

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Υπό

Παναγιώτη Γ. Πρωτόπαπα¹, Νικολάου Γ. Τραυλού, Νικολάου Β. Τσαγκαράκη

¹"Πρωτόπαπα Α.Ε.", ²ALBA, Greece, και Cardiff Business School, U.K.,

³Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Abstract

MERGERS AND ACQUISITIONS IN GREECE: STOCK PRICE REACTION OF ACQUIRING AND TARGET FIRMS

This study examines the stock price reaction to mergers and acquisitions on the announcement day by firms listed on the Athens Stock Exchange. Using an event study methodology we investigate firms that participated in mergers and acquisitions as buyers or targets during the period 1988-1997. Our findings show that mergers and acquisitions in Greece are associated with statistically significant abnormal returns for both the acquiring and target firms. Thus, mergers and acquisitions in Greece create wealth shared by both parties involved in a corporate restructuring. JEL Classification: G34

1. Εισαγωγή

Τα τελευταία δέκα χρόνια η παγκόσμια οικονομία γνώρισε ένα μεγάλο κύμα επιχειρηματικών αναδιοργανώσεων, κυρίως μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών.¹

Αυτή η έντονη επιχειρηματική δραστηριότητα έχει εγείρει αρκετά ερωτήματα, όπως: Ποιός είναι λόγος για τον οποίον πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων; Δημιουργείται πρόσθετη αξία από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων ή όχι; Τέλος, ποιά η επίδραση μιάς συγχώνευσης ή εξαγοράς στην τιμή της μετοχής της αγοράζουσας ή της αγοραζομένης επιχείρησης.²

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτενώς με την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον πλούτο των μετόχων τόσο των αγοραζουσών επιχειρήσεων όσο και των αγοραζομένων επιχειρήσεων όταν συμμετέχουν με επιτυχία σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι έρευνες έδειξαν ότι για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις δεν θεωρείται πάντοτε "καλή είδηση" η ανακοίνωση συγχώνευσης ή/και εξαγοράς επιχειρήσεων, ανεξάρτητα από τον τρόπον αναδιάρθρωσης που επέλεξαν οι επιχειρήσεις αυτές να χρησιμοποιήσουν (απλή συγχώνευση, εξαγορά με δημόσια προσφορά και συγχώνευση, ή εξαγορά με δημόσια προσφορά). Πράγματι, τα εμπειρικά αποτελέσματα ορισμένων ερευνών δείχνουν ότι οι αγοράζουσες επιχειρήσεις ωφελούνται (κερδίζουν) (Franks και Harris (1989), Dodd και Ruback (1977), Kummer και Hoffmeister (1978), Bradley (1980), Jensen και Ruback (1983), Franks, Harris και Titman (1989)). Άλλες έρευνες δείχνουν ότι οι αγοράζουσες επιχειρήσεις ζημιώνονται (Dodd (1980), Eckbo και Langhor (1989), Firth (1980), Travlos (1984,1987)). Αντίθετα, οι έρευνες που ξεετάζουν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζομένων επιχειρήσεων, έδειξαν ότι όταν ανακοινώνονται συγχωνεύσεις ή/και εξαγορές, οι αποδόσεις των μετοχών των αγοραζομένων επιχειρήσεων είναι θετικές και στατιστικώς σημαντικές.

Στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία πραγματοποιήθηκε ένας σημαντικός αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών. Όμως, ο μικρός αριθμός εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ σε συνάρτηση και με την μετοχική σύνθεση των επιχειρήσεων (οικογενειακές επιχειρήσεις και κρατικές επιχειρήσεις) δυσκόλεψαν την ανάπτυξη μιάς ανταγωνιστικής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών.³ Τα αποτελέσματα από τη διεθνή βιβλιογραφία παρουσιάζουν έντονο ενδιαφέρον και εγείρουν ερωτήματα σχετικά με το τι αναμένει κανείς να βρει σε αναπτυσσόμενες αγορές όπως η Ελληνική. Συγκεκριμένα, σε χώρες με ασθενή αγορά επιχειρηματικών μεταβολών ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο έντονος και συνεπώς είναι πιθανόν να παρέχεται η δυνατότητα να αποκομίζουν κέρδη όχι μόνον οι αγοραζόμενες αλλά και οι αγοράζουσες επιχειρήσεις.

Στόχος αυτής της μελέτης είναι η διερεύνηση των εκτάκτων αποδόσεων των μετοχών των αγοραζουσών και αγοραζομένων επιχειρήσεων που καταγράφονται την ημέρα ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή/και εξαγοράς των επιχειρήσεων στον ημερήσιο τύπο. Χρησιμοποιώντας μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology), ξεετάζεται η επίδραση των συγχωνεύσεων ή/και εξαγορών στον πλούτο των μετόχων ελληνικών επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτές ως αγοράζουσες επιχειρήσεις ή αγοραζόμενες επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1988-1997, όπως ανανακλάται

στις τιμές των μετοχών των αντιστοίχων επιχειρήσεων κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς/ συγχώνευσης.

Το τμήμα 2 παρέχει ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας. Το τμήμα 3 περιγράφει το χρησιμοποιούμενο δείγμα. Το τμήμα 4 περιγράφει την μεθοδολογία. Το τμήμα 5 παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα και το τμήμα 6 περιέχει τα συμπεράσματα της μελέτης.

2. Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτενώς με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων. Οι δημοσιευμένες μελέτες παρέχουν εμπειρικά ευρήματα σχετικά με την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις τιμές των μετοχών τόσο των αγοραζουσών επιχειρήσεων όσο και των αγοραζομένων επιχειρήσεων όταν συμμετέχουν με επιτυχία σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Διερευνούν την επίδραση της ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς επιχειρήσεων στον πλούτο των μετόχων και των δυο πλευρών (έκτακτη απόδοση των μετοχών). Τα εμπειρικά αποτελέσματά που παρουσιάζονται παρακάτω διακρίνονται ανάλογα με το αν αναφέρονται στην αγοράζουσα επιχείρηση ή την αγοραζόμενη επιχείρηση.⁴

2.1 Έκτακτες αποδόσεις αγοραζουσών επιχειρήσεων

Οι εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν την επίδραση της συγχώνευσης ή/και εξαγοράς σε αγοράζουσες επιχειρήσεις, διακρίνονται ανάλογα με τον τρόπο που πραγματοποιείται η αναδιάρθρωση της επιχείρησης σε: (α) απλή συγχώνευση, (β) εξαγορά με δημόσια προσφορά και (γ) συγχώνευση και εξαγορά με δημόσια προσφορά.

Απλές συγχωνεύσεις: Ο Dodd (1980) βρίσκει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -1,9%, στατιστικά σημαντικές. Ο Asquith (1983), αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,20% μη στατιστικά σημαντικές. Ο Eckbo (1983), διαπιστώνει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1, +1) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,07% μη στατιστικά σημαντικές. Οι Jensen και Ruback (1983), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων δεν πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες αποδόσεις. Οι Franks και Harris (1989), μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο

διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -3,60%, στατιστικά σημαντικές, ενώ οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά των Η.Π.Α, πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,10%, στατιστικά μη σημαντικές.

Εξαγορές με δημόσια προσφορά: Οι Dodd και Ruback (1977) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 2,83%, στατιστικά σημαντικές. Οι Kummer και Hoffmeister (1978) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 5,22%, στατιστικά σημαντικές. Ο Bradley (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-20, +20) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 4,36%, στατιστικά σημαντικές. Οι Jensen και Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 4%, στατιστικά σημαντικές. Οι Eckbo και Langhor (1989), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -3,21%, στατιστικά μη σημαντικές. Οι Franks και Harris (1989), μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,20%, στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά των Η.Π.Α, πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1%, στατιστικά μη σημαντικές.

Συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται με δημόσια προσφορά: Ο Firth (1980) αναφέρει ότι κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -6,3%, στατιστικά σημαντικές. Ο Travlos (1984), διαπιστώνει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -0,52% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks και Harris (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των

Μελέτη	Τρόπος Αναδιάρθρωσης	Περίοδος Ανακοίνωσης	Έκτακτη Απόδοση
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1,0)	-1,09*
Asquith (1983)	»	(-1,0)	0,20%
Eckbo (1983)	»	(-1,+1)	0,07%
Jensen και Ruback (1983)	»	(0 μήνα)	0,00%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα) (Αγγλία)	-3,60%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	0,10%*
Dodd και Ruback (1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	2,83%*
Kummer και Hoffmeister (1978)	»	(0 μήνα)	5,22%**
Bradley (1980)	»	(-20,+20)	4,36%*
Jensen και Ruback (1983)	»	(0 μήνα)	4%*
Eckbo και Langhor (1989)	»	(0 μήνα)	-3,21%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα) (Αγγλία)	1,20%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	1%*

Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	-6,3%*
Travlos (1984)	»	(-1,0)	-0,52%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα)	1%*
Franks, Harris και Titman (1989)	»	(-5, +5)	1,02%*

14,80%, στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων στην αγορά των Η.Π.Α, πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 14,70%, στατιστικά σημαντικές.

Εξαγορές με δημόσια προσφορά: Οι Dodd και Ruback (1977), ερεύνησαν εξαγορές με δημόσια προσφορά και αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 20,58%, στατιστικά σημαντικές. Οι Kummer και Hoffmeister (1978), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 16,85%, στατιστικά σημαντικές. Ο Bradley (1980), αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-20, +20) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 32,18%, στατιστικά σημαντικές. Οι Jensen και Ruback (1983), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες αποδόσεις ίσες με 30%, στατιστικά σημαντικές. Οι Eckbo και Langhor (1989), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 13,54%, στατιστικά σημαντικές. Οι Franks και Harris (1989), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 24%, στατιστικά σημαντικές, ενώ οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων στην αγορά των Η.Π.Α, πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30%, στατιστικά σημαντικές.

Συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται με δημόσια προσφορά Ο Firth (1980), αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,10%, στατιστικά σημαντικές. Ο Travlos (1984), παρατήρησε ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 15,07%, στατιστικά σημαντικές. Οι Franks και Harris (1989), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30%, στατιστικά σημαντικές. Οι Franks, Harris και Titman (1989), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζομένων επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-5, +5) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,04%, στατιστικά σημαντικές.

Μελέτη	Τρόπος Αναδιάρθρωσης	Περίοδος Ανακοίνωσης	Έκτακτη Απόδοση
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1,0)	13,41%*
Asquith (1983)	»	(-1,0)	6,20%*
Eckbo (1983)	»	(-1,+1)	6,24%*
Jensen και Ruback (1983)	»	(0 μήνα)	20,00%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα) (Αγγλία)	14,80%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	14,70%*
Dodd και Ruback (1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	20,58%*
Kummer και Hoffmeister (1978)	»	(0 μήνα)	16,85%*
Bradley (1980)	»	(-20, +20)	32,18%*
Jensen και Ruback (1983)	»	(0 μήνα)	30,00%*
Eckbo και Langhor (1989)	»	(0 μήνα)	13,54%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα) (Αγγλία)	24,00%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	23,30%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	28,10%*
Travlos (1984)	»	(-1, 0)	15,07%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα)	23,30%*
Franks, Harris και Titman (1989)	»	(-5, +5)	28,04%*

Από τον Πίνακα 2 παρατηρούμε ότι τα εμπειρικά πορίσματα συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι σε όλες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλές θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

3. Περιγραφή Δείγματος

Το δείγμα που εξετάζεται περιλαμβάνει τις ανακοινώσεις προτάσεων συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς κατά την περίοδο 1988-1997. Μια πρόταση συγχώνευσης θεωρείται επιτυχής εάν κατέληξε σε πραγματική συγχώνευση και η αγοραζόμενη επιχείρηση απορροφήθηκε πλήρως (χάνοντας την οικονομική της υπόσταση) από την αγοράζουσα επιχείρηση καθώς και όταν η αγοράζουσα επιχείρηση απέκτησε ένα σημαντικό μερίδιο στο μετοχικό κεφάλαιο της αγοραζόμενης επιχείρησης.⁵ Πηγή των στοιχείων της ερευνάς είναι οι ανακοινώσεις προτάσεων συγχωνεύσεων ή/και εξαγορών που δημοσιεύθηκαν στην οικονομική εφημερίδα "Ναυτεμπορική" κατά την περίοδο 1988-1997. Το παραπάνω δείγμα περιλαμβάνει συγχωνεύσεις και εξαγορές που είτε η αγοράζουσα επιχείρηση, είτε η αγοραζόμενη επιχείρηση, είτε και οι δύο επιχειρήσεις ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης στον ημερήσιο Τύπο.

Το συνολικό δείγμα αποτελείται από όλες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές για τις οποίες βρέθηκαν ανακοινώσεις στην "Ναυτεμπορική" κατά την περίοδο 1988-1997. Κατά την περίοδο που ερευνούμε βρέθηκαν συνολικά 72 ανακοινώσεις επιχειρήσεων (συνολικό δείγμα). Σε αυτό το δείγμα περιλαμβάνονται και οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στις οποίες οι αγοράζουσες επιχειρήσεις απορροφούν ή εξαγοράζουν ποσοστό μικρότερο του 50% των αγοραζόμενων επιχειρήσεων. Επίσης, στο δείγμα περιλαμβάνονται και οι νέες θυγατρικές επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν με συμμετοχή άλλων επιχειρήσεων (joint ventures). Το συνολικό δείγμα διαιρείται σε δύο μικρότερα δείγματα: α) το δείγμα με τις αγοράζουσες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. και για τις οποίες υπήρξαν ανακοινώσεις συγχώνευσης ή/και εξαγοράς άλλων επιχειρήσεων. Συνολικά το δείγμα περιλαμβάνει 56 αγοράζουσες επιχειρήσεις και β) το δείγμα με τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. και για τις οποίες υπήρξαν ανακοινώσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς τους από άλλες επιχειρήσεις, συνολικά περιλαμβάνει 16 αγοραζόμενες επιχειρήσεις.

Έτος	Αγοράζουσες Συγγωνεύσεις / Εξαγορές	Αγοραζόμενες Συγγωνεύσεις / Εξαγορές	Σύνολο
1991	2	1	3
1992	1	2	3
1993	5	1	6
1994	12	3	15
1995	14	2	16
1996	11	5	16
1997	11	2	13
Σύνολο	56	16	72

Κλάδος	Αγοράζουσες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Αγοραζόμενες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Σύνολο
Τράπεζες	4	2	6
Ασφάλειες	1	-	1
Συμμετοχών	2	-	2
Τηλεπικοινωνιών	1	-	1
Μεταλλουργικές	5	1	6
Τροφίμων & Ποτών	7	3	10
Αλευροποιητικές	2	1	3
Κλωστοϋφαντουργίες	4	-	4
Χημικών	8	5	13
Οικοδομησίμων Υλικών	1	2	3
Κατασκευαστικές	3	-	3
Διάφορες	6	-	6
Μεταλλεία	1	-	1
Πληροφορικής	1	-	1
Παράλληλη	10	2	12
Σύνολο	56	16	72

Έτος	Αγοράζουσες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Αγοραζόμενες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Σύνολο
1991	2	1	3
1992	1	1	2
1993	4	1	5

1994	10	2	12
1995	12	1	13
1996	8	3	11
1997	9	2	11
Σύνολο	46	11	57

	Μέσος	Διάμεσος	Τυπική Απόκλιση	Αριθμός Παρατηρήσεων
A) Αγοράζουσες επιχειρήσεις				
1. Χρηματιστηρ. Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	136.758.953	39.045.526	256.610.653	46
2. Αξία Συγχωνεύσεων	6.310.915	3.374.908	5.871.991	18
3. Σχετικό Μέγεθος Συγχωνεύσεων	12,03%	6,55%	11,40%	18
B) Αγοραζόμενες επιχειρήσεις				
4. Χρηματιστηρ. Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	91.962.570	23.045.726	157.717.309	11

4. Μεθοδολογία

Χρησιμοποιώντας την μέθοδο "Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων" (event study methodology), όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner (1980, 1985), ελέγχουμε αν οι τιμές μεταβάλλονται κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης και εξαγοράς. Σημαντικό ρόλο στη μεθοδολογία μας παίζουν οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της συγχώνευσης και εξαγοράς στον ημερησιο Τύπο. Εδώ ημερομηνία δημοσίευσης της ανακοίνωσης της συγχώνευσης και εξαγοράς θεωρείται η ημερομηνία που το επενδυτικό κοινό πληροφορείται την απόφαση της επιχείρησης να συγχωνευθεί ή/και εξαγορασθεί. (ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης στο Τύπο της συγχώνευσης και εξαγοράς).

Οι ημερήσιες αποδόσεις υπολογίζονται για 151 ημέρες ($\tau = -135$ έως $\tau = +15$) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης και εξαγοράς ($\tau = 0$). Οι 151 ημέρες συναλλαγών χωρίζονται στην περίοδο προσδιορισμού ($\tau = -135$ έως $\tau = -16$) και στην περίοδο του γεγονότος ($\tau = -15$ έως $\tau = +15$).

Για να αποφευχθούν προβλήματα κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας αποκλείονται μετοχές που είχαν πολύ μικρό ή ανύπαρκτο αριθμό ημερών συναλλαγής. Έτσι, το τελικό δείγμα (Πίνακας 3) περιλαμβάνει συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων που έχουν τουλάχιστον 30 ημερήσιες αποδόσεις κατά την περίοδο προσδιορισμού ($\tau = -135$ έως $\tau = -16$, $\tau = 0$ είναι ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης της συγχώνευσης και εξαγοράς).⁷

Για κάθε μετοχή χρησιμοποιείται το υπόδειγμα της αγοράς (market model), $R_{it} = a_i + \beta_i R_{m,t}$, για τον υπολογισμό της έκτακτης απόδοσης EA_{it} της μετοχής i την ημέρα τ και συμβολίζεται

$$EA_{it} = A_{it} - R_{it} \quad (1)$$

Όπου, A_{it} είναι η πραγματική απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα τ και R_{it} η απόδοση υπολογισμένη με το υπόδειγμα της αγοράς κατά την ημέρα τ που θεωρείται η αναμενομένη απόδοση της μετοχής. Δηλαδή, κάθε απόκλιση από την αναμενομένη απόδοση είναι έκτακτη. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται στη περίοδο $\tau = -15$ έως $\tau = +15$ και ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητά τους. Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (EA_i) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) είναι ίσες με μηδέν πραγματοποιείται, αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών t του student (i - statistics).

$$\text{Στατιστικός } t (EA) = EA_i / S (EA_i) \quad (2)$$

$$\text{Στατιστικός } t \text{ (CAR)} = \text{CAR}_t / (\sqrt{T} * S (EA_t)) \quad (3)$$

Περίοδος	N	Θετικά /	Αρνητικά	ΕΑ%	t [ΕΑ]
-15	55	22	33	0,08	0,27
-14	56	27	29	0,16	0,57
-13	56	29	27	0,18	0,65
-12	54	34	20	0,61	2,17*
-11	54	24	30	-0,08	-0,30
-10	56	27	29	0,20	0,71
-9	56	33	23	0,22	0,78
-8	56	23	33	0,19	0,42
-7	56	21	35	-0,55	-1,95*
-6	56	28	28	0,38	1,37
-5	56	28	28	0,03	0,09
-4	56	28	28	0,26	0,91
-3	55	31	24	0,48	1,72
-2	55	29	26	0,41	1,48

-1	56	30	26	0,55	1,95*
0	56	32	24	0,26	0,94
1	56	23	33	-0,34	-1,20
2	56	25	31	-0,10	-0,36
3	56	23	33	-0,79	-2,83**
4	56	31	25	0,43	1,54
5	56	31	25	0,58	2,07*
6	55	25	30	0,04	0,16
7	56	35	21	0,36	1,28
8	55	23	32	-0,10	-0,36
9	56	27	29	0,24	0,85
10	56	25	31	-0,33	-1,19
11	55	23	32	-0,40	-1,42
12	56	23	33	-0,42	-1,49
13	55	23	32	-0,46	-1,63
14	55	31	24	0,06	0,21
15	56	21	35	-0,48	-1,73
CAR (-5,0)	1,99				
Συντελεστής- t	2,90***				

Περίοδος	N	Θετικά /	Αρνητικά	ΕΛ%	t [ΕΑ]
-15	16	6	10	-0,62	-0,80
-14	16	8	8	0,21	0,27
-13	16	6	10	-0,83	-1,07
-12	16	8	8	0,53	0,69
-11	15	8	7	0,45	0,58
-10	16	10	6	0,80	1,03
-9	14	9	5	0,43	0,56
-8	16	8	8	0,24	0,31
-7	16	8	8	-0,54	-0,70

-6	16	6	10	-1,12	-1,44
-5	16	9	7	-0,49	-0,63
-4	16	9	7	1,02	1,31
-3	16	11	5	1,69	2,18*
-2	16	12	4	1,97	2,53**
-1	15	10	5	2,41	3,10***
0	16	10	6	2,28	2,94***
1	16	11	5	0,97	1,25
2	16	3	13	-1,29	-1,66
3	16	6	10	-0,55	-0,71
4	16	7	9	-0,19	-0,24
5	16	7	9	0,30	0,39
6	16	8	8	0,46	0,59
7	16	8	8	-0,91	-1,17
8	16	7	9	-0,77	-0,99
9	16	7	9	-0,65	-0,84
10	16	8	8	0,85	1,10
11	16	9	7	-0,19	-0,25
12	16	7	9	-0,74	-0,96
13	16	7	9	-0,29	-0,37
14	16	11	5	0,39	0,50
15	16	9	7	0,08	0,10
CAR (-5, 0)	8,88				
Συντελεστής- t	4,67***				

Περίοδος	N	Θετικά /	Αρνητικά	ΕΑ%	t [ΕΑ]
-15	45	17	28	-0,16	-0,49
-14	46	22	24	0,02	0,07
-13	46	24	22	0,10	0,32
-12	44	28	16	0,63	1,94*
-11	45	17	28	-0,21	-0,66
-10	46	24	22	0,28	0,85
-9	46	30	16	0,43	1,31
-8	46	19	27	0,22	0,69
-7	46	16	30	-0,67	-2,07*
-6	46	24	22	0,39	1,20
-5	46	21	25	-0,12	-0,37
-4	46	26	20	0,42	1,30
-3	45	23	22	0,40	1,22
-2	45	24	21	0,31	0,96
-1	46	25	21	0,69	2,13*

0	46	28	18	0,40	1,23
1	46	22	24	-0,19	-0,59
2	46	22	24	-0,10	-0,31
3	46	20	26	-0,77	-2,36**
4	46	23	23	0,27	0,84
5	46	27	19	0,29	0,89
6	45	21	24	-0,11	-0,35
7	46	26	20	-0,01	-0,04
8	45	20	25	-0,08	-0,23
9	46	21	25	0,21	0,63
10	46	21	25	-0,35	-1,07
11	45	20	25	-0,33	-1,00
12	46	18	28	-0,41	-1,26
13	45	20	25	-0,26	-0,79
14	45	26	19	0,22	0,68
15	46	18	28	-0,45	-1,40
CAR (-5, 0)	2,10				
Συντελεστής- t	2,64**				

Περίοδος	N	Θετικά /	Αρνητικά	EA%	t [EA]
-15	11	4	7	-0,36	-0,40
-14	11	6	5	0,06	0,07
-13	11	3	8	-1,13	-1,25
-12	11	5	6	0,43	0,47
-11	10	5	5	0,58	0,64
-10	11	7	4	1,09	1,20
-9	11	8	3	0,73	0,81
-8	11	5	6	0,56	0,62
-7	11	6	5	-0,59	-0,65
-6	11	4	7	-1,16	-1,28
-5	11	6	5	-0,49	-0,54
-4	11	6	5	0,77	0,85
-3	11	7	4	2,09	2,31**
-2	11	7	4	2,26	2,49**
-1	10	7	3	2,95	3,26***
0	11	6	5	2,08	2,30**
1	11	7	4	1,05	1,16
2	11	2	9	-1,32	-1,46
3	11	3	8	-1,77	-1,95
4	11	4	7	-0,38	-0,41
5	11	7	4	1,10	1,22
6	11	7	4	1,09	1,20
7	11	5	6	-1,20	-1,32
8	11	2	9	-1,92	-2,12*
9	11	4	7	-1,15	-1,27

10	11	6	5	1,29	1,42
11	11	5	6	-0,38	-0,41
12	11	5	6	-0,84	-0,93
13	11	4	7	-0,46	-0,51
14	11	8	3	0,70	0,77
15	11	7	4	0,38	0,42
CAR (-5,0)	9,66				
Συντελεστής- t	4,36***				

επιχειρήσεις, διαπιστώνουμε ότι πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης.

Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των αγοραζουσών επιχειρήσεων που παρατηρείται είναι υψηλότερη σε σχέση με τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών επιχειρήσεων που παρουσιάζονται σε άλλες μελέτες. Ομοίως, οι σχετικές αποδόσεις των αγοραζομένων επιχειρήσεων είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες των αναφερομένων στη διεθνή βιβλιογραφία. Η παρατήρηση αυτή όμως μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι η αγορά συγχωνεύσεων στην Ελλάδα είναι αρκετά μικρή και δεν είναι ανταγωνιστική. Μία μη ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων δίνει το προνόμιο στις αγοράζουσες επιχειρήσεις να απορροφούν/εξαγοράζουν επιχειρήσεις προσφέροντας ταυτόχρονα μικρότερο ποσοστό του συνολικού οφέλους που προκύπτει από την συγχώνευση/εξαγορά στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Δηλαδή οι αγοράζουσες επιχειρήσεις παρακρατούν μεγαλύτερο μέρος του συνολικού οφέλους από μία συγχώνευση/εξαγορά με αποτέλεσμα να παρατηρούνται υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις έκτακτες αποδόσεις που θα επιτυγχάνονταν σε μία ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων. Για τον ίδιο λόγο οι αγοράζόμενες επιχειρήσεις κερδίζουν μικρότερο μέρος του συνολικού οφέλους από μία συγχώνευση με αποτέλεσμα να παρατηρούνται χαμηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις έκτακτες αποδόσεις που θα επιτυγχάνονταν σε μία ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων.

Υποσημειώσεις

1. Στις Η.Π.Α, το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών συνδυάστηκε με την ανάπτυξη της οικονομίας και με τις ταχύτερες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον (απελευθέρωση κεφαλαιαγορών, διεθνοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, κ.ά.). Στην Ευρώπη η πολιτική και οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης παράλληλα με τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν ευνοϊκές συνθήκες για νέες συγχωνεύσεις. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε Τραυλός (2000).

2. Αγοράζουσα επιχείρηση = Επιχείρηση Επενδυτής. Αγοραζόμενη Επιχείρηση = Επιχείρηση Στόχος.

3. Βλέπε Τραυλός (2000).

4. Βλέπε Τραυλός (1993).

5. Βλέπε Travlos (1987).

6. Στο "καθαρό" δείγμα δεν περιλαμβάνονται οι νέες θυγατρικές επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν με συμμετοχή άλλων επιχειρήσεων (joint ventures).

7. Όπως σημειώνουν οι Brown και Warner (1985) "αν υπάρχουν ημέρες χωρίς αποδόσεις (δεν έγιναν συναλλαγές), κατά τον υπολογισμό παραμέτρων εξαιρούνται τόσο η ημέρα αυτή όσο και η απόδοση της ημέρας που ακολουθεί αμέσως μετά". Δηλαδή, θέλουμε να υπάρχουν συνολικά τουλάχιστον 30 ημέρες με αποδόσεις αφού εξαιρεθούν οι αποδόσεις που ακολουθούν τις ημέρες χωρίς απόδοση. Με τον περιορισμό αυτό εξασφαλίζεται ότι οι αποδόσεις που χρησιμοποιήθηκαν θα είναι όλες αποδόσεις μιάς ημέρας. Αν η ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης και εξαγοράς είναι αργία τότε θα θεωρείται ως ημερομηνία ανακοίνωσης η επομένη εργάσιμη ημέρα.

8. Το S (EAt) δεν υπολογίζεται την περίοδο του γεγονότος (event period) αφού οι αποδόσεις των μετοχών την περίοδο αυτή ενδέχεται να επηρεάζονται (θετικά ή αρνητικά) από τις ανακοινώσεις συγχώνευσης και εξαγοράς και επομένως το S (EAt) μπορεί να είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο απ' ότι αν υπολογιζόταν στην περίοδο προσδιορισμού όπου δεν υπάρχουν ανακοινώσεις συγχωνύσεων και εξαγορών.

9. Ως ανακοίνωση θεωρείται η δημοσίευση της πληροφορίας που ενημερώνει για συγχώνευση ή/και εξαγορά επιχειρήσεων από τις οποίες τουλάχιστον η μια είναι εισηγμένη στο ΧΑ.

10. Τα αποτελέσματα (στους Πίνακες 7, 8, 9, 10) είναι ποιοτικώς παρόμοια όταν για την εκτίμηση των έκτακτων αποδόσεων χρησιμοποιείται η μέθοδος "της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς".

11. Όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος της "προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης" για την εκτίμηση των έκτακτων αποδόσεων, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια, ($CAR(-5, 0) = 2,05\%$ στο δείγμα ($N=56$) στατιστικά σημαντική ($t=2,91$) και ($CAR(-5, 0) = 2,19\%$ στο δείγμα ($N=46$) στατιστικά σημαντική ($t=2,66$)).

Βιβλιογραφία

- Asquith P., (1983), "Mergers bids, uncertainty and stockholder returns", *Journal of Financial Economics*, 11, pp.51-83.
- Bradley M., (1980), "Interfirm tender offers and the market of corporate control", *Journal of Business*, 53, pp.345-376.
- Brown S. and J. Warner, (1980), "Using daily stock returns - The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, 8, pp.205-258.
- Brown S. and J. Warner, (1985), "Using daily stock returns - The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, 14, pp.3-31.
- Dodd P., (1980), "Merger proposals, management discretion and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 8, pp.105-137.
- Dodd P., and R. Ruback, (1977), "Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, pp.351-373.
- Doukas J. and N. Travlos, (1988), "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions", *Journal of Finance*, 43, (5), pp. 1161-1175.

- Eckbo B., (1983), "Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, pp.241-273.
- Eckbo B. and H. Langohr, (1989), "Information disclosure, method of payment and takeover premiums: Public and private tender offers in France", *Journal of Financial Economics*, 24, pp.363-403.
- Firth M., Takeovers, (1980), "Shareholder returns and the theory of the firm", *Quarterly Journal of Economics*, 94, pp.235-260.
- Franks J. and R. Harris, (1989), "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, 23, pp.195-224.
- Franks J., R. Harris, and S. Titman, (1989), "The postmerger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 29, pp.81-96.
- Kummer D. and R. Hoffmeister, (1978), "Valuation consequences of cash tender offers", *Journal of Finance*, 33, pp.505-516.
- Jensen M. and R. Ruback, (1983), "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, pp.5-50.
- Travlos N., (1984), "Takeovers and method of payment: the effect of alternative financial schemes on common stock prices of bidding and targets firms", Ph.D Dissertation, New York University.
- Travlos N., (1987), "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance*, 42, pp.943-963.
- Τραυλός Ν., (1993), "Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων", *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*.
- Τραυλός Ν., (2000), "Συγχωνεύσεις και εξαγορές: Διεθνείς εμπειρίες και Ελληνικές προοπτικές", *Τάσεις - Η Ελληνική Οικονομία 2000, έκδοση του περιοδικού Επιλογή*, σελ.178-188.
- Τραυλός Ν., (1991), "Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων", *Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας*.