

# ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Υπό

*Χρήστου Αγιακλόγλου, Ελληνικής Ζώντου*  
Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## Abstract

### EMPIRICAL INVESTIGATION OF THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON STOCK PRICES OF GREEK COMPANIES OPERATING IN THE GREEK STOCK EXCHANGE

This study examines the impact of mergers and acquisitions on stock prices of Greek companies operating in the Greek Stock Exchange. The empirical findings, using the event study methodology consisting of 106 bidders and 56 targets companies during the period 1998-2006, suggest that mergers and acquisitions in Greece do create value for the shareholders, as it is reflected by the abnormal returns of their stock prices. However, these abnormal returns differ significantly from the equivalent returns presented in the literature simply because the Greek stock market is small and not competitive enough. JEL Classifications: C22, C23, G34.

**Keywords:** Mergers and Acquisitions, Event Study Methodology, Abnormal Returns.

## 1. Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι βασικές μορφές εταιρικής αναδιάρθρωσης και αποτελούν επενδυτικές επιλογές οι οποίες παίζουν σημαντικό ρόλο στη στρατηγική μιας επιχείρησης. Οι εταιρικοί αυτοί συνδυασμοί είναι το αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης στην οποία προβαίνουν οι επιχειρήσεις με σκοπό να αναζωογονούν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα στον επιχειρηματικό χώρο που δραστηριοποιούνται. Οι όροι συγχωνεύσεις και εξαγορές αναφέρονται σε κάθε συνδυασμό επιχειρήσεων ο οποίος δημιουργεί μια οικονομική μονάδα από δυο ή περισσότερες υφιστάμενες μονάδες και δεν ταυτίζονται μεταξύ τους. Για το διαχωρισμό τους και προκειμένου να εντοπιστούν οι διαφορές και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δύο αυτών όρων υπάρχουν διάφορα κριτήρια τα οποία αναφέρονται στη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης εταιρείας μετά τη συναλλαγή, στον τρόπο πραγματοποίησης

της προσφοράς, στη στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας και στη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας.

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές μελέτες που προσπάθησαν εμπειρικά να εξετάσουν την επιρροή τέτοιων στρατηγικών επιχειρηματικών κινήσεων στις μετοχές των εταιρειών και οι οποίες επικεντρώθηκαν στις αγορές των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου. Ενδεικτικά, αναφέρονται οι μελέτες των Jensen και Ruback (1983), Asquith (1983), Eckbo (1983), Travlos (1987), Franks και Harris (1989), Eckbo και Langhor (1989), Berkovitch και Narayanan (1993), Sudarsanam, Holl και Salami (1996), Schwert (2000), Mulherin και Boone (2000), Walker (2000), Goergen και Renneboog (2003) και Faccio και Masulis (2005), οι οποίες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν έχουν κατά κανόνα θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών, εκτός εάν η εξαγορά γίνεται με δημόσια προσφορά. Στην περίπτωση αυτή έχουν καταγραφεί μικρές θετικές έκτακτες αποδόσεις. Όσον αφορά στις εξαγοραζόμενες εταιρείες, οι μέτοχοί τους είναι αναμφίβολα κερδισμένοι από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, ανεξάρτητα από τον τρόπο πραγματοποίησης της συναλλαγής, καθώς σε κάθε περίπτωση καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη απολαμβάνοντας υψηλές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Ωστόσο, ο τρόπος πραγματοποίησης της συναλλαγής επηρεάζει το ύψος των αποδόσεων, καθώς οι εταιρείες-στόχοι σημειώνουν πολύ μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις σε εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς απ' ό,τι σε συγχωνεύσεις.

Για τα Ελληνικά δεδομένα ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Πρωτόπαπα, Τραυλού και Τσαγκαράκη (2003) στην οποία διερευνάται η επίδραση που είχε στην τιμές των μετοχών ελληνικών εταιρειών η ανακοίνωση προτάσεων συγχωνεύσεων για την περίοδο 1988-1997. Στη μελέτη αυτή οι συγγραφείς εξέτασαν ένα δείγμα επιχειρήσεων αποτελούμενο από 56 εξαγοραζουσες και 16 εξαγοραζόμενες εταιρείες και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι δραστηριότητες που δημιουργούν αξία, η οποία μάλιστα διαμοιράζεται στις εμπλεκόμενες εταιρείες. Πιο συγκεκριμένα, οι συγγραφείς διεπίστωσαν ότι οι εξαγοραζουσες εταιρείες σημειώναν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης, οι οποίες ήταν υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις που αναφέρονταν σε άλλες μελέτες στη διεθνή βιβλιογραφία. Αντίστοιχα και οι εξαγοραζόμενες εταιρείες παρουσίαζαν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες όμως ήταν κατά πολύ μικρότερες από αυτές που αναφέρονταν στη διεθνή βιβλιογραφία. Οι συγγραφείς αποδίδουν τα συμπε-

ράσματά τους στο γεγονός ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι μικρή και μη ανταγωνιστική, σε σύγκριση με άλλες ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

Στην παρούσα εργασία διερευνάται η επίδραση των συγχωνεύσεων στις τιμές των μετοχών ελληνικών εταιρειών βασιζόμενη στη μελέτη των Πρωτόπαπα, Τραυλού και Τσαγκαράκη (2003), χρησιμοποιώντας όμως μεγαλύτερο δείγμα εταιρειών και διαφορετική περίοδο μελέτης. Πιο συγκεκριμένα, για τη μελέτη αυτή εξετάστηκαν 106 εξαγοράζουσες και 53 εξαγοραζόμενες εταιρείες για την περίοδο 1998 - 2006. Έτσι, η δομή της εργασίας έχει ως εξής. Στη δεύτερη ενότητα αναπτύσσεται η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί, ενώ στην τρίτη ενότητα γίνεται η περιγραφή των δεδομένων και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα. Στην τέταρτη ενότητα αναφέρονται τα συμπεράσματα της μελέτης και σχολιάζονται τα αποτελέσματά της.

## 2. Μεθοδολογία

Η διεθνής τάση υπέρ της συγκέντρωσης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών επηρέασε και τις ελληνικές εταιρείες την περίοδο 1998 έως 2006, με αποτέλεσμα οι όμιλοι εταιρειών στο Χ.Α. να χαρακτηρίζονται από μεγάλο αριθμό εισηγμένων θυγατρικών, οι μετοχές των οποίων όμως είναι μικρής χρηματιστηριακής αξίας και περιορισμένης εμπορευσιμότητας, συγκριτικά με τις εταιρείες στις ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές αγορές. Οι κλάδοι που πρωταγωνίστησαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο μελέτης είναι οι τράπεζες και ο ευρύτερος τομέας παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι κατασκευές, οι ασφάλειες, η πληροφορική, οι τηλεπικοινωνίες, οι ιχθυοκαλλιέργειες και οι εταιρείες επενδύσεων. Μικρότερη συμμετοχή είχαν οι κλάδοι του λιανικού εμπορίου, των τροφίμων και ποτών, των συμμετοχών και της κλωστοϋφαντουργίας.

Ένα βασικό κίνητρο των ελληνικών ομίλων εταιρειών για να προχωρήσουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν η καθετοποίηση των δραστηριοτήτων τους με σκοπό την επίτευξη οικονομικών κλίμακας και τον εξορθολογισμό των δομών διοίκησης και λειτουργίας τους. Επίσης, με την εξωτερική ανάπτυξη οι ελληνικές εταιρείες προσπάθησαν να ενισχύσουν το μερίδιό τους στην αγορά, να αυξήσουν τα κέρδη ανά μετοχή, να μειώσουν το δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E), ώστε να γίνει η τιμή της μετοχής τους πιο ελκυστική και να επωφεληθούν από τα διάφορα φορολογικά οφέλη.

Η ανακοίνωση μιας πρότασης συγχώνευσης ή εξαγοράς αποδεδειμμένη και διαχέει πληροφορίες στο επενδυτικό κοινό αναφορικά με τις εταιρικές δραστηριότητες. Η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event

study methodology) συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς με τις αναμενόμενες αποδόσεις που θα είχαν στην περίπτωση που καμία πρόταση δεν είχε λάβει χώραν. Η διαφορά που προκύπτει ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες και στις αναμενόμενες αποδόσεις ονομάζεται έκτακτη ή μη κανονική απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Η εν λόγω μεθοδολογία έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές εμπειρικές μελέτες από διάφορους συγγραφείς όπως ενδεικτικά αναφέρονται οι Jensen και Ruback (1983), Franks και Harris (1989), Travlos και Papaioannou (1991), Carron και Pistre (2002) και Mueller και Sirower (2003).

Για το χαρακτηρισμό της απόδοσης μιας μετοχής ως έκτακτης απαιτείται κάποιο μέτρο αναφοράς που θα προσδιορίζει ποια είναι η κανονική απόδοση. Στην παρούσα μελέτη θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα της αγοράς (market model). Συνήθως, η περίοδος υπολογισμού καλύπτει το διάστημα  $t = -136$  μέχρι  $t = -16$  ημέρες σχετικά με την ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης (ημέρα 0). Το υπόδειγμα της αγοράς ορίζεται ως εξής

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

όπου  $R_{it}$  είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$ ,  $R_{mt}$  η απόδοση του δείκτη αγοράς κατά την ημέρα  $t$ ,  $\alpha_i$  και  $\beta_i$  είναι αντίστοιχα ο σταθερός όρος και ο συντελεστής της παλινδρόμησης, όπως προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων, ενώ  $\varepsilon_{it}$  είναι το τυχαίο σφάλμα.

Η αναμενόμενη απόδοση  $\hat{R}_{it}$  υπολογίζεται για κάθε ημέρα συμβάντος από την περίοδο  $t = -15$  μέχρι  $t = +15$  ημέρες γύρω από την ημέρα 0, ως εξής:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

όπου  $R_{mt}$  είναι η αναμενόμενη απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη κατά την ημέρα  $t$ ,  $\hat{\alpha}_i$  και  $\hat{\beta}_i$  οι εκτιμητές που προκύπτουν από την εκτίμηση της σχέσης (1).

Η έκτακτη απόδοση υπολογίζεται για την περίοδο  $t = -15$  έως  $t = +15$  σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης  $t = 0$ , δηλαδή:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3)$$

Οι έκτακτες αποδόσεις κάθε μετοχής χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης για κάθε ημέρα συμβάντος  $t$  ως εξής

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

Οι μέσες ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις αθροίζονται για κάποιο διάστημα και έτσι προκύπτει η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (cumulative abnormal return), η οποία συνήθως υπολογίζεται για την περίοδο -1 έως 0 και ορίζεται ως εξής

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (5)$$

Για τη διενέργεια του στατιστικού ελέγχου αναφορικά με το αν η μέση αθροιστική έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντικά διάφορη του μηδενός, χρησιμοποιείται η ακόλουθη στατιστική

$$t = \frac{CAR}{s(AR)\sqrt{t_2 - t_1 + 1}} \quad (6)$$

η οποία ακολουθεί την κατανομή  $t$  του Student με  $(n-1)$  βαθμούς ελευθερίας, όπου  $n$  είναι το μέγεθος του δείγματος,  $s(AR)$  είναι η δειγματική τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού (διάστημα από  $t = -135$  έως  $t = -16$ ), σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης μηδέν,  $t_1$  και  $t_2$  είναι αντίστοιχα η πρώτη και η τελευταία ημέρα υπολογισμού των μέσων αθροιστικών αποδόσεων.

### 3. Περιγραφή Δεδομένων και Παρουσίαση Αποτελεσμάτων

Τα δεδομένα των ελληνικών εταιρειών που επιλέχθηκαν για την έρευνα αφορούν στις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες είχαν επιτυχή έκβαση κατά την περίοδο 1998 έως 2006. Ως ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς θεωρείται η δημοσίευση στον ημερησιο Τύπο της πληροφορίας που κοινοποιεί στο επενδυτικό κοινό την πρόθεση μιας επιχείρησης να προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά με μια άλλη. Παράγοντας καθοριστικής σημασίας για την αξιοπιστία της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων είναι η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης στον Τύπο της πρόθεσης για συγχώνευση ή εξαγορά και όχι η ημερομηνία υλοποίησης της συμφωνίας.

Τα δεδομένα που εξετάστηκαν αφορούν 106 εξαγοράζουσες και 56 εξαγοραζόμενες ελληνικές επιχειρήσεις. Τα στοιχεία αντλήθηκαν από την Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς, από τις ανακοινώσεις που δημοσιεύτηκαν στην εφημερίδα «Ναυτεμπορική», καθώς και από τη βάση δεδομένων “Thomson One Banker”. Οι επιλεχθείσες επιχειρήσεις συμμετείχαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είτε ως εξαγοράζουσες είτε ως εξαγοραζόμενες. Επιπρόσθετα, στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που εξετάζονται είτε η εξαγοράζουσα μόνο είτε και οι δυο εμπλεκόμενες εταιρείες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόθεσης για συγχώνευση ή εξαγορά, στον Τύπο. Η επεξεργασία των δεδομένων έγινε με το πρόγραμμα Eventus 8.0, ενώ η περίοδος προσδιορισμού για τον υπολογισμό των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων καλύπτει το διάστημα 120 ημερών, δηλαδή από  $t = -139$  μέχρι  $t = -21$  ημέρες σχετικά με την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα μηδέν,  $t = 0$ ) της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται εντός της περιόδου ελέγχου του γεγονότος που καλύπτει το διάστημα  $t = -10$  έως  $t = +10$  σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης.

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών και οι αντίστοιχες τιμές της στατιστικής  $t$  για τον έλεγχο αυτών των αποδόσεων, για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση στο Χ.Α. της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, για την περίοδο 1998 έως 2006. Το δείγμα περιέχει συνολικά 106 συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα -4 είναι 0,79% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ και την ημέρα -3 η μέση έκτακτη απόδοση υπολογίζεται σε 0,57% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα μηδέν) η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική, από όπου συνάγεται ότι κατά τις τέσσερις ημέρες πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στο Χ.Α. υπάρχει κάποια διαρροή πληροφοριών, που επηρεάζει τις αποδόσεις των εξεταζόμενων εταιρειών.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006

Ημέρα	Μέγεθος δείγματος N	Μέση Έκτακτη Απόδοση	Θετικά: Αρνητικά	t (AAR <sub>t</sub> )
-10	99	0,11%	46: 53	0,391
-9	104	0,01%	45: 59	0,045
-8	106	0,53%	60: 46	1,878*
-7	106	0,26%	58: 48	0,907
-6	105	0,45%	55: 50	1,584
-5	105	0,36%	53: 52	1,272
-4	105	0,79%	58: 47	2,794***
-3	105	0,57%	56: 49	2,023**
-2	105	-0,13%	46: 59	-0,461
-1	105	0,00%	50: 55	0,014
0	106	0,34%	55: 51	1,214
+1	106	0,55%	57: 49	1,949
+2	106	0,17%	46: 60	0,582
+3	106	-0,51%	48: 58	-1,781*
+4	105	0,08%	45: 60	0,289
+5	104	0,00%	46: 58	-0,008
+6	105	-0,29%	44: 61	-1,020
+7	103	0,29%	53: 50	1,009
+8	103	-0,34%	39: 64	-1,201
+9	103	-0,10%	51: 52	-0,358
+10	102	0,00%	43: 59	-0,016

\*: στατιστικά σημαντικό στο 10%,

\*\* : στατιστικά σημαντικό στο 5%,

\*\*\*: στατιστικά σημαντικό στο 1%

Επίσης, στον Πίνακα 2 εμφανίζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν από την εφαρμογή του υποδείγματος της αγοράς για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα στο δείγμα των 106 συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ειδικότερα, για τα διαστήματα (-6, 0) και (-5, 0) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι 2,38% και 1,93% αντίστοιχα, στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 1%. Για το διάστημα (-4, 0) η αθροιστική έκτακτη απόδοση είναι 1,57% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006

Ημέρες	Μέγεθος δείγματος N	CAR	Θετικά: Αρνητικά	t (AAR <sub>t</sub> )
(-6,0)	106	2,38%	55: 51	3,164***
(-5,0)	106	1,93%	57: 49	2,777***
(-4,0)	106	1,57%	52: 54	2,479**
(-3,0)	106	0,79%	51: 55	1,388
(-2,+2)	106	0,94%	51: 55	1,477
(-1,0)	106	0,35%	57: 49	0,868
(-1,+1)	106	0,90%	53: 53	1,834*

\*: στατιστικά σημαντικό στο 10%,

\*\* : στατιστικά σημαντικό στο 5%,

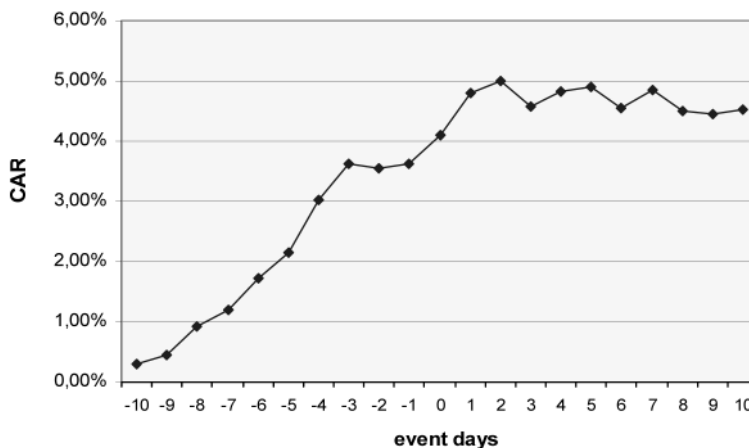
\*\*\*: στατιστικά σημαντικό στο 1%

Η εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες εταιρείες στην Ελλάδα για κάθε ημέρα στο εξεταζόμενο διάστημα γύρω από την ανακοίνωση της πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά στο Χρηματιστήριο απεικονίζεται στο Διάγραμμα 1. Από το διάγραμμα αυτό προκύπτει ότι οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις αυξάνονται αρχικά με αύξοντα ρυθμό μέχρι και την ημέρα -3, ενώ από την ημέρα αυτή μέχρι και την ημέρα 0 της ανακοίνωσης υπάρχει σταθερότητα στην εξέλιξή τους. Επίσης, από την ημέρα της ανακοίνωσης και μετά παρατηρείται σχετική αύξηση των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων με φθίνοντα όμως ρυθμό.



### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες εταιρείες



Επιπρόσθετα, στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών και οι αντίστοιχες τιμές της στατιστικής  $t$  για τους στατιστικούς ελέγχους για το διάστημα δέκα ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση στο Χ.Α. της πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά. Το δείγμα περιέχει συνολικά 53 εξαγοραζόμενες εταιρείες. Η μέση έκτακτη απόδοση κατά τις ημέρες -6 και -3 είναι 0,87% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Μια ημέρα πριν από την ανακοίνωση η μέση έκτακτη απόδοση αυξάνεται στο 1,48% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Την ημέρα της ανακοίνωσης (ημέρα 0) η έκτακτη απόδοση σημειώνει περαιτέρω αύξηση και ανέρχεται σε 1,94% στατιστικά σημαντική στο 1%. Έτσι, ενισχύεται η άποψη περί διαρροής πληροφοριών κατά τις έξι ημέρες πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στο Χ.Α.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζομένων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006

Ημέρα	Μέγεθος δείγματος N	Μέση Έκτακτη Απόδοση	Θετικά: Αρνητικά	t (AAR <sub>t</sub> )
-10	50	-0,21%	23: 24	-0,546
-9	53	0,82%	30: 20	2,146**
-8	53	0,46%	28: 22	1,213
-7	52	0,20%	22: 27	0,514
-6	52	0,87%	34: 15	2,282**
-5	53	0,04%	20: 30	0,105
-4	53	0,38%	27: 23	0,985
-3	53	0,87%	30: 20	2,272**
-2	53	0,48%	28: 22	1,254
-1	52	1,48%	26: 23	3,882***
0	51	1,94%	31: 17	5,085***
+1	52	0,58%	24: 25	1,528
+2	53	-0,38%	16: 34	-0,987
+3	52	-0,14%	21: 28	-0,358
+4	52	-0,66%	17: 32	-1,715*
+5	52	-0,22%	24: 25	-0,584
+6	52	-0,52%	20: 29	-1,354
+7	50	-0,48%	20: 27	-1,248
+8	51	-0,05%	21: 27	-0,119
+9	51	-0,13%	22: 26	-0,339
+10	50	0,01%	22: 25	0,019

\*: στατιστικά σημαντικό στο 10%,

\*\* : στατιστικά σημαντικό στο 5%,

\*\*\*: στατιστικά σημαντικό στο 1%

Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν από την εφαρμογή του υποδείγματος της αγοράς για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης εμφανίζονται στον Πίνακα 4. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον πίνακα αυτόν είναι εντυπωσιακά, καθώς σε όλα τα εξεταζόμενα διαστήματα η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ενισχύοντας έτσι την άποψη ότι η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς έχει θετική επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Ενδεικτικά, στο

διάστημα  $(-6, 0)$  η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση ανέρχεται σε 5,95%, ενώ και στο διάστημα  $(-4, 0)$  αγγίζει το 5,05%.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζομένων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006

Ημέρες	Μέγεθος δείγματος N	CAR	Θετικά: Αρνητικά	t (AAR <sub>t</sub> )
$(-6,0)$	53	5,95%	35: 15	5,880***
$(-5,0)$	53	5,09%	33: 17	5,437***
$(-4,0)$	53	5,05%	37: 13	5,909***
$(-3,0)$	53	4,68%	40: 10	6,114***
$(-2,+2)$	53	4,00%	30: 20	4,682***
$(-1,0)$	52	3,39%	35: 14	6,272***
$(-1,+1)$	52	3,98%	33: 16	6,003***

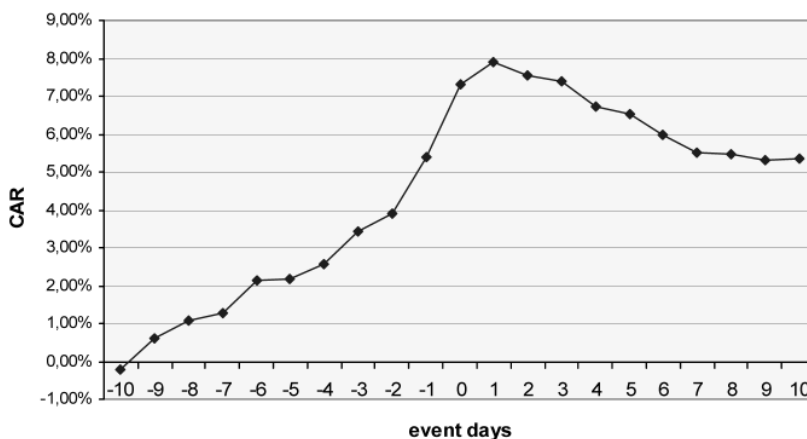
\*: στατιστικά σημαντικό στο 10%,

\*\* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

\*\*\*: στατιστικά σημαντικό στο 1%

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

Εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες



Τέλος, στο Διάγραμμα 2 εμφανίζεται η εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες στην Ελλάδα για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση της πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά στο Χρηματιστήριο. Οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις αρχικά αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό, ιδίως κατά το διάστημα (-2, +1), ενώ την ημέρα +1 η καμπύλη των CAR φτάνει στο μέγιστο σημείο της. Μάλιστα, ο ρυθμός αύξησης των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες είναι σημαντικά μεγαλύτερος από το ρυθμό αύξησης των αντίστοιχων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες. Από την ημέρα +1 μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς παρατηρείται μείωση των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων.

#### 4. Συμπεράσματα

Τα εμπειρικά ευρήματα της παρούσας έρευνας σχετικά με τις δραστηριότητες των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβαν χώραν στην ελληνική κεφαλαιαγορά για την περίοδο 1998-2006 επιβεβαιώνουν τα αντίστοιχα ευρήματα της έρευνας των Πρωτόπαπα, Τραυλού και Τσαγκαράκη (2003) για τις εταιρικές αναδιορθώσεις στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1988-1997. Καταρχάς, οι τιμές των μετοχών τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων σημειώνουν αυξημένες έκτακτες αποδόσεις λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς στον ημερήσιο οικονομικό Τύπο. Η παρατήρηση αυτή συνηγορεί στο ότι υπάρχει διαρροή πληροφοριών λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση. Αυτό συμβαίνει γιατί οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν είναι πολυμετοχικές.

Αντίθετα, όπως διαπιστώνει και ο Travlos (1993), πρόκειται κυρίως για εταιρείες μικρομεσαίου μεγέθους και οικογενειακού χαρακτήρα, στις οποίες το μεγαλύτερο μέρος του μετοχικού κεφαλαίου κατέχεται από μικρό αριθμό μεγαλομετόχων. Το γεγονός αυτό μάλιστα μειώνει την πιθανότητα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην ελληνική αγορά να υποκινούνται από την εκδήλωση κόστους αντιπροσώπευσης, καθώς οι αντιθέσεις συμφερόντων μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων είναι πιο περιορισμένες. Επιπλέον, πολλές από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά την εξεταζόμενη περίοδο αποτελούν θυγατρικές ομίλων εταιρειών, των οποίων η μητρική εταιρεία είναι επίσης εισηγμένη. Έτσι, αρκετοί από τους μεγαλομετόχους της μητρικής είναι επίσης μέτοχοι στις επιμέρους θυγατρικές του ομίλου. Συνεπώς, είναι πιθανόν ορισμένοι εξ αυτών να γνώριζαν εκ των προτέρων ότι σε λίγες ημέρες επρόκειτο να υποβληθεί πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Ένα συμπέρασμα που παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στην Ελλάδα είναι θετική, ενώ η πλειονότητα των μελετών που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες είτε σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις είτε βρίσκονται στο νεκρό σημείο. Αυτή η αντίφαση που παρατηρείται στις ελληνικές εξαγοράζουσες επιχειρήσεις μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η ελληνική αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι μικρή και μη ανταγωνιστική. Σύμφωνα με τους Doukas και Travlos (1988), σε μη ανταγωνιστικές αγορές οι εξαγοράζουσες εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να απορροφούν επιχειρήσεις στις οποίες προσφέρουν μικρότερο ποσοστό της συνολικής ωφέλειας από τη συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα, οι εξαγοράζουσες εταιρείες στην Ελλάδα μπορούν να πληρώνουν χαμηλότερες πρόσθετες τιμές (premium) επί της αρχικής τιμής για τα χρεόγραφα της εξαγοραζόμενης εταιρείας, σε σχέση με τις αντίστοιχες πρόσθετες τιμές που καλούνται να καταβάλλουν οι εξαγοράζουσες εταιρείες σε πιο αναπτυγμένες και ανταγωνιστικές κεφαλαιαγορές (κυρίως στις Αγγλοσαξονικές χώρες). Έτσι, εκμεταλλεύονται στο έπακρο τη διαπραγματευτική τους υπεροχή και παρακρατούν το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής ωφέλειας που συνεπάγεται μια συγχώνευση ή μια εξαγορά. Κατά συνέπεια, απολαμβάνουν υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις αποδόσεις των εξαγοραζουσών εταιρειών σε πιο ανταγωνιστικές αγορές συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Αναφορικά με τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εταιρειών, από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει ότι είναι αρκετά μικρότερες συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία. Η διαπίστωση αυτή ενδυναμώνει ακόμα περισσότερο την άποψη περί μη ανταγωνιστικής κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα. Οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές αποκομίζουν σημαντικά οφέλη εξ αιτίας των υψηλών πρόσθετων αμοιβών που καλούνται να καταβάλλουν οι εξαγοράζουσες προκειμένου να υλοποιηθεί η συγχώνευση ή η εξαγορά. Μάλιστα, όσο πιο ανταγωνιστική είναι η αγορά τόσο περισσότερες είναι οι πιθανές εξαγοράζουσες εταιρείες που ανταγωνίζονται για την ίδια εταιρεία-στόχο, με αποτέλεσμα να βρίσκουν εφαρμογή οι ίδιες περίπου αρχές που ισχύουν σε έναν πλειστηριασμό: όποια εξαγοράζουσα πληρώσει την υψηλότερη πρόσθετη αμοιβή θα καταφέρει να κερδίσει την εταιρεία-στόχο. Στην ελληνική, ωστόσο, κεφαλαιαγορά η έλλειψη ανταγωνισμού επιτρέπει στις ελληνικές εξαγοράζουσες εταιρείες να καθορίζουν αυτές την πρόσθετη αμοιβή που επιθυμούν να πληρώσουν. Έτσι, οι εξαγοράζουσες παρακρατούν το μεγαλύτερο μέρος των συνεργιακών και άλλων ωφελειών που προκύπτουν από τη συγχώνευση

ή την εξαγορά, περιορίζοντας κατ' επέκταση τα οφέλη που απολαμβάνουν οι εξαγοραζόμενες.

Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητες που αναμφίβολα δημιουργούν αξία τόσο στις εξαγοραζουσες όσο και στις εξαγοραζόμενες εταιρείες, αυξάνοντας τον πλούτο των μετόχων τους. Η αξία αυτή όμως δεν μοιράζεται εξίσου εφόσον οι εξαγοραζουσες εταιρείες στην Ελλάδα έχουν τη δυνατότητα να αυξάνουν τα δικά τους οφέλη και να περιορίζουν τα οφέλη των εξαγοραζομένων εταιρειών. Εν κατακλείδι, η ελληνική κεφαλαιαγορά θα πρέπει να εκσυγχρονηθεί έχοντας ως οδηγό τις ξένες ανεπτυγμένες αγορές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το παρελθόν της παγκόσμιας οικονομίας στο πεδίο αυτό θα πρέπει να αποτελέσει για την ελληνική πραγματικότητα ένα υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς εξαγορές και συγχωνεύσεις, στο οποίο θα μπορούσαν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις για τη μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από τέτοιες κινήσεις.

## Βιβλιογραφία

- Asquith P., (1983), "Merger bids, uncertainty and stockholder returns", *Journal of Financial Economics*, 11, pp 51-83.
- Berkovitch E. and Narayanan, M., P., (1993), "Motives for takeovers: an empirical investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, pp. 347-362.
- Capron L. and Pistre N., (2002), "When do acquirers earn abnormal returns?", *Strategic Management Journal*, 23, pp. 781-794.
- Doukas J. and Travlos, N., (1988), "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions", *Journal of Finance*, 43, pp. 1161-1175.
- Eckbo B., (1983), "Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 241-273.
- Eckbo B. and Langhor, C., (1989), "Information disclosure, method of payment and takeover premiums: public and private tender offers in France", *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 363-403.
- Faccio M. and Masulis, R., W., (2005), "The choice of payment method in european mergers and acquisitions", *Journal of Finance*, 60, pp. 1345-1388.
- Franks J. and Harris, R., (1989), "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 195-224.
- Goergen M. and Renneboog, L., (2003), "Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids", *European Corporate Governance Institute*, Brussels, Finance Working Paper.

- Jensen M. and Ruback, R., (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 1, pp 5-50.
- Mueller C., D. and Sirower, L., M., (2003), "The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia", *Managerial and Decision Economics*, 24, pp. 373-391.
- Mulherin H. and Boone, A., L., (2000), "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 117-139.
- Protopapas G., P., Travlos, N., G. and Tsagarakis, N., V. (2003), "Mergers and Acquisitions in Greece: Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", *Spoudai*, 53, No 4, pp. 80-104.
- Schwert G., W., (2000), "Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?", *Journal of Finance*, No 55, pp. 2599-2640.
- Sudarsanam S., Holl, P. and Salami, A., (1996), "Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure", *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, pp. 673-698.
- Travlos G., N., (1987), "Corporate takeover bids, methods of payment and bidding firms' stock return", *Journal of Finance*, 42, No 4, pp. 943-963.
- Travlos G., N., (1993), "Mergers and Acquisitions", *Economic Bulletin of Hellenic Bank Association*, vol. 39-40.
- Travlos N., G. and Papaioannou G., (1991), "Corporate acquisitions: method of payment effects, capital structure effects and bidding firms' stock returns", *Quarterly Journal of Business and Economics*, pp. 3-22.
- Walker M., (2000), "Corporate Takeovers, Strategic Objectives and Acquiring Firm Shareholder Wealth", *Financial Management*, 29, pp. 53-66.