399187
16	0,000315	0,204579	1,123065	17,60967	0,53561
17	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
18	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
19	-0,00073	-0,80768	0,631005	6,388097	0,129327
20	-0,0025	-1,86792	0,736491	10,88335	0,304704
21	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
22	0,002071	2,085727	0,431208	3,72197	0,045764
23	-0,0000675	-0,05751	1,608678	15,83307	0,482312
24	-0,00133	-1,11925	1,321649	14,97274	0,454378
25	0,00119	1,165134	0,62198	5,320803	0,092482
26	0,002038	1,705784	1,323185	9,567824	0,252531

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

27	0,001803	1,751383	0,460435	3,860073	0,049309
28	0,001052	0,671158	1,124218	14,86089	0,450646
29	-0,00249	-2,18785	1,260068	11,49129	0,328405
30	-0,00056	-0,36202	0,889249	4,958113	0,080879
31	-0,00214	-1,77178	1,253964	9,596122	0,25366
32	0,000337	0,445064	0,651484	10,13176	0,274995
33	-0,00044	-0,35752	1,374655	9,128921	0,235023
34	-0,0025	-1,86792	0,736491	10,88335	0,304704
35	0,002897	2,073574	1,554539	14,26613	0,43042
36	-0,00164	-0,93526	1,488287	16,62416	0,506775
37	0,002349	2,208252	0,376761	3,033321	0,029692
38	0,002059	2,145764	0,898219	11,07225	0,312106
39	0,002071	2,085727	0,431208	3,72197	0,045764
40	0,001064	1,115596	0,658653	7,943905	0,188139
41	0,001437	1,168099	1,663273	15,42064	0,469093
42	-0,00164	-1,38378	0,910412	14,59458	0,441669
43	-0,00097	-0,41164	0,783307	4,494827	0,066864
44	-0,00015	-0,08591	1,323934	16,26015	0,495665
45	0,001689	1,363084	0,577197	5,051984	0,083831
46	-0,00116	-0,70895	0,580101	4,298041	0,061208
47	0,001988	1,664724	1,319042	9,562848	0,252332
48	-0,00166	-1,23034	1,565955	13,38361	0,399266
49	-0,00154	-1,06257	1,603356	20,9019	0,619258
50	-0,0000124	-0,00383	0,552803	1,521101	0,004878
51	-0,0000124	-0,00383	0,552803	1,521101	0,004878

Παρατηρούμε ότι για τις περισσότερες παλινδρομήσεις, η εκτιμήτρια του συντελεστή beta είναι στατιστικώς σημαντική, αφού η πλειοψηφία των τιμών, είναι πάνω από 1,96 για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Συγκεκριμένα οι μόνες τιμές του  $\beta$  που δεν είναι στατιστικά σημαντικές, είναι 5 στο σύνολο των 51 παλινδρομήσεων (9,8%), που αποτελεί ένα σχετικά μικρό ποσοστό, το οποίο δεν είναι ικανό να αμφισβητήσει το γεγονός ότι ο συντελεστής του κινδύνου ερμηνεύει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων, στη διαδικασία μιας εξαγοράς από εταιρεία holding. Το αντίστοιχο ποσοστό ήταν μικρότερο για το μεγαλύτερο δείγμα (4,9%), γεγονός που θα μπορούσε ίσως να ερμηνευτεί με τη σκέψη ότι επειδή οι εταιρείες holding έχουν σαν βασική τους δραστηριότητα την δημιουργία θυγατρικών μέσω πολλαπλών εξαγορών, έχουν και καλύτερη προβλεπτική

ικανότητα των αναλαμβανόμενων κινδύνων, σε σχέση με μια εταιρεία που το επιχειρεί για πρώτη φορά. Αυτή η παράμετρος θα μπορούσε να εξηγήσει σε ένα ποσοστό γιατί ο συστηματικός κίνδυνος ερμηνεύει σε μικρότερο βαθμό την αντίδραση της αγοράς και τις μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων στην ανακοίνωση μιας εξαγοράς από holding εταιρεία σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Τέλος, ισχύει και σε αυτή τη περίπτωση ότι οι τιμές της εκτιμήτριας του  $a_{jt}$ , για την πλειοψηφία των παλινδρομήσεων είναι μη στατιστικά σημαντικές, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05.

**B) Ο υπολογισμός των εκτιμητριών  $a$  και  $\beta$  και των  $t$  statistic τους, στις παλινδρομήσεις που τρέξαμε με το Market Model Corrected, καθώς και ο υπολογισμός του Συντελεστή Προσδιορισμού**

**$R^2$ :**

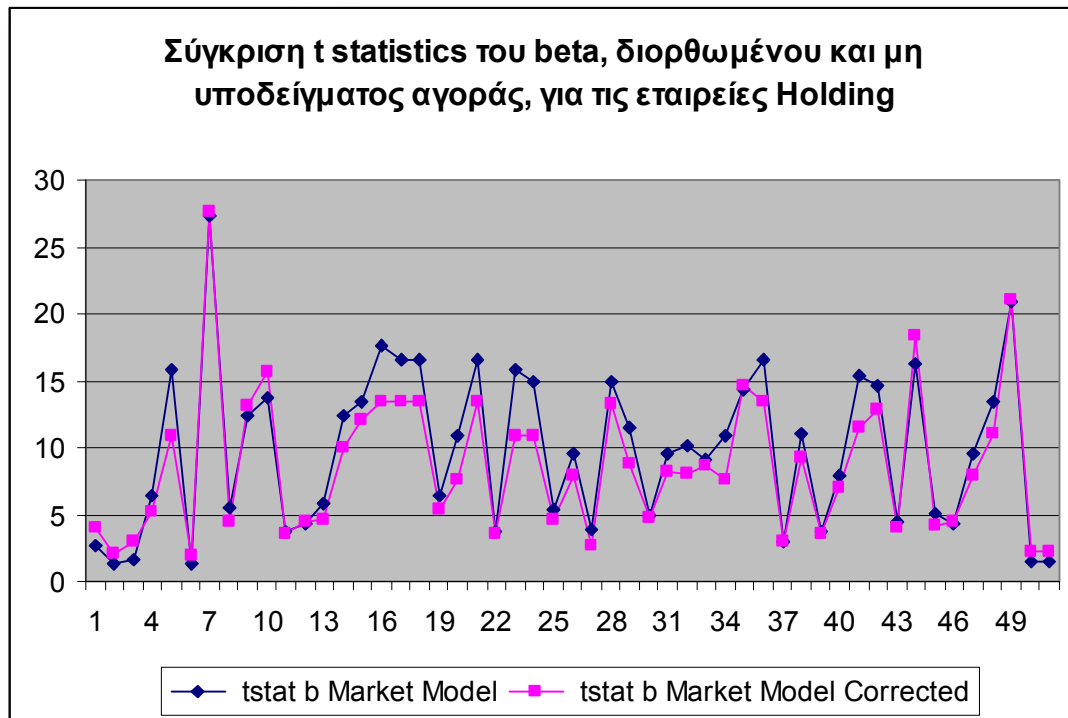
Ομοίως, χρησιμοποιώντας το μετασχηματισμένο μοντέλο του υποδείγματος της αγοράς, τρέχουμε τις 51 παλινδρομήσεις με τις 330 τιμές και υπολογίζουμε τις εκτιμήτριες των συντελεστών  $a$  και  $\beta$ , τις στατιστικές ελέγχου τους και τον συντελεστή προσδιορισμού.

<b><u>Αριθμός Παλινδρομήσεων</u></b>	<b><u>a estimated</u></b>	<b><u>t statistic του a</u></b>	<b><u>b estimated</u></b>	<b><u>t statistic του b</u></b>	<b><u><math>R^2</math></u></b>
1	0,000286	0,116208	0,517545	3,957529	0,021971
2	4,68E-05	0,011886	0,470531	2,086917	0,003112
3	0,002559	0,726659	0,498062	2,962373	0,006771
4	0,001044	1,201902	0,716798	5,218439	0,128547
5	-0,0000675	-0,05308	1,608678	10,95149	0,482312
6	0,000084	0,021242	0,450653	1,973155	0,002452
7	-0,0000776	-0,07462	1,20755	27,62274	0,736475
8	0,003498	2,696411	0,73116	4,431363	0,099759
9	0,0000421	0,034973	1,145107	13,20508	0,362061

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

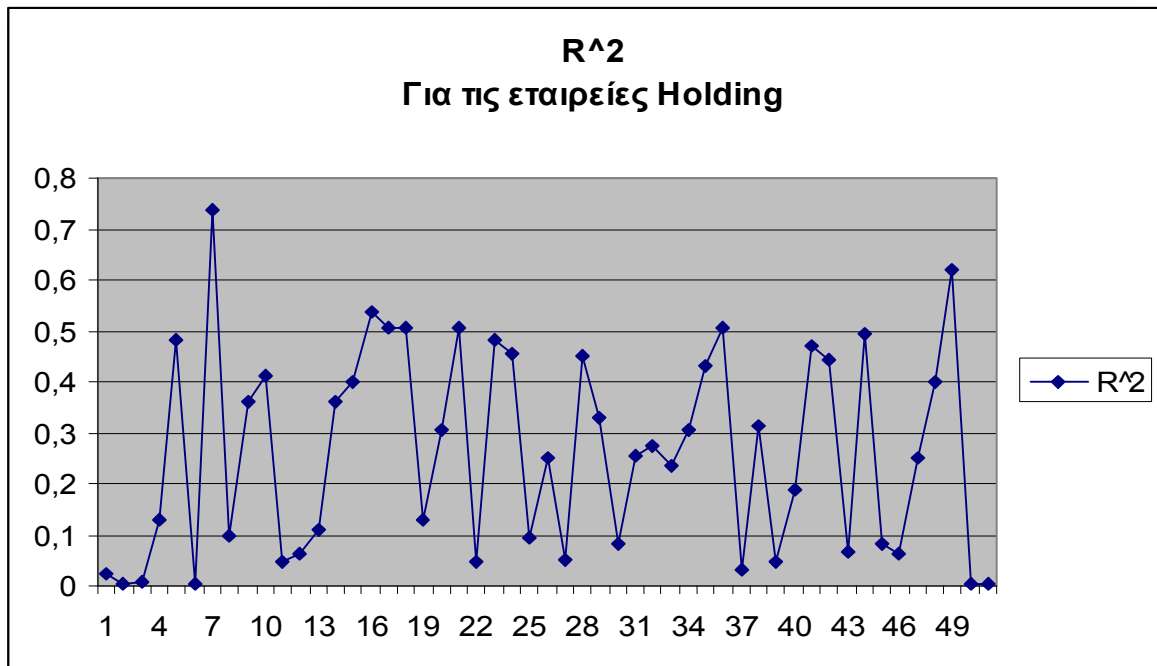
10	0,000868	0,47387	1,29747	15,73256	0,41178
11	0,002071	2,012695	0,431208	3,525402	0,045764
12	-0,00116	-0,70887	0,580101	4,487114	0,061208
13	0,000691	0,776919	0,607442	4,641108	0,11162
14	-0,00104	-0,92918	1,298291	10,05971	0,359805
15	-0,00169	-1,82728	0,694077	12,10474	0,399187
16	0,000315	0,204464	1,123065	13,43556	0,53561
17	-0,00164	-0,96003	1,488287	13,47716	0,506775
18	-0,00164	-0,96003	1,488287	13,47716	0,506775
19	-0,00073	-0,78717	0,631005	5,320621	0,129327
20	-0,0025	-1,84704	0,736491	7,664785	0,304704
21	-0,00164	-0,96003	1,488287	13,47716	0,506775
22	0,002071	2,012695	0,431208	3,525402	0,045764
23	-0,0000675	-0,05308	1,608678	10,95149	0,482312
24	-0,00133	-1,14041	1,321649	10,93068	0,454378
25	0,00119	1,418328	0,62198	4,618533	0,092482
26	0,002038	1,642974	1,323185	7,854139	0,252531
27	0,001803	1,298658	0,460435	2,627879	0,049309
28	0,001052	0,569715	1,124218	13,35364	0,450646
29	-0,00249	-2,54404	1,260068	8,855089	0,328405
30	-0,00056	-0,38214	0,889249	4,704886	0,080879
31	-0,00214	-1,49407	1,253964	8,220802	0,25366
32	0,000337	0,401646	0,651484	8,093898	0,274995
33	-0,00044	-0,36957	1,374655	8,678342	0,235023
34	-0,0025	-1,84704	0,736491	7,664785	0,304704
35	0,002897	1,965585	1,554539	14,56797	0,43042
36	-0,00164	-0,96003	1,488287	13,47716	0,506775
37	0,002349	2,042362	0,376761	2,929739	0,029692
38	0,002059	2,056991	0,898219	9,278603	0,312106
39	0,002071	2,012695	0,431208	3,525402	0,045764
40	0,001064	0,983916	0,658653	6,999548	0,188139
41	0,001437	1,11087	1,663273	11,53429	0,469093
42	-0,00164	-1,08828	0,910412	12,79362	0,441669
43	-0,00097	-0,40114	0,783307	4,045624	0,066864
44	-0,00015	-0,0791	1,323934	18,32504	0,495665
45	0,001689	1,040069	0,577197	4,200404	0,083831
46	-0,00116	-0,70887	0,580101	4,487114	0,061208
47	0,001988	1,596329	1,319042	7,861527	0,252332
48	-0,00166	-1,35232	1,565955	11,06146	0,399266
49	-0,00154	-1,04985	1,603356	20,99305	0,619258
50	-0,0000124	-0,00312	0,552803	2,287341	0,004878
51	-0,0000124	-0,00312	0,552803	2,287341	0,004878

Στον παρακάτω πίνακα συγκρίνουμε τα αποτελέσματα των t statistics του συντελεστή  $\beta$  που βρήκαμε, για κάθε ένα από τα δύο υποδείγματα που εκτιμήσαμε:



Με τη χρήση του μετασχηματισμένου υποδείγματος της αγοράς, για την εύρεση των εκτιμητριών  $\alpha$  και  $\beta$ , με το οποίο εξαλείψαμε την πιθανότητα των μη υγιών σφαλμάτων, αποκτήσαμε απόλυτα ακριβείς τιμές των t statistics, τα οποία είναι στατιστικώς σημαντικά, στο 100% του δείγματος. Δεν ισχύει όμως το ίδιο και με τη στατιστική σημαντικότητα της εκτιμήτριας του συντελεστή  $\alpha$ , η οποία υποδηλώνει άλλη μια φορά ότι ο σταθερός όρος δεν συντελεί στην ερμηνεία των μεταβολών του  $E(R_{jt})$ .

Το επόμενο διάγραμμα δείχνει τις τιμές που παίρνει ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$ , για τις 51 παλινδρομήσεις που τρέξαμε με τα Υποδείγματα της Αγοράς, διορθωμένο και μη, οι οποίες είναι ίδιες και στα τα δύο.



Παρατηρούμε ότι στις holding εταιρείες, ο μέσος γύρω από τον οποίο κινούνται οι περισσότερες τιμές του συντελεστή προσδιορισμού είναι κάτω από το 0,5 στο οποίο βρισκόταν το προηγούμενο δείγμα των υπόλοιπων επιχειρήσεων. Αυτό σημαίνει, ότι η απόδοση της αγοράς μέσω του συντελεστή του  $R_{mt}$ , ερμηνεύει σε μικρότερο βαθμό, για αυτές τις εταιρείες, την μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων της κάθε αγοράστριας-εταιρείας.

### **Γ) Ο υπολογισμός των Average Abnormal Returns (AAR):**

Για το μικρότερο αυτό δείγμα των εταιρειών holding, ακολουθούμε ακριβώς την ίδια διαδικασία που περιγράψαμε πιο πάνω για το μεγάλο δείγμα. Οι παρακάτω πίνακες, (ένας για κάθε ένα από τα τέσσερα υποδείγματα), δείχνουν τις τιμές των μέσων μη κανονικών αποδόσεων όλων των επιχειρήσεων του δείγματος, που αποτελείται από τις 51 εταιρείες, με τα  $t$

statistics τους, σε κάθε χρονικό σημείο  $t$  της εξεταζόμενης περιόδου (observation period), δηλαδή για τριάντα ημέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης του γεγονότος που μελετάμε, και για τριάντα ημέρες μετά την ανακοίνωση, στην περίοδο μεταξύ 1ης Ιανουαρίου του 2000 μέχρι και το Μάιο του 2009. Έχουμε πάλι υπογραμμίσει στους πίνακες των αποτελεσμάτων του κάθε υποδείγματος, το  $t$  statistic που αντιστοιχεί κάθε φορά στην ημέρα της ανακοίνωσης, για να προσδιορίσουμε τη στατιστική σημαντικότητα των μέσω abnormal returns εκείνης της ημέρας.

1) Με βάση το Market Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>AAR</u>	<u>t statistic</u>
-30	-0,00646	-1,454369
-29	-0,01045	-2,351435
-28	-0,00232	-0,520891
-27	-0,00236	-0,530083
-26	-0,00665	-1,495218
-25	0,002446	0,550271
-24	-0,005	-1,124775
-23	-0,00356	-0,799883
-22	-0,00664	-1,493628
-21	-0,00291	-0,653608
-20	0,001021	0,229706
-19	0,0031	0,697451
-18	0,001941	0,436696
-17	0,000587	0,131969
-16	0,001685	0,379121
-15	0,001146	0,257890
-14	-0,00443	-0,996364
-13	0,00106	0,238474
-12	0,005223	1,174903
-11	0,001066	0,239738
-10	-0,00136	-0,305432
-9	0,000827	0,186135
-8	0,003505	0,788567
-7	-0,00089	-0,201062
-6	-0,00177	-0,397922
-5	0,002448	0,550789
-4	0,001155	0,259909
-3	0,001099	0,247198



ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-2	0,004104	0,923183
-1	-0,00017	-0,038998
0	0,03195	7,187833
1	-0,00384	-0,863182
2	-0,00555	-1,248969
3	-0,00524	-1,179322
4	-0,00807	-1,814711
5	-0,00484	-1,089421
6	-0,00513	-1,153651
7	-0,0021	-0,472650
8	-0,00247	-0,554979
9	0,000561	0,126221
10	-0,00238	-0,536442
11	0,003508	0,789127
12	-0,00623	-1,401396
13	-0,00408	-0,918411
14	0,001172	0,263678
15	-0,00167	-0,376471
16	-0,00085	-0,190278
17	-0,00123	-0,277825
18	-0,00219	-0,493657
19	-0,00314	-0,707490
20	-0,00348	-0,783900
21	0,002084	0,468775
22	0,007011	1,577258
23	-0,00712	-1,602381
24	0,001888	0,424781
25	0,001693	0,380908
26	-0,00264	-0,593082
27	0,002532	0,569653
28	0,001842	0,414456
29	0,007525	1,692812
30	-3,79E-05	-0,008524

2) Με βάση το Market Model Corrected:

<u>Event Day (t)</u>	<u>AAR</u>	<u>t statistic</u>
-30	-0,00645	-1,454713
-29	-0,01056	-2,381530
-28	-0,0019	-0,428808
-27	-0,00216	-0,487495
-26	-0,00656	-1,479092
-25	0,002049	0,462238
-24	-0,00505	-1,138420
-23	-0,0038	-0,857642
-22	-0,00651	-1,468408
-21	-0,00274	-0,617095
-20	0,001001	0,225947

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-19	0,002832	0,639018
-18	0,002396	0,540514
-17	0,001062	0,239621
-16	0,001216	0,274431
-15	0,001134	0,255767
-14	-0,00444	-1,001751
-13	0,001766	0,398497
-12	0,004298	0,969641
-11	0,001092	0,246442
-10	-0,00158	-0,357355
-9	0,000608	0,137253
-8	0,003147	0,710126
-7	-0,0008	-0,180953
-6	-0,00168	-0,378862
-5	0,002564	0,578509
-4	0,000981	0,221238
-3	0,001102	0,248633
-2	0,003706	0,836103
-1	7,26E-05	0,016385
0	0,031972	7,213567
1	-0,00371	-0,837085
2	-0,00584	-1,316789
3	-0,00493	-1,112059
4	-0,00779	-1,757107
5	-0,00516	-1,164244
6	-0,00518	-1,169085
7	-0,00212	-0,478763
8	-0,0022	-0,497329
9	0,000302	0,068223
10	-0,00268	-0,605304
11	0,00338	0,762582
12	-0,00626	-1,412763
13	-0,00402	-0,907198
14	0,000931	0,210096
15	-0,00175	-0,394842
16	-0,0013	-0,293936
17	-0,00115	-0,260461
18	-0,00234	-0,526944
19	-0,0032	-0,721596
20	-0,00347	-0,783197
21	0,002456	0,554055
22	0,007003	1,580095
23	-0,00743	-1,677405
24	0,001883	0,424956
25	0,001649	0,371981
26	-0,00271	-0,610622
27	0,002526	0,569903
28	0,001616	0,364580
29	0,007519	1,696496
30	0,000275	0,062066

## 3) Με βάση το Mean Adjusted Return Model:

<b>Event Day (t)</b>	<b>AAR</b>	<b>t statistic</b>
-30	-0,00531	-1,002748
-29	-0,01389	-2,622951
-28	-0,00257	-0,484541
-27	0,004156	0,785016
-26	-0,00445	-0,840684
-25	0,001647	0,311173
-24	-0,00139	-0,263390
-23	-0,00083	-0,157636
-22	-0,00407	-0,768869
-21	-0,00648	-1,223906
-20	0,000237	0,044746
-19	0,00373	0,704561
-18	0,00736	1,390223
-17	0,000109	0,020661
-16	0,001915	0,361692
-15	0,000872	0,164688
-14	-0,0025	-0,471952
-13	0,002432	0,459310
-12	0,007337	1,385737
-11	0,002734	0,516436
-10	-0,00145	-0,273871
-9	0,001139	0,215222
-8	0,005276	0,996533
-7	-0,00063	-0,119085
-6	-0,00106	-0,200261
-5	0,00371	0,700745
-4	0,000554	0,104602
-3	-0,00026	-0,048800
-2	0,005973	1,128275
-1	0,000159	0,030026
0	0,033406	<b>6,309851</b>
1	-0,00571	-1,077615
2	-0,00242	-0,456437
3	-0,00458	-0,865097
4	-0,0038	-0,718527
5	-0,00431	-0,814875
6	-0,0036	-0,680380
7	-0,00159	-0,299582
8	-0,00048	-0,089745
9	0,001671	0,315648
10	-0,00666	-1,257363
11	0,002251	0,425189
12	-0,00544	-1,027155
13	-0,00622	-1,174172
14	-0,00393	-0,741746
15	4,29E-05	0,008110
16	-0,00221	-0,417607

17	0,001008	0,190392
18	-0,00274	-0,517337
19	-0,00205	-0,388123
20	-0,00799	-1,509500
21	0,000507	0,095812
22	0,008293	1,566424
23	-0,01097	-2,072431
24	0,001112	0,210005
25	0,002485	0,469306
26	0,000354	0,066876
27	0,005182	0,978756
28	0,001677	0,316738
29	0,00688	1,299433
30	-0,00067	-0,126537

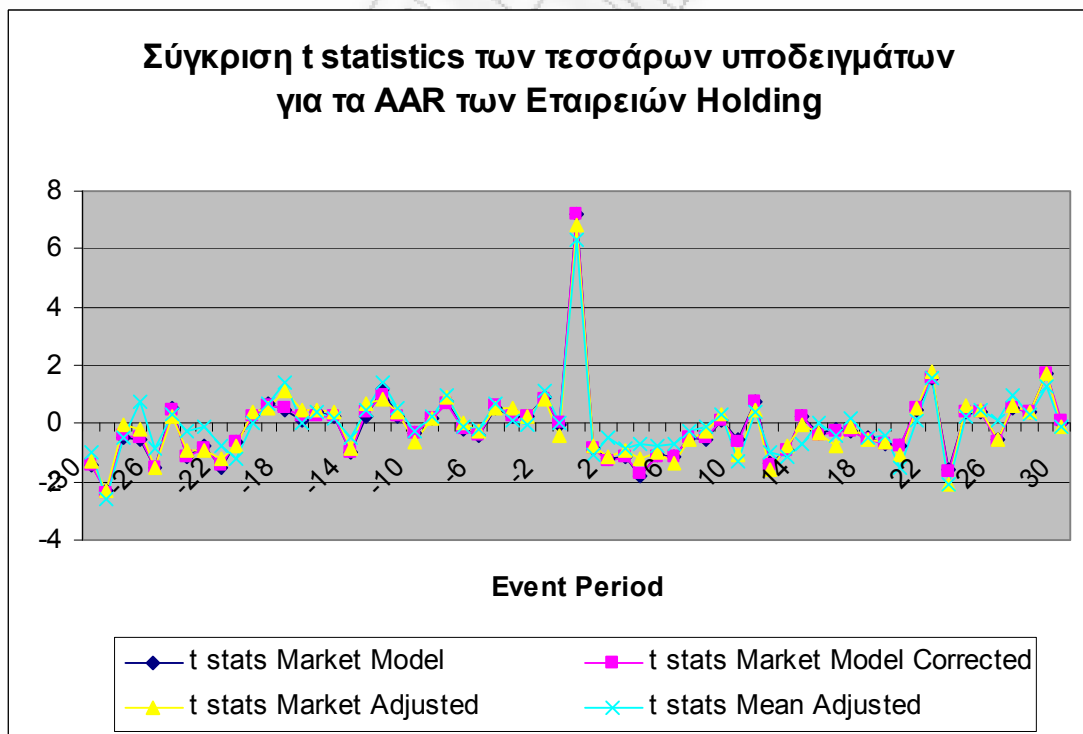
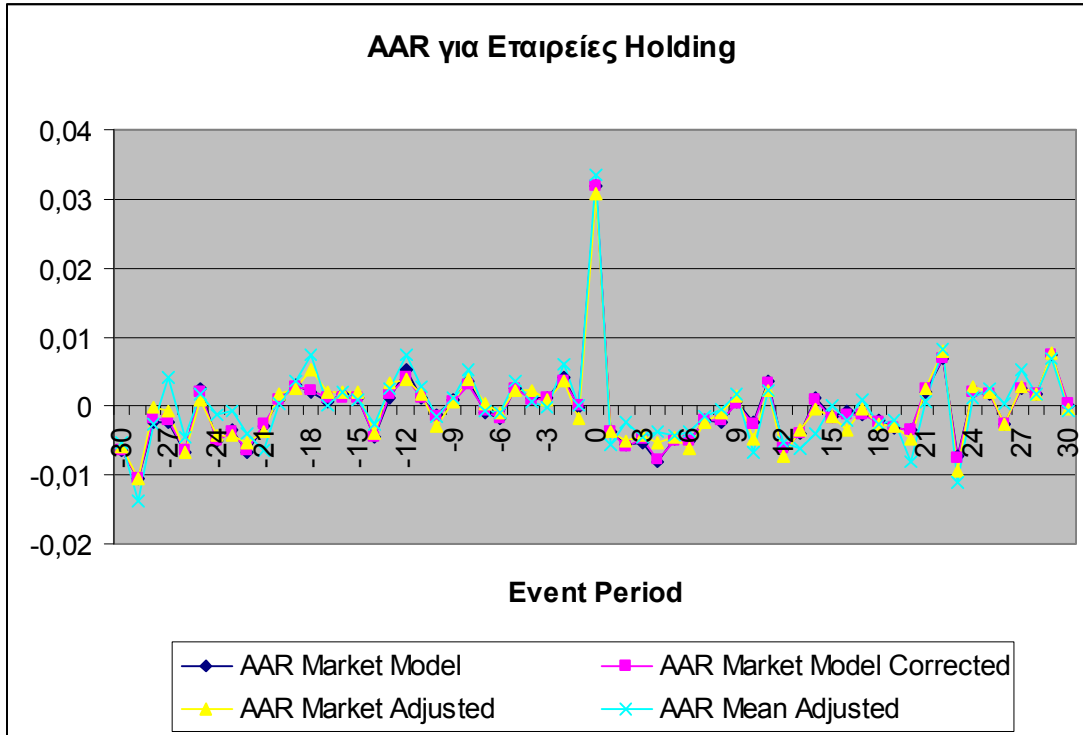
## 4) Με βάση το Market Adjusted Return Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>AAR</u>	<u>t statistic</u>
-30	-0,00587	-1,304496
-29	-0,01045	-2,319954
-28	-0,00031	-0,067744
-27	-0,00084	-0,185675
-26	-0,00677	-1,504054
-25	0,00102	0,226552
-24	-0,00412	-0,914935
-23	-0,00422	-0,938032
-22	-0,0054	-1,199750
-21	-0,00363	-0,806305
-20	0,001738	0,385949
-19	0,002452	0,544653
-18	0,005141	1,141709
-17	0,002037	0,452370
-16	0,002007	0,445795
-15	0,001871	0,415467
-14	-0,00394	-0,874395
-13	0,003222	0,715652
-12	0,003769	0,837179
-11	0,001654	0,367402
-10	-0,00277	-0,614244
-9	0,00062	0,137727
-8	0,003998	0,887951
-7	0,000273	0,060667
-6	-0,0011	-0,243270
-5	0,002253	0,500448
-4	0,0023	0,510863
-3	0,000956	0,212310
-2	0,003621	0,804142
-1	-0,00187	-0,416115

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

0	0,030646	6,806400
1	-0,00357	-0,793981
2	-0,00509	-1,129787
3	-0,00433	-0,962709
4	-0,00538	-1,194554
5	-0,00459	-1,019033
6	-0,00617	-1,369785
7	-0,00242	-0,538510
8	-0,00113	-0,250065
9	0,001332	0,295855
10	-0,00467	-1,038002
11	0,002142	0,475789
12	-0,00721	-1,601634
13	-0,00347	-0,771550
14	-0,00036	-0,079436
15	-0,00167	-0,371249
16	-0,00349	-0,775264
17	-0,00058	-0,128294
18	-0,00259	-0,575480
19	-0,00298	-0,662581
20	-0,0047	-1,043798
21	0,002536	0,563334
22	0,007966	1,769270
23	-0,00946	-2,100630
24	0,002803	0,622611
25	0,001971	0,437764
26	-0,00267	-0,593586
27	0,002873	0,637989
28	0,001814	0,402832
29	0,0078	1,732363
30	-0,00049	-0,107789

Τα παρακάτω δύο διαγράμματα συγκρίνουν, το πρώτο τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AAR) που προκύπτουν από τα τέσσερα αυτά υποδείγματα για τις εταιρείες Holding και το δεύτερο τις αντίστοιχες στατιστικές ελέγχου t statistics των μέσων μη κανονικών αποδόσεων των εταιρειών Holding :



Το συμπέρασμα που προκύπτει από την μελέτη των δύο αυτών διαγραμμάτων, είναι ότι σε αντίθεση με το μεγάλο δείγμα των υπόλοιπων εταιρειών, οι εταιρείες holding δεν εμφανίζουν έντονες μεταβολές στις τιμές των πλεονασματικών αποδόσεων πριν και μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Υπάρχει ένα αρκετά υψηλό σημείο απόδοσης την ημέρα της ανακοίνωσης, όπου τα AARs φτάνουν το 3,3406% με βάση το Mean Adjusted Return Model, σε αντίθεση με το πολύ χαμηλότερο σημείο κορύφωσης του πρώτου δείγματος που έφτανε το 0,593%. Τα θετικά αποτελέσματα όμως, από την απότομη αύξηση της απόδοσης, εξαφανίζονται ακαριαία την αμέσως επόμενη μέρα, διότι όλες οι υπόλοιπες μέρες έχουν σχεδόν μηδενικές αποδόσεις. Αυτή η αυξομείωση της απόδοσης είναι πιο απότομη στις εταιρείες holding από ότι στις υπόλοιπες εταιρείες, ενώ για την υπόλοιπη διάρκεια του observation period οι διακύμανση των αποδόσεων είναι αρκετά σταθερή, ειδικά σε σχέση με τις εταιρείες του μεγάλου δείγματος. Όσον αφορά στη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων αυτών, φαίνεται ότι οι περισσότερες τιμές δεν είναι στατιστικά σημαντικές, καθώς μόνο οι αποδόσεις για τις ημέρες  $t=-29$ ,  $t=0$  και  $t=23$  είναι στατιστικώς σημαντικές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05. Αν ελέγξουμε όμως και σε μικρότερο επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,10, θα δούμε ότι οι αποδόσεις των ημερών  $t=-30$ ,  $t=-26$ ,  $t=-18$ ,  $t=10$ ,  $t=20$  έως  $t=23$  και  $t=29$  είναι στατιστικά σημαντικές.

**Δ) Ο υπολογισμός των Cumulative Average Abnormal Returns**

**(CAAR):**

**I)** Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζουμε τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών holding, σαν πρώτη εκτίμηση, όπως συσσωρεύονται τα μέσα abnormal returns στην κάθε ημέρα του observation period ξεχωριστά, με βάση τις παλινδρομήσεις των τεσσάρων υποδειγμάτων:

1) Με βάση το Market Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>CAAR</u>	<u>t statistic</u>
-30	-0,00646	-1,45437
-29	-0,01692	-2,69111
-28	-0,01923	-2,49802
-27	-0,02159	-2,42839
-26	-0,02824	-2,8407
-25	-0,02579	-2,36854
-24	-0,03079	-2,61797
-23	-0,03434	-2,73169
-22	-0,04098	-3,07334
-21	-0,04389	-3,12231
-20	-0,04287	-2,90775
-19	-0,03977	-2,58262
-18	-0,03783	-2,36018
-17	-0,03724	-2,23906
-16	-0,03555	-2,06525
-15	-0,03441	-1,9352
-14	-0,03884	-2,11907
-13	-0,03778	-2,00316
-12	-0,03255	-1,68019
-11	-0,03149	-1,58404
-10	-0,03285	-1,61251
-9	-0,03202	-1,53576
-8	-0,02851	-1,33757
-7	-0,02941	-1,35045
-6	-0,03118	-1,40275
-5	-0,02873	-1,26749
-4	-0,02757	-1,19378
-3	-0,02647	-1,12555
-2	-0,02237	-0,93454
-1	-0,02254	-0,92596
0	0,009406	0,380074
1	0,00557	0,221498
2	1,78E-05	0,000698



ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

3	-0,00522	-0,20156
4	-0,01329	-0,50541
5	-0,01813	-0,67991
6	-0,02326	-0,86032
7	-0,02536	-0,92559
8	-0,02783	-1,00252
9	-0,02727	-0,96995
10	-0,02965	-1,04183
11	-0,02615	-0,90758
12	-0,03237	-1,11068
13	-0,03646	-1,23644
14	-0,03528	-1,18332
15	-0,03696	-1,22589
16	-0,0378	-1,24054
17	-0,03904	-1,26765
18	-0,04123	-1,32517
19	-0,04438	-1,4119
20	-0,04786	-1,50776
21	-0,04578	-1,42819
22	-0,03877	-1,198
23	-0,04589	-1,40491
24	-0,044	-1,3348
25	-0,04231	-1,27193
26	-0,04495	-1,33928
27	-0,04241	-1,25288
28	-0,04057	-1,18826
29	-0,03305	-0,95978
30	-0,03308	-0,95297

2) Με βάση το Market Model Corrected:

<b>Event Day (t)</b>	<b>CAAR</b>	<b>t statistic</b>
-30	-0,00645	-1,45471
-29	-0,017	-2,71263
-28	-0,0189	-2,46243
-27	-0,02106	-2,37627
-26	-0,02762	-2,78687
-25	-0,02557	-2,35535
-24	-0,03062	-2,61091
-23	-0,03442	-2,74551
-22	-0,04093	-3,07796
-21	-0,04366	-3,11515
-20	-0,04266	-2,90205
-19	-0,03983	-2,59403
-18	-0,03743	-2,34236
-17	-0,03637	-2,19311
-16	-0,03515	-2,04789
-15	-0,03402	-1,91892

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ HOLDING ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

-14	-0,03846	-2,10458
-13	-0,03669	-1,95136
-12	-0,0324	-1,67686
-11	-0,0313	-1,5793
-10	-0,03289	-1,61922
-9	-0,03228	-1,55273
-8	-0,02913	-1,37053
-7	-0,02993	-1,37861
-6	-0,03161	-1,42653
-5	-0,02905	-1,28537
-4	-0,02807	-1,21876
-3	-0,02697	-1,14981
-2	-0,02326	-0,97456
-1	-0,02319	-0,95518
0	0,008784	0,355943
1	0,005074	0,20236
2	-0,00076	-0,02995
3	-0,00569	-0,22023
4	-0,01348	-0,51406
5	-0,01864	-0,70091
6	-0,02382	-0,88357
7	-0,02594	-0,94953
8	-0,02815	-1,01692
9	-0,02784	-0,99334
10	-0,03053	-1,07568
11	-0,02715	-0,94513
12	-0,03341	-1,14952
13	-0,03743	-1,27315
14	-0,0365	-1,2276
15	-0,03825	-1,2724
16	-0,03955	-1,30167
17	-0,04071	-1,32563
18	-0,04304	-1,38731
19	-0,04624	-1,47542
20	-0,04971	-1,57055
21	-0,04726	-1,47855
22	-0,04025	-1,24749
23	-0,04769	-1,46415
24	-0,0458	-1,39348
25	-0,04415	-1,33127
26	-0,04686	-1,40042
27	-0,04433	-1,31346
28	-0,04272	-1,25482
29	-0,0352	-1,0253
30	-0,03492	-1,00892

## 3) Με βάση το Mean Adjusted Return Model:

<u>Event Day (t)</u>	<u>CAAR</u>	<u>t statistic</u>
-30	-0,00531	-1,00275
-29	-0,0192	-2,56376
-28	-0,02176	-2,37305
-27	-0,0176	-1,66261
-26	-0,02206	-1,86305
-25	-0,02041	-1,57369
-24	-0,0218	-1,5565
-23	-0,02264	-1,51171
-22	-0,02671	-1,68154
-21	-0,03319	-1,98228
-20	-0,03295	-1,87654
-19	-0,02922	-1,59326
-18	-0,02186	-1,14518
-17	-0,02175	-1,098
-16	-0,01984	-0,96738
-15	-0,01896	-0,89549
-14	-0,02146	-0,98322
-13	-0,01903	-0,84726
-12	-0,01169	-0,50675
-11	-0,00896	-0,37844
-10	-0,01041	-0,42908
-9	-0,00927	-0,37333
-8	-0,00399	-0,15733
-7	-0,00463	-0,17833
-6	-0,00569	-0,21478
-5	-0,00198	-0,07318
-4	-0,00142	-0,05168
-3	-0,00168	-0,05997
-2	0,004293	0,150585
-1	0,004452	0,153536
0	0,037859	1,284322
1	0,032153	1,073598
2	0,029737	0,977751
3	0,025157	0,814902
4	0,021353	0,681723
5	0,017038	0,536375
6	0,013436	0,417224
7	0,01185	0,363099
8	0,011375	0,344042
9	0,013046	0,389623
10	0,006389	0,188475
11	0,00864	0,251826
12	0,003202	0,092241
13	-0,00301	-0,08583
14	-0,00694	-0,19544
15	-0,0069	-0,19211
16	-0,00911	-0,25097
17	-0,0081	-0,22086
18	-0,01084	-0,2925

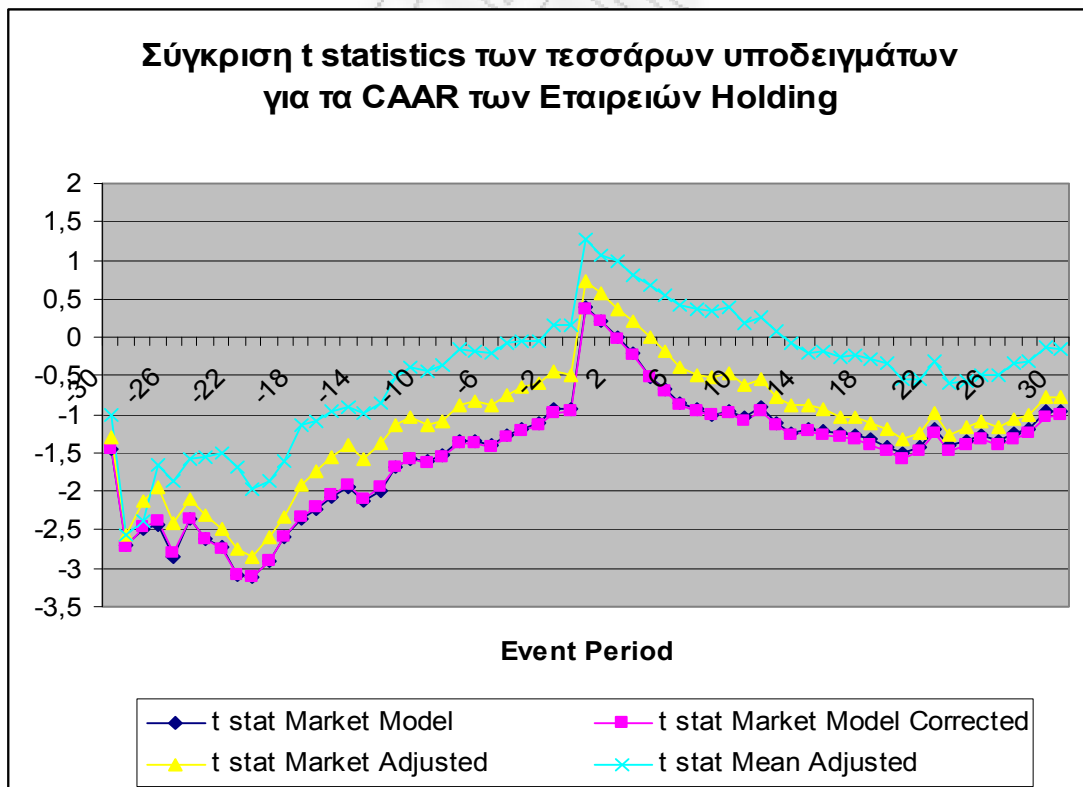
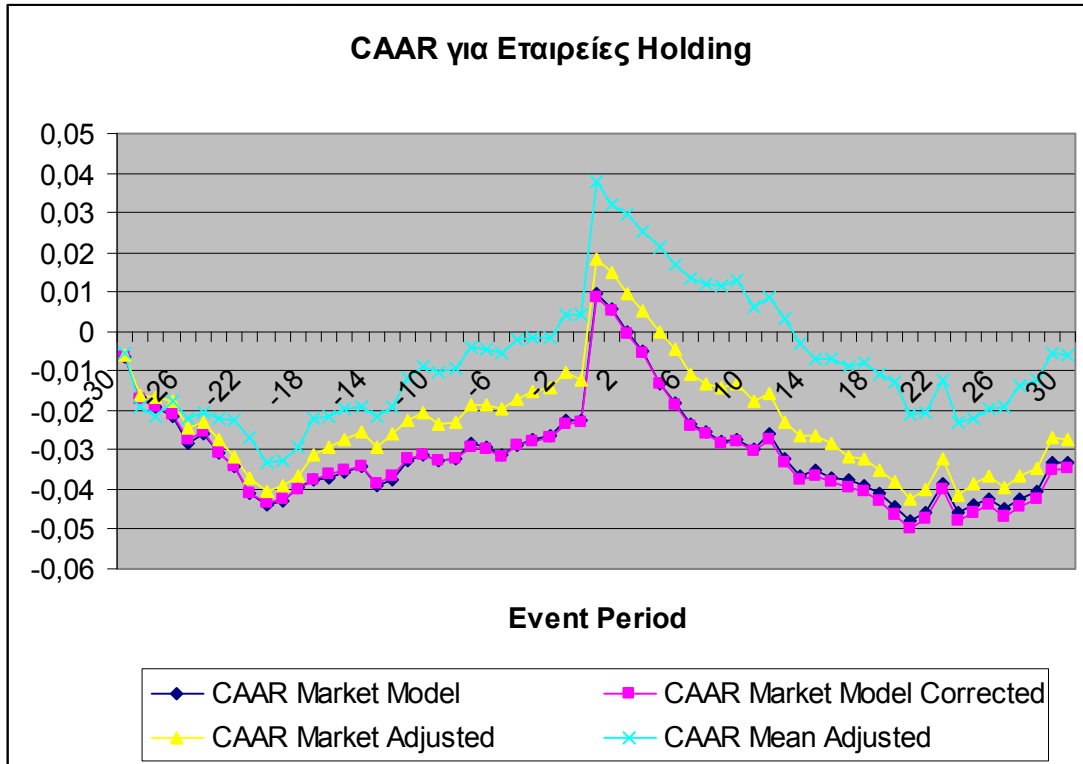
19	-0,01289	-0,34445
20	-0,02089	-0,55243
21	-0,02038	-0,5338
22	-0,01209	-0,31358
23	-0,02306	-0,59268
24	-0,02195	-0,55895
25	-0,01946	-0,49123
26	-0,01911	-0,47804
27	-0,01393	-0,34539
28	-0,01225	-0,30121
29	-0,00537	-0,13093
30	-0,00604	-0,14606

4) Με βάση το Market Adjusted Return Model:

<b>Event Day (t)</b>	<b>CAAR</b>	<b>t statistic</b>
-30	-0,00587	-1,3045
-29	-0,01632	-2,56287
-28	-0,01662	-2,13169
-27	-0,01746	-1,93894
-26	-0,02423	-2,40687
-25	-0,02321	-2,10467
-24	-0,02733	-2,29436
-23	-0,03156	-2,47782
-22	-0,03696	-2,73603
-21	-0,04059	-2,8506
-20	-0,03885	-2,60157
-19	-0,0364	-2,33359
-18	-0,03126	-1,92539
-17	-0,02922	-1,73445
-16	-0,02721	-1,56053
-15	-0,02534	-1,40711
-14	-0,02928	-1,57717
-13	-0,02606	-1,36405
-12	-0,02229	-1,13561
-11	-0,02063	-1,0247
-10	-0,0234	-1,13405
-9	-0,02278	-1,07861
-8	-0,01878	-0,86975
-7	-0,01851	-0,83905
-6	-0,0196	-0,87076
-5	-0,01735	-0,7557
-4	-0,01505	-0,64326
-3	-0,01409	-0,59154
-2	-0,01047	-0,43193
-1	-0,01235	-0,50064
0	0,0183	0,729964
1	0,014725	0,57811

2	0,009638	0,372613
3	0,005303	0,201989
4	-7,55E-05	-0,00283
5	-0,00466	-0,17263
6	-0,01083	-0,39548
7	-0,01326	-0,47759
8	-0,01438	-0,51147
9	-0,01305	-0,45826
10	-0,01772	-0,61475
11	-0,01558	-0,53397
12	-0,02279	-0,77197
13	-0,02627	-0,87946
14	-0,02662	-0,88148
15	-0,0283	-0,92658
16	-0,03179	-1,02976
17	-0,03236	-1,03749
18	-0,03496	-1,10906
19	-0,03794	-1,19162
20	-0,04264	-1,32604
21	-0,0401	-1,23511
22	-0,03214	-0,98037
23	-0,04159	-1,25711
24	-0,03879	-1,16168
25	-0,03682	-1,09276
26	-0,03949	-1,16175
27	-0,03662	-1,06792
28	-0,03481	-1,00639
29	-0,02701	-0,77432
30	-0,02749	-0,78175

Τα δύο παρακάτω διαγράμματα συγκρίνουν, το πρώτο τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) της κάθε μέρας ξεχωριστά, που προκύπτουν από τα τέσσερα αυτά υποδείγματα και το δεύτερο τις στατιστικές ελέγχου t statistics που αντιστοιχούν στις σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις, για τις εταιρείες Holding:



Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον έλεγχο αυτό είναι ότι οι εταιρείες Holding μπορεί να εμφανίζουν μεγάλη αύξηση των αποδόσεών τους την ημέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς, αλλά τα αθροιστικά αποτελέσματα είναι μάλλον αρνητικά. Τα t statistics προσδίδουν στατιστική σημαντικότητα μόνο για τα αρνητικά CAARs, γεγονός που υποδεικνύει ότι αν και υπάρχει αίσθημα αισιοδοξίας την ημέρα της ανακοίνωσης της ένταξης μιας καινούριας επιχείρησης στο ενεργητικό της εταιρείας holding, το συνολικό αποτέλεσμα, όπως φαίνεται πριν και μετά το γεγονός αυτό, δείχνει ότι η αγορά δεν δέχεται τόσο ευνοϊκά και αισιόδοξα μια τέτοια κίνηση.

**II)** Τέλος, για τον προσδιορισμό μιας καλύτερης εικόνας των αθροιστικών μέσων πλεονασματικών αποδόσεων των εταιρειών holding, για την περίοδο της παρατήρησης, υπολογίζουμε τα CAARs για τα δύο event windows που έχουμε ορίσει, με βάση τις τιμές των αντίστοιχων AARs των τεσσάρων υποδειγμάτων, με την ίδια διαδικασία που ακολουθήσαμε και για το πρώτο δείγμα.

	<b><u>CAAR</u></b>	<b><u>t statistic</u></b>
<b><u>Market Model</u></b>		
event window(-30,0)	1,587%	0,0457
event window(0,30)	-4,25%	-0,1224
<b><u>Market Model</u></b>		
<b><u>Corrected</u></b>		
event window(-30,0)	1,5231%	0,44
event window(0,30)	-4,371%	-1,2627
<b><u>Mean Adjusted</u></b>		
<b><u>Return Model</u></b>		
event window(-30,0)	0,4452%	0,1076
event window(0,30)	-0,982%	-0,2375
<b><u>Market Adjusted</u></b>		
<b><u>Return Model</u></b>		
event window(-30,0)	2,4273%	0,6878
event window(0,30)	-4,579%	-1,30199

Συγκριτικά με το πρώτο δείγμα, βλέπουμε ότι παρουσιάζουν μεγαλύτερες τιμές και τα θετικά CAARs και τα αρνητικά. Επίσης, τα αποτελέσματά μας δεν είναι στατιστικά σημαντικά όπως και στο μεγάλο δείγμα. Πάλι υπάρχει αυξητική τάση των αποδόσεων στο πρώτο event window, πριν την ημέρα της ανακοίνωσης και ακολουθεί αρκετά μεγαλύτερη πτωτική τάση στο δεύτερο event window, αλλά στην περίπτωση των εταιρειών holding οι αποκλίσεις των τιμών είναι πολύ μεγαλύτερες από ότι



στις υπόλοιπες εταιρείες. Στο προηγούμενο δείγμα η μεγαλύτερη θετική σωρευτική μη-κανονική απόδοση ήταν 0,6717% με τις τιμές του Mean Adjusted Return Model, ενώ στο δείγμα αυτό η μεγαλύτερη θετική τιμή είναι 2,4273% με τις τιμές του Market Adjusted Return Model. Επίσης στο προηγούμενο δείγμα η μεγαλύτερη αρνητική σωρευτική μη-κανονική απόδοση, που παρουσίαζε το δεύτερο event window, μετά την ανακοίνωση, ήταν -1,7%, ενώ στο συγκεκριμένο δείγμα είναι -4,579% με τα ίδια αντίστοιχα υποδείγματα. Βλέπουμε ότι η διαφορά στην πτωτική τάση είναι πολύ μεγάλη για τις εταιρείες holding. Ένα ακόμα σημείο που παρατηρούμε, είναι ότι όσον αφορά στον υπολογισμό των CAARs, το υπόδειγμα που δίνει τις μεγαλύτερες θετικές τιμές, δίνει και τις μεγαλύτερες αρνητικές.

Με βάση τα αποτελέσματα αυτά μπορούμε να συμπεράνουμε ότι όπως και στο μεγάλο δείγμα τα αποτελέσματα των αθροιστικών πλεονασματικών αποδόσεων ολόκληρου του κάθε event window, δεν είναι στατιστικά σημαντικά, όπως δεν ήταν και η πλειοψηφία των σωρευτικών αποδόσεων που υπολογίσαμε για την κάθε ημέρα ξεχωριστά. Η οποιαδήποτε δυνατότητα για κερδοσκοπία που μπορεί να έδινε η περίοδος πριν την ανακοίνωση, γίνεται σημαντική απώλεια μετά την ανακοίνωση.

Αν αντιπαραβάλλουμε το συμπέρασμα που προκύπτει από τους δύο τρόπους υπολογισμού των CAAR, ότι δηλαδή η αγορά δεν δέχεται τόσο ευνοϊκά και αισιόδοξα μια κίνηση εξαγοράς από εταιρεία holding, με την ελαφρώς θετικότερη αντίδραση που έχει η αγορά για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές των υπόλοιπων επιχειρήσεων, όπως προέκυψε από το πρώτο δείγμα, θα μπορούσαμε να υποθέσουμε ότι για τις εταιρείες holding η αγορά είτε έχει

μια προεξοφλημένη εικόνα της δραστηριότητάς τους, με αποτέλεσμα να μην εκπλήσσεται από τέτοιες κινήσεις, είτε αντιμετωπίζει αυτές τις εταιρείες με μία διστακτικότητα. Αυτή η διστακτικότητα είναι πιθανόν να πηγάζει από το γεγονός ότι οι εταιρείες holding δεν έχουν καμία ιδιαίτερη εξειδίκευση ούτε στην τεχνογνωσία ούτε στο εργατικό δυναμικό, προσφέρουν μεν διαφοροποίηση, αλλά αυτό θα μπορούσε να το πετύχει ένας επενδυτής απλά με ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

### **5.3 Σύγκριση των εμπειρικών αποτελεσμάτων μας με τα ευρήματα προηγούμενων μελετών.**

Όλες οι προηγούμενες μελέτες που εξετάσαμε, ασχολήθηκαν με το ερώτημα για το εάν οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές και τα συγκροτήματα holding δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των εταιρειών που εμπλέκονται. Το ίδιο προσπαθήσαμε να εξετάσουμε και εμείς μέσα από την έρευνα αυτή. Οι προηγούμενες μελέτες τις οποίες αναφέρουμε, ασχολήθηκαν με αγορές του εξωτερικού και τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν, συμβαδίζουν σε μεγάλο βαθμό με τα δικά μας.

Συγκεκριμένα, οι Van Schaik και Steenbeek το 2004, εξέτασαν 136 περιπτώσεις συγχωνεύσεων στην Ιαπωνία και χρησιμοποίησαν την event-study μεθοδολογία όπως κάναμε κι εμείς για να υπολογίσουν τα abnormal returns και τα cumulative average abnormal returns, (CAAR) που δημιουργούνται στην ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Η περίοδος ελέγχου που χρησιμοποίησαν (observation period) ήταν 20 μέρες πριν την ανακοίνωση και 90 μέρες μετά. Σε γενικές γραμμές η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε στο άρθρο αυτό είναι και η μεθοδολογία που χρησιμοποιήσαμε κι εμείς. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν ότι οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, κατά προσέγγιση, +1,4%, οι οποίες όμως γρήγορα χάνονται μετά από την ανακοίνωση. Το αποτέλεσμα αυτό συμβαδίζει απόλυτα με το δικό μας, ειδικά για το μεγάλο δείγμα που πήραμε,

το οποίο εμφανίζει θετικά abnormal returns μέχρι και την ανακοίνωση της συγχώνευσης, τα οποία χάνονται αμέσως μετά.

Οι Mantravadi και Reddy στην έρευνά τους το 2008, χρησιμοποίησαν χρηματοοικονομικούς δείκτες για να εξετάσουν ένα δείγμα από 118 εισηγμένες εταιρείες που συγχωνεύτηκαν, για μια περίοδο 3 χρόνων πριν και 3 χρόνων μετά τη συγχώνευση. Τα αποτελέσματά τους δεν συμβαδίζουν με τα δικά μας, καθώς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις στην Ινδία δεν έχουν βελτιώσει την απόδοση των συγχωνευόμενων εταιρειών και από τους δείκτες προέκυψε μείωση σε κερδοφορία και αποδοτικότητα.

Ο Langetieg το 1978 χρησιμοποίησε ένα τριπαραγοντικό υπόδειγμα μέτρησης της απόδοσης της μετοχής και αφού εξέτασε ένα δείγμα από 149 συγχωνευόμενες εταιρείες, έφτασε στο συμπέρασμα ότι μετά την συγχώνευση, η αγοράστρια εταιρεία παρουσίασε ένα μέσο όρο μη κανονικών αποδόσεων 6,11%. Αν λάβουμε υπόψη μας ότι η αγορά της Ελλάδας είναι μικρότερη από αυτήν του εξωτερικού, μπορεί να μην προέκυψε από τα αποτελέσματά μας, τόσο μεγάλο ποσοστό θετικών αποδόσεων, αλλά η ύπαρξη και μόνο της αυξητικής τάσης που παρουσιάζουν, είναι σημάδι συμπόρευσης ή τουλάχιστον προσαρμογής με τα πρότυπα του εξωτερικού, και σίγουρα με τα ευρήματα της συγκεκριμένης μελέτης.

Οι Demsetz και Strahan στο άρθρο τους το 1995, εξετάζουν τη σχέση μεταξύ μεγέθους ενεργητικού και μεγέθους κινδύνου, για τις τραπεζικές εταιρείες holding στην Αμερική. Έτρεξαν παλινδρομήσεις, οι οποίες συσχέτιζαν τον συστηματικό και τον μη συστηματικό κίνδυνο με το μέγεθος του ενεργητικού και σε συνδυασμό με χρηματοοικονομικούς δείκτες, εξέτασαν ένα

δείγμα από 100 εισηγμένες τραπεζικές εταιρείες holding. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και μη συστηματικού κινδύνου όταν τα χαρτοφυλάκιο των μικρών και των μεγάλων εταιρειών είναι παρόμοια. Αν συγκρίνουμε τα αποτελέσματα που βρήκαμε από το μικρό δείγμα των εταιρειών holding, τα οποία δείχνουν πως δεν υπάρχουν πολύ μεγάλες διαφοροποιήσεις στην ερμηνευτική ικανότητα της συμπεριφοράς των αποδόσεων μιας εταιρείας holding από τον συντελεστή του κινδύνου, σε σχέση με αυτήν των υπόλοιπων μικρότερων εταιρειών, συμβαδίζουμε σε ένα βαθμό με την μελέτη αυτή.

Οι Wang, Chen και Chou (2008), χρησιμοποιούν ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο παλινδρόμησης και εξετάζουν ένα δείγμα από 69 εισηγμένες εταιρείες, για να ερευνήσουν την αντίδραση της αγοράς, στην διαδικασία θεσμοθέτησης του Νόμου για τις εταιρείες holding στην Ταϊβάν. Κατέληξαν στον συμπέρασμα ότι δημιουργούνται θετικές πλεονασματικές αποδόσεις, κάτι που προέκυψε και από τη δική μας έρευνα, μόνο που στη δική μας περίπτωση αυτές οι πλεονασματικές αποδόσεις δεν είχαν την ίδια διάρκεια και μέγεθος για να μπορέσουν να προσδώσουν σημαντικά οφέλη.

Οι Δούκας και Τραυλός (1988) χρησιμοποίησαν το Market Model και υπολόγισαν τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις ενός δείγματος από αμερικανικές εισηγμένες εταιρείες που ανακοίνωσαν διεθνείς εξαγορές μέσα σε μία χρονική περίοδο εννέα ετών. Η μεθοδολογία που χρησιμοποίησαν ήταν ίδια με αυτή που χρησιμοποιήσαμε εμείς και τα αποτελέσματα που βρήκαμε ήταν παραπλήσια, καθώς ανάλογα με τα ποιοτικά χαρακτηριστικά στα οποία

διαχώρισαν το αρχικό δείγμα τους, βρήκαν σε άλλες περιπτώσεις θετικές και σε άλλες αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις.

Οι Sung και Gort (2003) προσπάθησαν να εξετάσουν το εάν οι συγχωνευμένες εταιρείες αποδίδουν καλύτερα μετά τη συγχώνευση, από ότι πριν, καθώς και το εάν παρουσιάζουν κέρδη, συγκριτικά με μη συγχωνευμένες εταιρείες. Έτρεξαν διαχρονικές και διαστρωματικές παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας διαφορετικές ερμηνευτικές μεταβλητές, για αμερικάνικες εταιρείες, για την προηγούμενη δεκαετία και κατέληξαν στον συμπέρασμα ότι ενώ τα μερίσματα των μετόχων στις συγχωνευμένες εταιρείες ξεπερνούσαν ελάχιστα αυτά των μη συγχωνευμένων εταιρειών, για μια μικρή χρονική περίοδο, αυτό το μικρό κέρδος γρήγορα εξαφανιζόταν. Αυτό το αποτέλεσμα συμφωνεί πλήρως με τα δικά μας συμπεράσματα για τις περιπτώσεις των ελληνικών συγχωνεύσεων της δεκαετίας αυτής.

Ο Alan Gregory (1997) στην έρευνά του, εξέτασε τη συμπεριφορά των αποδόσεων ενός δείγματος από μεγάλες βρετανικές συγχωνευμένες εταιρείες για την περίοδο μετά τη συγχώνευση και συγκεκριμένα για δύο χρόνια μετά. Αυτό και μόνο το χαρακτηριστικό διαφοροποιεί την έρευνα αυτή από τη δική μας, καθώς κοιτά μακροχρόνιες αποδόσεις. Χρησιμοποίησε κι αυτός τη μεθοδολογία του event study, αλλά στηρίχτηκε σε έξι διαφορετικά υποδείγματα. Το αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξε, είναι ότι οι αποδόσεις των μετοχών των συγχωνευμένων εταιρειών εμφανίζονται σημαντικά αρνητικές, γεγονός που συμφωνεί με την θεωρητική υπόθεση που θέσαμε, ότι η αγορά ενθουσιάζεται αρχικά με την ανακοίνωση μιας

συγχώνευσης και στη συνέχεια, αμφισβητεί την αρχική αξιολόγησή της, ως υπερβολικά αισιόδοξη.

Οι Agarwal και Singh (2006), στη μελέτη τους εξέτασαν την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιρειών-στόχων, στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν, με σκοπό να διαπιστωθεί η πιθανότητα να πραγματοποιούνται συναλλαγές, βασισμένες στην ύπαρξη και αξιοποίηση εσωτερικής πληροφόρησης, σχετικής με μια συγχώνευση, πριν από την ανακοίνωσή της. Για να φτάσουν στο συμπέρασμα αυτό, χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 42 εταιρείες-στόχους για την περίοδο 1996-1999, όρισαν ως περίοδο εξέτασης, 150 ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης και 15 μέρες μετά και χρησιμοποιώντας ένα τροποποιημένο υπόδειγμα της αγοράς, υπολόγισαν τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο εξέτασης. Το αποτέλεσμα που προέκυψε ήταν μια θετική σωρευτική τάση των αποδόσεων πριν την ανακοίνωση, η οποία διατηρείται και για λίγες μέρες μετά. Μέχρι αυτό το σημείο, τα αποτελέσματά τους συμπίπτουν με τα δικά μας. Εκεί που υπάρχει διαφορά, είναι ότι οι συγγραφείς της μελέτης αυτής, αποδίδουν την ύπαρξη των θετικών αποδόσεων της περιόδου πριν την ανακοίνωση, σε ένδειξη για ύπαρξη εσωτερικής απόρρητης πληροφόρησης που την εκμεταλλεύονται οι κερδοσκόποι. Εμείς όμως δεν μπορούμε να αποδεχτούμε μια τέτοια υπόθεση, αν και λογική, διότι δεν μπορούμε να έχουμε εικόνα των πληροφοριών που παρέχονται πριν και μετά την ανακοίνωση και κυρίως δεν μπορούμε να απομονώσουμε τις συναλλαγές που στηρίχτηκαν στην εσωτερική πληροφόρηση, ακόμα και αν δεχτούμε ότι υπάρχει.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ**

### **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

#### **6.1 Γενικά Συμπεράσματα**

Στη μελέτη μας αυτή, έγινε προσπάθεια να ερευνηθεί κατά πόσο μια συγχώνευση, μια εξαγορά ή ο σχηματισμός εταιρείας συμμετοχών (Holding) μπορεί να παράγει αξία. Ο τρόπος που το προσεγγίσαμε, ήταν κυρίως μέσω εμπειρικής έρευνας στην ελληνική αγορά, χρησιμοποιώντας την event study μεθοδολογία, για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα από εισηγμένες εταιρείες, για την περίοδο από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου του 2000 μέχρι και τον Μάιο του 2009. Η εμπειρική μας έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι λίγες μέρες πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της εταιρικής ενοποίησης, δημιουργούνται θετικές πλεονασματικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες, ως αποτέλεσμα προεξόφλησης του θετικού αποτελέσματος της ανακοίνωσης. Την ημέρα της ανακοίνωσης, πραγματοποιούνται οι υψηλότερες θετικές πλεονασματικές αποδόσεις. Τις ημέρες που ακολουθούν όμως, η άνοδος των αποδόσεων μετατρέπεται σε πτώση και οι ευκαιρίες κέρδους που μπορεί να είχαν δημιουργηθεί, χάνονται από τις πρώτες μέρες μετά την ανακοίνωση.

Με βάση τα αποτελέσματα της μελέτης μας, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η αγορά εκλαμβάνει την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, σαν μια χρήσιμη πληροφορία για δημιουργία κέρδους, για



αυτό και οι αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών, αυξάνονται πέραν του κανονικού, την ημέρα της ανακοίνωσης. Η άμεση πτώση όμως που διαδέχεται την ανοδική τάση της ημέρας της ανακοίνωσης, αντικατοπτρίζει την ανασφάλεια της αγοράς, την επόμενη μέρα, για το εάν η συγχώνευση ή η εξαγορά αξιολογήθηκε σωστά από την αγορά. Ένας ακόμα πιθανός λόγος της πτώσης που έπεται της ανακοίνωσης, είναι η παροχή πρόσθετων πληροφοριών που σχετίζονται με την ενοποιημένη εταιρεία και δεν επιβεβαιώνουν τις προγενέστερες θετικές προσδοκίες της αγοράς για τη συγχώνευση ή την εξαγορά.

Ένας ακόμα αποθαρρυντικός παράγοντας για την άνοδο των αποδόσεων, είναι το γεγονός ότι η αύξηση της μετοχικής αξίας και κατ' επέκταση της κερδοφορίας των μετόχων μιας ενοποιημένης εταιρείας, που μπορεί να επιφέρει μια συγχώνευση, μια εξαγορά, ή ο σχηματισμός μιας εταιρείας holding, μπορεί να χαθούν, καθώς μια τέτοια επιχειρηματική κίνηση, δημιουργεί μεγάλα λειτουργικά κόστη, (κυρίως κόστη ενσωμάτωσης), τα οποία υπάρχει η φοβία ότι μπορούν να υπερκεράσουν την πιθανότητα κέρδους.

Επειδή εξετάζουμε την περίπτωση της Ελλάδας, μιας χώρας που αντιμετωπίζει οικονομικές δυσχέρειες και δεν προσφέρει τις ευνοϊκότερες συνθήκες για την επιχειρηματική ανάπτυξη και σταθερότητα, είναι φυσικό να επικρατεί ο φόβος στην αγορά και η ανασφάλεια ότι η περίπτωση μιας επικείμενης συγχώνευσης μπορεί να κρύβει την ανάγκη για επιβίωση και όχι την επιθυμία για εταιρική εξάπλωση, γεγονός που μπορεί να στείλει αρνητικό μήνυμα στην αγορά, ειδικά σαν δεύτερη σκέψη, την επόμενη μέρα της

ανακοίνωσης. Επίσης το γεγονός ότι η Ελλάδα απολαμβάνει πολύ μικρότερες θετικές αποδόσεις, από τις αντίστοιχες των αγορών του εξωτερικού, (όπως προκύπτει και από τις προηγούμενες έρευνες που εξετάσαμε), αποδεικνύει ότι η ελληνική αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι μικρή και μη ανταγωνιστική. Ωστόσο, το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητες που αναμφίβολα δημιουργούν πρόσθετη αξία για τις εμπλεκόμενες εταιρείες, αυξάνοντας τον πλούτο των μετόχων τους.

## **6.2 Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα**

Η μελέτη αυτή περιορίστηκε στη χρηματιστηριακή συμπεριφορά της ελληνικής αγοράς όσον αφορά στην ανακοίνωση συγχωνεύσεων, εξαγορών και δημιουργίας σχημάτων holding, με εταιρείες bidders και targets ελληνικές. Μια πρόταση για περαιτέρω έρευνα, θα μπορούσε να είναι η μελέτη και άλλων χωρών, οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, ή η δράση και εξάπλωση των πολυεθνικών εταιρειών.

Μια ακόμα πρόταση για περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να είναι η διερεύνηση της πορείας της αγοράστριας εταιρείας για μια περίοδο αρκετά μετά την συγχώνευση, όπως μία ή δύο εταιρικές χρήσεις μετά, αποκλείοντας την περίπτωση περισσότερων συγχωνεύσεων από την ίδια εταιρεία, ή άλλους εξωγενείς παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν την πορεία της επιχείρησης.

Για την περαιτέρω έρευνα αυτή, θα ήταν χρήσιμη και η συνδυαστική χρήση και άλλης μεθοδολογίας πέρα από το event study, όπως είναι η λογιστική ανάλυση και η χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- 1) «Συμβολή εις την Μελέτην των Εταιρειών Holding» Ιωάννου Γ. Λυμπερόπουλου, Αθήνα 1959
- 2) «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» Δημητρίου Αθ. Κυριαζή, Εκδόσεις Κων/νου Σμπήλια & Σια Ο.Ε. , Αθήνα 2007
- 3) «Εισαγωγή στην Οικονομετρία» Γεωργίου Κ. Χρήστου, Εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα 2007, τόμοι Α' και Β'
- 4) «Θέματα ομιλών Επιχειρήσεων» Γεωργίου Στ. Αληφαντή, Αθήνα 2008
- 5) «Μετατροπές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων» Παναγιώτη Πάτση, Υλικό σεμιναρίου Epsilon Net, Δεκέμβριος 2003
- 6) «Πρακτικός Οδηγός Ανωνύμων Εταιρειών» Δημήτρη Ι. Ηλιόκαυτου, Εκδόσεις Αφοί Καλαϊτζή Ο.Ε., Αθήνα 2005
- 7) «Ανώνυμες Εταιρείες – Πρακτική Εφαρμογή Εταιρικού Δικαίου» Ιωάννη Κ. Δρυλλεράκη, Έκδοση 1999, Νομική Βιβλιοθήκη, τόμος τρίτος.
- 8) «Ανώνυμες Εταιρείες από άποψη Νομική, Οικονομική, Οργανωτική, Λογιστική και Φορολογική», Μιλτιάδη Κ. Λεονταρή, Εκδόσεις Πάμισος, Αθήνα 1998
- 9) «Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», Μιλτιάδη Κ. Λεονταρή, Εκδόσεις Πάμισος, Αθήνα 1994
- 10) «Principles of Corporate Finance», Brealey, Myers, Allen, Εκδόσεις McGraw-Hill International Edition, 2008

- 11) «Multinational Business Finance» Eiteman, Stonehill, Moffett, Εκδόσεις Pearson International Edition, 2007
- 12) «Corporate Finance, Principles and Practice» Watson και Head, Εκδόσεις Financial Times Prentice Hall, 2004
- 13) «Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies» Pike και Neale, Εκδόσεις Financial Times Prentice Hall, 2003
- 14) «Ειδικά Θέματα Επενδύσεων και Χρηματοδοτικής Διοίκησης» Στέφανου Κοτζαμάνη, Έκδοση Epsilon Net, ηλεκτρονικό βιβλίο μέσω του site [www.e-forologia.gr](http://www.e-forologia.gr)
- 15) «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου» Σ. Θωμαδάκη και Μ. Ξανθάκη, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2006
- 16) «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων» Μ. Ξανθάκη και Χ. Αλεξάκη, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2007
- 17) «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης» Σακέλλη Ι. Εμμανουήλ Εκδόσεις Βρυκούς, Πειραιάς, 2001
- 18) «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Γεώργιου Στ. Αληφαντή, Εκδόσεις Πάμισος, Αθήνα 1988

**ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ INTERNET:**

[banker.thomsonib.com](http://banker.thomsonib.com)

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

[www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

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

**ΑΡΘΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

1. Dimitri Van Schaik, Onno W. Steenbeek, "Price and volume effects of merger bids in Japan" , PricewaterhouseCoopers LLP, June 2004
2. Terence C Langetieg, "An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger", Journal of Financial Economics, *volume 6, 1978*
3. Pramod Mantravadi, A Vidyadhar Reddy, "Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India", International Research Journal of Finance and Economics, Issue22, 2008.
4. Rebecca S. Demstz, Philip E. Strahan, "Historical Patterns and Recent Changes in the Relationship between Bank Holding Company Size and Risk", Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, July 1995
5. Jane-Sue Wang, Jing-Twen Chen, Pin-Huang Chou, "Market Reactions to the Passage of the Financial Holding Company Act in Taiwan", Pacific Economic Review, vol.13,2008
6. John Doukas, Nickolaos G.Travlos, "The effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", The Journal of Finance, vol.43, 1988
7. Alan Gregory, "An examination of the long run performance of UK acquiring firms", Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 24, September 1997

8. Nakil Sung, Michael Gort, "Estimating the efficiency Effects of U.S. Telecommunications Mergers", Department of Economics and SUNY at College of Arts and Sciences, Buffalo, November 2003

9. Manish Agarwal, Harminder Singh, "Merger Announcements and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation", Investment Management & Financial Innovations, Vol. 3, pp.140-154, 2006