

Κερδοφόρες Συγκεντρώσεις και Αιτήσεις Άδειας Παρέκκλισης: Αναλύσεις Γεγονότων σε Αποφάσεις της Επιτροπής Ανταγωνισμού (1995-2008)⁺

Παναγιώτης Φώτης¹, Μιχαήλ Πολέμης¹¹ Νικόλαος Ζευγώλης²

¹Δρ. Οικονομολόγος – Ειδικός Επιστήμονας στην Επιτροπή Ανταγωνισμού

²Δ.Ν. Δικηγόρος - Ειδικός Επιστήμονας στην Επιτροπή Ανταγωνισμού

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη έχει ως στόχο τη διερεύνηση των υπερκανονικών αποδόσεων (abnormal returns) μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται σε αιτήσεις άδειας παρέκκλισης συγκεντρώσεων στην Επιτροπή Ανταγωνισμού κατά την περίοδο 1995-2008. Χρησιμοποιώντας μεθοδολογία ανάλυσης γεγονότων, εξετάζεται τόσο η επίδραση της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης στις αποδόσεις (υπερκανονικές και αθροιστικά υπερκανονικές) των συμμετεχουσών εταιρειών κατά την περίοδο από την αίτηση για χορήγηση άδειας παρέκκλισης έως την έκδοση απόφασης αυτής, όσο και η επίδρασή της σε διάφορες περιόδους του γεγονότος γύρω από την ανακοίνωση. Από τα αποτελέσματα της μελέτης, προκύπτει ότι η καθυστέρηση ή η μη χορήγηση άδειας παρέκκλισης δεν επηρεάζει αρνητικά ή θετικά την αθροιστική υπερκανονική απόδοση των συμμετεχουσών εταιρειών, ενώ οι συγκεντρώσεις συνδέονται με θετικές και στατιστικά σημαντικές αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις.

1. Εισαγωγή

Συγκέντρωση πραγματοποιείται όταν ένα ή περισσότερα πρόσωπα² που ελέγχουν ήδη τουλάχιστον μια επιχείρηση ή μια ή περισσότερες επιχειρήσεις, αποκτούν άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων³.

Ο έλεγχος μπορεί να απορρέει από δικαιώματα, συμβάσεις ή άλλα μέσα, τα οποία είτε μεμονωμένα είτε από κοινού με άλλα και λαμβανομένων υπόψη των σχετικών πραγματικών ή νομικών συνθηκών, παρέχουν τη δυνατότητα καθοριστικής επίδρασης στη δραστηριότητα μιας επιχείρησης. Αυτό δύναται να συμβεί ιδίως στις περιπτώσεις που πρόκειται είτε για δικαιώματα κυριότητας ή επικαρπίας επί του συνόλου ή μέρους των

⁺ Οι απόψεις στο συγκεκριμένο άρθρο είναι αυστηρά προσωπικές και σε καμία περίπτωση δεν δεσμεύουν την Επιτροπή Ανταγωνισμού. Οι συγγραφείς αισθάνονται την ανάγκη να ευχαριστήσουν τον ανώνυμο κριτή του άρθρου για τα εποικοδομητικά σχόλια και τις παρατηρήσεις του. Επίσης, ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει στον καθηγητή κ. Η. Τζαβαλί για τα εύστοχα σχόλια του κατά την αρχική μορφή του άρθρου.

¹ *Συγγραφέας προς επικοινωνία* : Μιχαήλ Πολέμης, Κότσικα 1^Α & Πατησίων Αθήνα, Τ.Κ. 104 34
Τηλ: + 210-8809217 Fax: + 210-8809160 Ηλεκτρονική διεύθυνση: mpollemis@epant.gr

² Νομικά ή φυσικά πρόσωπα, είτε και τα δύο.

³ Βλέπε σχετικά άρθρο 4 παρ. 2 εδαφ. β του ν. 703/77, όπως ισχύει.

περιοριστικών στοιχείων της επιχείρησης, είτε για δικαιώματα ή συμβάσεις που παρέχουν δυνατότητα καθοριστικής επίδρασης στη σύνθεση, στις συσκέψεις ή τις αποφάσεις των οργάνων μίας επιχείρησης⁴.

Όπως συνάγεται από το περιεχόμενο του άρθρου 3 του Κανονισμού 139/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων, βάση για την εννοιολογική προσέγγιση της συγκέντρωσης αποτελεί η αρχή της μεταβολής στον έλεγχο⁵. Από τη διατύπωση του ως άνω άρθρου συνάγεται ότι η συγκέντρωση είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με ένα πλέγμα νομικών και οικονομικών παραγόντων που μεταβάλλουν τη δομή της επιχείρησης για μεγάλο χρονικό διάστημα και ως εκ τούτου συνάγεται ότι δεν πρόκειται για μία παροδική μεταβολή. Συγκέντρωση⁶ δύναται να επέλθει κατά κύριο λόγο με δύο τρόπους: α) ή με τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων προηγουμένως ανεξάρτητων επιχειρήσεων β) ή με την απόκτηση του ελέγχου⁷ άλλης επιχείρησης (είτε στο σύνολό της είτε ως προς ένα μέρος αυτής).

Επιπροσθέτως, συγκέντρωση δύναται να επέλθει όχι μόνο στην περίπτωση μεταβολής της δομής, αλλά και στην περίπτωση δημιουργίας νέας δομής, νέας νομικής οντότητας με τη μορφή κοινής επιχείρησης (joint venture⁸), υπό τις αναγκαίες προϋποθέσεις ότι αυτή θα χαρακτηρίζεται i) από διάρκεια και ii) από δυνατότητα λειτουργίας ως αυτόνομης οικονομικής ενότητας⁹.

Η παρούσα μελέτη έχει ως στόχο τη διερεύνηση των υπερκανονικών αποδόσεων (abnormal returns) μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται σε αιτήσεις άδειας παρέκκλισης συγκεντρώσεων στην Επιτροπή Ανταγωνισμού κατά την περίοδο 1995-2008. Χρησιμοποιώντας μεθοδολογία ανάλυσης γεγονότων, εξετάζεται τόσο η επίδραση της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης στις αποδόσεις (υπερκανονικές και αθροιστικά υπερκανονικές) των συμμετεχουσών εταιρειών κατά την περίοδο από την αίτηση για

⁴ Βλέπε σχετικά την παρ. 3 του άρθρου 4 του ν. 703/77, όπως ισχύει.

⁵ Βλέπε ενδεικτικά Κοτσίρη, 1998, σελ. 19, καθώς επίσης και Ζευγώλη, 2007, σελ. 15επ.

⁶ Για την έννοια της συγκέντρωσης, βλέπε επίσης Λιακόπουλο, 1997, σελ. 6επ., ιδίως σελ. 19-20.

⁷ Βλέπε άρθρο 3(2) του Κανονισμού 139/2004, Εν προκειμένω υπογραμμίζεται ότι μία ειδικότερη μορφή μεταβολής δομής συνιστά η μεταβολή της δομής του ελέγχου. Επομένως, υπό αυτή την έννοια και η συγκεκριμένη περίπτωση δύναται να αποτελέσει συγκέντρωση (π.χ. όταν ο ατομικός έλεγχος μετατρέπεται σε κοινό ή αντιστρόφως, καθώς και όταν αυξάνεται ο αριθμός των μετόχων που ασκούν έλεγχο από κοινού).

⁸ Για τις κοινές επιχειρήσεις που συνιστούν συγκεντρώσεις, βλέπε Goyder, 2003, σελ. 406επ. Βλέπε επίσης σχετικά Σουφλερό 2004, σελ. 865επ. Βλέπε επίσης σχετικά Ζευγώλη, 2007, σελ. 100επ.

⁹ Βλέπε άρθρο 3 παρ. 4 του Κανονισμού 139/2004, καθώς και άρθρο 4 παρ. 5 εδ. 1 του Ν. 703/77.

χορήγηση άδειας παρέκκλισης έως την έκδοση απόφασης αυτής, όσο και η επίδρασή της σε διάφορες περιόδους του γεγονότος γύρω από την ανακοίνωση.

Η δομή του παρόντος άρθρου έχει ως εξής: Στην επόμενη ενότητα γίνεται περιγραφή του μηχανισμού γνωστοποίησης των συγκεντρώσεων στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα γίνεται ειδική αναφορά στην πτώση της απόδοσης των μετοχών ως ένα από τα βασικότερα επιχειρήματα των εταιρειών για χορήγηση της άδειας παρέκκλισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού. Στη συνέχεια πραγματοποιείται η ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας και περιγράφεται το χρησιμοποιούμενο δείγμα των εταιρειών. Στην ενότητα 4 περιγράφεται η ακολουθούμενη μεθοδολογική προσέγγιση και στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά ευρήματα. Στην ενότητα 5 περιλαμβάνονται τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

2. Γνωστοποίηση συγκέντρωσης - Αίτημα παρέκκλισης – Το επιχείρημα της απόδοσης μίας μετοχής

Από πλευράς διαδικασίας στην ελληνική έννομη τάξη (Ν. 703/77) παρατηρούνται τα εξής:

Κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού εντός δέκα (10) εργάσιμων ημερών¹⁰ «από τη σύναψη της συμφωνίας¹¹ ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής, που εξασφαλίζει τον έλεγχο της επιχείρησης», υπό τις αναγκαίες σωρευτικά προϋποθέσεις ότι i) ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση¹² ανέρχεται, στην παγκόσμια αγορά τουλάχιστον σε εκατόν πενήντα εκατομμύρια (150.000.000) ευρώ και ii) δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις

¹⁰ Βλέπε παρ. 2 του άρθρου 4β του Ν. 703/77.

¹¹ Το προσύμφωνο της συγκέντρωσης, που στην πλειοψηφία των περιπτώσεων προηγείται της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης, αποτελεί την καταρχήν συμφωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών στη συγκέντρωση βάσει της οποίας και σύμφωνα με τον ν. 703/77, ως ισχύει, οι τελευταίες εντός 10 ημερών από την υπογραφή του είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιήσουν την συγκέντρωση στην Επιτροπή Ανταγωνισμού. Η ανακοίνωση της συγκέντρωσης είναι η ημέρα διοχέτευσης της πληροφορίας στην αγορά, είτε από τις ίδιες τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε αυτήν, είτε από διάφορες άλλες πηγές της τελευταίας. Τέλος, τονίζεται ότι υπάρχουν περιπτώσεις συγκεντρώσεων όπου η ημέρα ανακοίνωσης της συγκέντρωσης συμπύπτει με την ημέρα υπογραφής του προσυμφώνου συγκέντρωσης (βλ. κατωτέρω ενότητες 3.1 και 4).

¹² Κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 4στ του Ν. 703/77.

πραγματοποιούν, η καθεμία χωριστά, συνολικό κύκλο εργασιών άνω των δεκαπέντε εκατομμυρίων (15.000.000) ευρώ στην ελληνική αγορά¹³.

Στην περίπτωση που η συγκέντρωση αποτελεί αντικείμενο συμφωνίας των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση, υποχρέωση γνωστοποίησης έχει κάθε μία από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις. Σε όλες δε τις υπόλοιπες περιπτώσεις υποχρέωση γνωστοποίησης έχουν «τα πρόσωπα, οι επιχειρήσεις ή ομάδες προσώπων ή επιχειρήσεων, που αποκτούν έλεγχο στο σύνολο ή σε τμήματα μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων»¹⁴. Η Επιτροπή Ανταγωνισμού καθορίζει το ειδικότερο περιεχόμενο της γνωστοποίησης και ρυθμίζει κάθε άλλο σχετικό με αυτή θέμα¹⁵.

Ένα εξαιρετικά ενδιαφέρον ζήτημα στο πεδίο των γνωστοποιήσεων συγκεντρώσεων είναι αυτό του αιτήματος παρέκκλισης¹⁶ που σε ορισμένες περιπτώσεις τα συμβαλλόμενα (γνωστοποιούντα) μέρη υποβάλουν στην Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (Ε.Α.), προκειμένου να επιτύχουν την κατ'εξαίρεση άμεση υλοποίηση της συγκέντρωσης. Η άδεια αίτησης παρέκκλισης μπορεί να ζητείται και να παρέχεται σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή είτε πριν από τη γνωστοποίηση είτε μετά τη συναλλαγή (Κουτσούκης Δ, 1997). Τονίζεται ότι η ανακοίνωση της συγκέντρωσης είναι η μέρα μηδέν της περιόδου του γεγονότος και συμπίπτει με την ημέρα δημοσιοποίησης της επικείμενης συναλλαγής-συγκέντρωσης (βλ. Ενότητα 4 – Μεθοδολογία).

Ένα από τα βασικότερα επιχειρήματα που προβάλλουν οι γνωστοποιούσες επιχειρήσεις είναι η πιθανολογούμενη αρνητική επίδραση στην απόδοση μίας μετοχής, στην περίπτωση εκείνη που για το αίτημα παρέκκλισης καθυστερήσει να εκδοθεί απόφαση ή τελικά δεν εγκριθεί από την Ε.Α. Η παρούσα μελέτη, αξιολογώντας αιτήματα παρέκκλισης υποβληθέντα στην Ε.Α την περίοδο 1995-2008 τόσο κατά τη χρονική περίοδο από την υπογραφή της γνωστοποιηθείσας συμφωνίας μέχρι και την έκδοση απόφασης από την Ε.Α., όσο και κατά το διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή του προσυμφώνου της συγκέντρωσης μέχρι και την κατάθεση της αίτησης χορήγησης άδειας παρέκκλισης,

¹³ Άρθρο 4β παρ. 1 του Ν. 703/77.

¹⁴ Βλέπε παρ. 3-4 του άρθρου 4β του Ν. 703/77.

¹⁵ Βλέπε παρ. 5-6 του άρθρου 4β του Ν. 703/77.

¹⁶ Εξ όσων οι γράφοντες είναι σε θέση να γνωρίζουν, τόσο στην αλλοδαπή όσο και (πολλά δε μάλλον) στην ελληνική βιβλιογραφία μελέτη για το συγκεκριμένο ζήτημα δεν έχει μέχρι σήμερα εκπονηθεί.

επιχειρεί να αποσαφηνίσει σε ποιο βαθμό το ως άνω αναφερόμενο επιχείρημα είναι εύλογο ή προσχηματικό, προκειμένου να επιτευχθεί η επιθυμητή από τα συμβαλλόμενα μέρη άδεια παρέκκλισης.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 4^ε παρ. 3 του Ν. 703/77, η Επιτροπή Ανταγωνισμού δύναται κατόπιν αίτησης των συμμετεχουσών στη συγκέντρωση επιχειρήσεων, να επιτρέψει παρέκκλιση από τις οριζόμενες εκ του νόμου υποχρεώσεις¹⁷, προκειμένου να αποφευχθούν σοβαρές ζημιές σε βάρος μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων τις οποίες αφορά η πράξη συγκέντρωσης ή σε βάρος τρίτου. Στην απόφαση που επιτρέπει την παρέκκλιση, ενδέχεται να τίθενται όροι και υποχρεώσεις για την εξασφάλιση συνθηκών αποτελεσματικού ανταγωνισμού και την αποτροπή καταστάσεων που θα μπορούσαν να δυσχεράνουν την εκτέλεση τυχόν απαγορευτικής οριστικής απόφασης. Η άδεια παρέκκλισης μπορεί να ζητείται και να παρέχεται σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο είτε πριν από τη γνωστοποίηση είτε μετά τη συναλλαγή. Η απόφαση που επιτρέπει την παρέκκλιση, δύναται να ανακληθεί από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, εφόσον, είτε η έκδοσή της στηρίχθηκε σε ανακριβή και παραπλανητικά στοιχεία, είτε οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις παραβούν οποιονδήποτε όρο ή υποχρέωση που καθορίστηκαν με την απόφαση¹⁸.

Η εμπειρία καταδεικνύει ότι ένα από τα βασικότερα και συνηθέστερα επιχειρήματα που επικαλούνται οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις, προκειμένου να επιτύχουν την κατ'εξαίρεση άμεση υλοποίηση της συγκέντρωσης (παρέκκλιση δηλαδή από τον κανόνα της αναστολής υλοποίησης της συγκέντρωσης) είναι η πτώση της απόδοσης της μετοχής είτε της εξαγοράζουσας είτε της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (σε ορισμένες δε περιπτώσεις και των δύο)¹⁹.

¹⁷ Βλέπε άρθρο 4^ε παρ. 1-2 του Ν. 703/77 .

¹⁸ Βλέπε άρθρο 4δ παρ. 12 του Ν. 703/77.

¹⁹ Σε ό,τι αφορά την αντιμετώπιση του συγκεκριμένου ζητήματος σε σχέση με την κοινοτική έννομη τάξη, επισημαίνονται τα εξής: Στο διάστημα από τις 21.09.1990 μέχρι τις 20.09.2008 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη εκδώσει 100 αποφάσεις για αιτήσεις άδειας παρέκκλισης του άρθρου 7 παρ. 4 του προηγούμενου Κανονισμού 4064/1989) [Βλέπε σχετικά <http://ec.europa.eu/comm/competition/mergers/statistics.pdf>]. Αν και η πρακτική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι να παραχωρεί άδειες παρέκκλισης στο πλαίσιο του άρθρου 7 παρ. 3 του Κανονισμού 139/2004 μόνο σε εξαιρετικές περιστάσεις, εντούτοις άδειες παρέκκλισης έχουν χορηγηθεί για μία ποικιλία λόγων που συνήθως προβάλλουν οι ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις [Για το ζήτημα των παρεκκλίσεων, βλέπε Ortiz Blanco, 2006, paras 16.07-16.09 και Nicholas Levy, 2002, para 5.13]. Λόγου χάριν, υπήρξαν περιπτώσεις κατά τις οποίες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έδωσε άδεια παρέκκλισης είτε λόγω του φόβου διάλυσης κοινής επιχείρησης (joint venture) [βλέπε την υπ αριθμ. COMP/M.1358

3. Επισκόπηση βιβλιογραφίας

Οι αναλύσεις γεγονότων επικεντρώνονται στην επίδραση της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης στην μετοχική αξία τόσο της εξαγοράζουσας, όσο και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Οι εργασίες των Ball & Brown (1968), Fama & Fisher et al. (1969), Brown & Warner (1980), (1985), εισήγαγαν τη βασική μεθοδολογία η οποία χρησιμοποιείται μέχρι και σήμερα²⁰. Τα κύρια αποτελέσματα των συγκεκριμένων μελετών²¹ δείχνουν ότι η ανακοίνωση της συγκέντρωσης επιδρά αρνητικά και θετικά στη μετοχική αξία των εξαγοράζουσων και εξαγοραζόμενων εταιρειών αντίστοιχα²².

Οι αναλύσεις γεγονότων όμως δεν έχουν χρησιμοποιηθεί μόνο για αυτό, αλλά και για να εξαχθούν συμπεράσματα ως προς την ακολουθούμενη πολιτική ανταγωνισμού. Για παράδειγμα, ο Eckbo (1983)²³ με τη μελέτη του εισήγαγε τις έννοιες της Συμπραξιακής συμπεριφοράς (Collusion Hypothesis) και αύξηση της αποτελεσματικότητας (Efficiency Hypothesis)²⁴. Τα αποτελέσματα των ερευνών του έδειξαν ότι για 79 συγκεντρώσεις στις Η.Π.Α δεν αποδεικνύεται η υπόθεση της συμπραξιακής συμπεριφοράς. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν οι Schumann (1993) και Stillman (1983). Ειδικότερα, ο

υπόθεση In Philips/Lucent Technologies (Deconcentration), της 06.01.1999, παρ. 7] είτε λόγω φόβου αποδυνάμωσης του ενεργητικού που θα απαιτηθεί για δεσμεύσεις [Βλέπε την υπ αριθμ. COMP/M.1820 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (BP/JV Dissolution, παρ. 2) και την υπ αριθμ. COMP/M.1822 απόφασή της (Mobil/JV Dissolution, παρ. 2) σε σχέση με την υπ αριθμ. COMP/M.1383 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της 29.09.1999], είτε λόγω της δημιουργίας ενός νέου ανταγωνιστή στη σχετική αγορά [Βλέπε την υπ αριθμ. COMP/M.1667 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής [BBL/BT/ISP Belgium, 23.09.1999], καθώς και τις υπ αριθμ. IV/JV.2 [ENEL/FT/DT, της 22.06.1998, παρ. 8] και IV/M.538 [OMNITEL, της 27.03.1995, παρ. 6] αποφάσεις της], είτε λόγω της δύσκολης οικονομικής κατάστασης της εταιρίας στόχου, είτε λόγω της ανάγκης να γίνει μία ανεπιφύλακτη προσφορά για την απόκτηση της εταιρίας στόχου [Βλέπε σχετικά τις υπ αριθμ. COMP/M.3007 [E.ON/TXU Europe Group, της 18.12.2002, παρ. 2] και υπ αριθμ. COMP/M.2777 αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής [Cinven Limited/Angel Street Holdings, της 08.05. 2002, παρ. 2]. Εξ όσων είναι σε θέση να γνωρίζουν οι γράφοντες, άδεια παρέκκλισης λόγω πτώσης απόδοσης μετοχής δεν έχει χορηγηθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

²⁰ Στη βιβλιογραφία έχουν εμφανισθεί άρθρα που διαφοροποιούνται από τη βασική μεθοδολογία των ως άνω αναφερόμενων εργασιών. Βλ. π.χ. Dimson E, (1979), Heinkel and Kraus (1988), Campbell and Walsey (1993), Maynes & Rumsey (1993) και Cowan and Sargeant (1996), οι οποίοι εισάγουν διάφορες παραλλαγές της βασικής μεθοδολογίας της ανάλυσης γεγονότων σε μικρές χρηματιστηριακές αγορές.

²¹ Στα οποία τα δείγματα συγκεντρώσεων υπό ανάλυση διαχωρίζονται σε επιτυχημένες (ή πραγματοποιηθείσες) συγκεντρώσεις, σε μη επιτυχημένες (ή μη πραγματοποιηθείσες) συγκεντρώσεις, σε συγκεντρώσεις που διαφέρουν ως προς τον τρόπο πραγματοποίησης (μετρητά ή ανταλλαγή μετοχών), σε περιπτώσεις που η εξαγοράζουσα επιχείρηση μετά από κάποιο διάστημα εμφανίζεται ως εξαγοραζόμενη επιχείρηση κ.α..

²² Βλ. και Sudarsanam (2003) για μια αξιολογία επισκόπηση βιβλιογραφίας, όπως επίσης Rhoades (1994), Serra (2002) και Φώτης (2005).

²³ Βλ. και Cox & Portes (1998), Kokoris (2007), Beverley (2007).

²⁴ Υπό την πρώτη υπόθεση η αύξηση των υπερκανονικών αποδόσεων των ανταγωνιστών από την ανακοίνωση σηματοδοτεί την αύξηση της δύναμης της αγοράς της εταιρείας που προκύπτει από την συγκέντρωση, ενώ υπό την δεύτερη υπόθεση το διφορούμενο αποτέλεσμα των υπερκανονικών αποδόσεων των ανταγωνιστών και κυρίως το αρνητικό, σηματοδοτεί την αποδοτικότερη λειτουργία της.

Schumann δείχνει ότι κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης, οι υπερκανονικές αποδόσεις (Abnormal returns) των ανταγωνιστών είναι θετικές, ενώ σε μελλοντική ανακοίνωση της Επιτροπής Ανταγωνισμού για περαιτέρω ανάλυση της συγκέντρωσης, οι μετοχές των ανταγωνιστών εμφανίζουν κανονικές αποδόσεις (normal returns).

Σε αντίθεση με τα παραπάνω αποτελέσματα, οι Simpson & Hosken (1998) δείχνουν ότι για 4 ανακοινώσεις συγκεντρώσεων στην Μεγάλη Βρετανία κατά την περίοδο 1986 – 1988 οι υπερκανονικές αποδόσεις των ανταγωνιστών είναι θετικές προεξοφλώντας την ισχυροποίηση της θέσης στην αγορά προϊόντος της επιχείρησης που προκύπτει από την συγκέντρωση. Στο ίδιο αποτέλεσμα καταλήγουν οι Frank & Harris (1993) και Forbes (1994), αλλά τα αποτελέσματα τους δεν είναι στατιστικά σημαντικά, όπως επίσης οι Duso et al. (2003). Σε μια νεότερη μελέτη, οι Duso & Gugler (2006) δείχνουν ότι για τις εμπλεκόμενες εταιρείες στη συγκέντρωση η υπερκανονική απόδοση κατά την ανακοίνωση της συγκέντρωσης αυξάνεται, ενώ για τους ανταγωνιστές αυξάνεται μόνο στη περίπτωση όπου η συγκέντρωση οδηγεί σε αύξηση της τιμής του προϊόντος στην υπό ανάλυση σχετική αγορά.

Ο Beverley (2007) δείχνει ότι για 4 συγκεντρώσεις στη Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAR) κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγκέντρωσης μειώνεται για τις εξαγοράζουσες και αυξάνεται για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα είναι διφορούμενο για την μετοχική αξία των ανταγωνιστών (σε άλλους αυξάνεται ενώ σε άλλους μειώνεται).

Ο Wier (1983) υποστηρίζει ότι η μετοχική αξία των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων μειώνεται κατά την ανακοίνωση της μη έγκρισης της συγκέντρωσης από την Ε.Α., το οποίο ως αποτέλεσμα όμως δεν υποστηρίζεται από τους Arnold & Parker (2007). Η έρευνα τους για 50 συγκεντρώσεις στη Μεγάλη Βρετανία κατά την περίοδο 1989 έως 2002 δείχνει αύξηση της μετοχικής αξίας των εξαγοραζόμενων εταιρειών κατά την περίοδο μη έγκρισης της συγκέντρωσης και επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα παλαιότερων ερευνών όπου οι υπερκανονικές αποδόσεις των τελευταίων ήταν υψηλότερες σε σχέση με αυτές των εξαγοραζουσων εταιρειών.

Ο Oxera (2006) αναλύει 250 ανακοινώσεις συγκεντρώσεων που γνωστοποιήθηκαν στον OFT κατά την περίοδο 2000 έως 2006. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι για συγκεντρώσεις που οδηγήθηκαν σε δεύτερη φάση ανάλυσης (second phase analysis), οι υπερκανονικές αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εταιρειών ήταν αρνητικές, ενώ των εξαγοράζουσων εταιρειών κυμάνθηκαν από -3% σε (έως καλύτερα) 1%. Κατά την περίοδο έγκρισης της συγκέντρωσης, οι υπερκανονικές αποδόσεις και των δύο κυμάνθηκαν μεταξύ +/- 1%.

Οι Atlas & De Bodt et al. (2007) εξετάζοντας 259 υποθέσεις συγκεντρώσεων στη Ευρωπαϊκή Κοινότητα κατά την περίοδο 1990 – 2000 δείχνουν ότι για ανακοινώσεις συγκεντρώσεων όπου η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, όσο περισσότερο αρνητική είναι η υπερκανονική απόδοση των εταιρειών τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα για ρυθμιστική παρέμβαση. Βέβαια υπάρχουν και υποστηρικτές της άποψης ότι οι αναλύσεις γεγονότων δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως πυξίδα ανάλυσης αντιμονοπωλιακών πρακτικών^{25, 26}.

Τέλος, οι Fotis et al (2009) και Φώτης et al (2009), χρησιμοποιώντας ως κριτήριο την μεταβολή της απόδοσης των μετοχών κατά την περίοδο πριν και μετά την γνωστοποίηση της άδειας αίτησης παρέκκλισης στην Ε.Α. δείχνουν ότι σε δείγμα 32 υποθέσεων της Ε.Α. η απόδοση των μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται στις εν λόγω αιτήσεις αυξάνεται και μάλιστα η αύξηση αυτή είναι θετική συνάρτηση του χρονικού διαστήματος από την ημέρα της γνωστοποίησης της αίτησης έως και την ημέρα της απόφασης από την Ε.Α.²⁷

3.1 Δείγμα ανάλυσης

Από το 1995 έως το 2008 έχουν γνωστοποιηθεί στην Επιτροπή Ανταγωνισμού 53 αιτήσεις άδειας παρέκκλισης²⁸ εκ των οποίων σε 21 από αυτές δεν βρέθηκαν χρηματοοικονομικά

²⁵ Βλ. μεταξύ άλλων MacAfee et. al. (1988), Fridolfsson & Stennek (2000), Bhattacharya et al. (2000), Baker (2002).

²⁶ Για εφαρμογή των αναλύσεων γεγονότων σε περιπτώσεις καρτέλ βλ. Lanus & Motta (2007).

²⁷ Η απόδοση μιας μετοχής χωρίς των υπολογισμό των μερισμάτων δίνεται από την σχέση

$$A_t = \left(\frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} \right) * 100, \text{ όπου } A_t : \text{ η απόδοση της μετοχής την ημέρα } t, p_t : \text{ η τιμή κλεισίματος της}$$

μετοχής την ημέρα t και p_{t-1} : η τιμή κλεισίματος της μετοχής την ημέρα p_{t-1} .

²⁸ Και κατ επέκταση γνωστοποιήσεις συγκεντρώσεων.

στοιχεία (είτε γιατί οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις είναι αλλοδαπές εταιρείες, είτε γιατί οι ελληνικές εταιρείες δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), είτε γιατί δεν βρέθηκαν ιστορικά στοιχεία αποδόσεων μετοχών από εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο Χ.Α.Α.), ενώ αποκλείστηκαν και έξι υποθέσεις διότι η εκτίμηση του συντελεστή ρίσκου²⁹ δεν ήταν στατιστικά σημαντική³⁰ (βλ. επόμενη ενότητα). Ως εκ τούτου το δείγμα ανάλυσης αποτελείται από 26 υποθέσεις αιτήσεων άδειας παρέκκλισης στις οποίες εμπλέκονται 29 εταιρείες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Σε 13 υποθέσεις αδειών αίτησης παρέκκλισης (16 εμπλεκόμενες εταιρείες) η ημέρα γνωστοποίησης της συγκέντρωσης συμπίπτει με αυτή της γνωστοποίησης άδειας αίτησης παρέκκλισης. Το εν λόγω δείγμα αναλύεται ξεχωριστά (βλ. Ενότητα 5.2) δεδομένου ότι από την ανάλυση του εξάγονται συμπεράσματα όχι μόνο από την επίδραση της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης, αλλά και την επίδραση της αίτησης παρέκκλισης στη μετοχική αξία των εταιρειών. Για το συγκεκριμένο δείγμα η ανακοίνωση της συγκέντρωσης λειτουργεί και ως ανακοίνωση της άδειας αίτησης παρέκκλισης. Οι αποφάσεις της Επιτροπής Ανταγωνισμού είναι αναρτημένες στην ιστοσελίδα της³¹, ενώ οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών συλλέχθηκαν από ιστορικά στοιχεία του Χ.Α.Α.. Τέλος, η συλλογή των ανακοινώσεων πραγματοποιήθηκε από διάφορες πηγές στο διαδίκτυο.

4. Μεθοδολογία

Ο υπολογισμός των υπερκανονικών αποδόσεων γίνεται βάσει της μεθοδολογίας των Warner & Brown (1980), (1985). Ως CAAR νοείται η αθροιστική μέση υπερκανονική απόδοση, ως AAR η μέση υπερκανονική απόδοση, ως CAR η αθροιστική υπερκανονική απόδοση και ως AR η υπερκανονική απόδοση. Ορίζεται ως περίοδος γεγονότος (event window) οι 20 χρηματιστηριακές ημέρες πριν και μετά την ημέρα διοχέτευσης της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης (-20 +20)³², η οποία ονομάζεται ημέρα 0 (day 0). Επίσης υπολογίζεται η κανονική απόδοση (ή αναμενόμενη απόδοση) της μετοχής³³ χρησιμοποιώντας ως καθαρή περίοδο (clean window) 21 έως 221 χρηματιστηριακές

²⁹Beta coefficient.

³⁰Σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,10$.

³¹ <http://www.epant.gr>.

³² Βλ. Παράρτημα Πίνακα 1.

³³ Την απόδοση της μετοχής η οποία δεν επηρεάζεται από την διοχέτευση της ανακοίνωσης.

ημέρες³⁴ πριν την ημέρα 0 (-21 -221). Για τον υπολογισμό της κανονικής απόδοσης της μετοχής χρησιμοποιείται το μοντέλο του ενός παράγοντα^{35,36}. Βάσει του τελευταίου, η κανονική απόδοση της μετοχής δίνεται από την παρακάτω σχέση (1):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_{\Gamma\Delta T} \quad (1)$$

όπου: R_i : απόδοση της μετοχής i , α_i : η σταθερά της παλινδρόμησης, β_i : ο συντελεστής του συστηματικού κινδύνου (beta coefficient), $R_{\Gamma\Delta T}$: η απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών.

Έχοντας τις εκτιμήσεις $\hat{\alpha}$ και $\hat{\beta}$ από τη σχέση (1) για κάθε μια μετοχή των εταιρειών του δείγματος, υπολογίζεται η υπερκανονική απόδοση (κατάλοιπα) των εν λόγω μετοχών βάσει της σχέσης (2) παρακάτω:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_i \quad (2)$$

όπου: $\hat{R}_i = \hat{\alpha} - \hat{\beta} R_{\Gamma\Delta T}$, $R_{i,t}$: η απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

Με άλλα λόγια, η υπερκανονική απόδοση της μετοχής την ημέρα t ισούται με την απόδοση της μετοχής την ίδια ημέρα (η οποία επηρεάζεται από την ανακοίνωση του γεγονότος) μείον την κανονική απόδοση της μετοχής η οποία δεν επηρεάζεται από τη συγκεκριμένη ανακοίνωση. Η υπερκανονική απόδοση υπολογίζεται για κάθε μια μετοχή και κάθε μια ημέρα της περιόδου του γεγονότος³⁷. Εν συνεχεία υπολογίζεται η μέση

υπερκανονική απόδοση ($AAR = \frac{\sum_{i=1}^n AR}{N}$), όπου N : ο συνολικός αριθμός των μετοχών), η

αθροιστική μέση υπερκανονική απόδοση ($CAAR = \sum_{i=1}^N AAR$) και η αθροιστική

³⁴ Περίπου έως και 6 με 7 μήνες πριν την ημέρα 0. Μόνο για 7 υποθέσεις έχουμε χρησιμοποιήσει ως καθαρή περίοδο -21 -121, λόγω έλλειψης στοιχείων. Βλ. Παράρτημα, Πίνακα 1

³⁵ Η όπως αλλιώς έχει επικρατήσει στη διεθνή βιβλιογραφία του μοντέλου της αγοράς ή το μοντέλο του ενός παράγοντα, όπου ως παράγοντα χρησιμοποιείται το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Βάσει του εν λόγω υποδείγματος ο κίνδυνος της μετοχής προσδιορίζεται ιστορικά από το CAPM. Βλ. Πετραλιάς Αθ και Τζαβαλής Η. (2008), Ross (1976), Scholes & Williams (1977), Wenston et al. (1998), Ross et al. (1999).

³⁶ Παρόλο που οι Warner & Brown (1980), (1985) χρησιμοποιούν δύο ακόμη τρόπους για τον υπολογισμό της κανονικής απόδοσης, την μέθοδο της προσαρμοσμένης και μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης, στο παρόν άρθρο χρησιμοποιούμε μόνο το μοντέλο της αγοράς.

³⁷ Συγκεκριμένα, η υπερκανονική απόδοση έχει υπολογιστεί για 20 ημέρες πριν και μετά την ημέρα 0 και την ημέρα της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης.

υπερκανονική απόδοση ($CAR = \sum_{i=1}^N AR$) για όλες τις μετοχές και όλες τις ημέρες της περιόδου του γεγονότος.

Τα AR, AAR και CAAR και CAR έχουν υπολογιστεί για διάφορες υποπεριόδους της περιόδου του γεγονότος (-1 +1, -5 +5, -10 +10, -1 +20), τόσο στο σύνολο του δείγματος, όσο και στο υποσύνολο του δείγματος. Επιπλέον στο εν λόγω υποσύνολο έχει υπολογιστεί το CAR από την ημέρα γνωστοποίησης της αίτησης άδειας παρέκκλισης έως και την ημέρα εκδόσεως της απόφασης επί της αιτήσεως από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

5. Αποτελέσματα μεθοδολογικής ανάλυσης

Στη συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης που περιγράφηκε διεξοδικά στην Ενότητα 4. Ειδικότερα, αναλύονται τα αποτελέσματα τόσο στο σύνολο του δείγματος (υπο-ενότητα 5.1), όσο και ξεχωριστά στο δείγμα που αφορά στις εταιρείες που αιτήθηκαν άδεια παρέκκλισης ενώπιον της Επιτροπής Ανταγωνισμού (υπο-ενότητα 5.2). Στο σημείο αυτό τονίζεται ότι τα αποτελέσματα των σχετικών παλινδρομήσεων, βάσει των οποίων προέκυψαν οι εκτιμήσεις των συντελεστών α και β παρατίθενται στον Πίνακα I του Παραρτήματος.

5.1 Ανάλυση για το σύνολο του δείγματος

Στον Πίνακα II του Παραρτήματος, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για την περίοδο του γεγονότος είκοσι ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγκέντρωσης έως και είκοσι ημέρες μετά (-20 +20). Με βάση τα αποτελέσματα της ανάλυσης, παρατηρείται ότι για την περίοδο του γεγονότος (event window) και στο σύνολο των εταιρειών του δείγματος, οι μέσες υπερκανονικές αποδόσεις (AAR_{Total}) εμφανίζουν θετική πορεία γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγκέντρωσης (-1 έως +3), η οποία ανακόπτεται από μια στατιστικά σημαντική πτώση της απόδοσης ίση με -2% την τέταρτη ημέρα από την ανακοίνωση³⁸. Οι αθροιστικές μέσες υπερκανονικές αποδόσεις ($CAAR_{Total}$) ακολουθούν

³⁸ Επισημαίνεται ότι η πτώση αυτή προέρχεται κυρίως από τη στατιστικά σημαντική μείωση της μέσης αθροιστικής υπερκανονικής απόδοσης των εξαγοράζουσων εταιρειών του δείγματος. Η συμπεριφορά αυτή αποτελεί μία αργοπορημένη αντίδραση (delayed reaction) ως προς την επίδραση της ανακοίνωσης της

μια συνεχιζόμενη αυξητική πορεία στο κρίσιμο χρονικό διάστημα -7 έως +20, όπου γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού η αίτηση άδειας παρέκκλισης. Ειδικότερα, στο διάστημα +8 έως +20, οι αθροιστικές μέσες υπερκανονικές αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές, ενώ καταγράφουν την υψηλότερη τιμή (11.51%) την εικοστή ημέρα από την ανακοίνωση της συγκέντρωσης. Αναφορικά με το δείγμα των εξαγοραζόμενων εταιρειών, τονίζεται ότι εμφανίζουν θετικές μέσες υπερκανονικές ($AAR_{acquired}$) και αθροιστικές αποδόσεις ($CAAR_{acquired}$), γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγκέντρωσης, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από άλλες εμπειρικές μελέτες (βλ. ενδεικτικά Beverley, 2007). Ειδικότερα, στο κρίσιμο χρονικό διάστημα +7 έως +20 ημέρες από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγκέντρωσης, οι μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις εμφανίζονται με θετικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha = 0.05$. Αντίθετα, οι μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών ($CAAR_{acquiring}$) δεν είναι στατιστικά σημαντικές, παρόλο που είναι θετικές. Τέλος, η μέση υπερκανονική απόδοση των εξαγοράζουσων εταιρειών ($AAR_{acquiring}$) είναι αρνητική τόσο την ημέρα ανακοίνωσης της συγκέντρωσης (-0.20%), όσο και την επόμενη ημέρα (-0.42%). Η διαπίστωση αυτή περί αρνητικών αποδόσεων των εξαγοράζουσων εταιρειών γύρω από την ημερομηνία συγκέντρωσης συνάδει με άλλες εμπειρικές μελέτες (Beverley 2007, Wier 1983).

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι σε γενικές γραμμές η μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση ($CAAR$) των εξαγοραζόμενων εταιρειών εμφανίζεται υψηλότερη σε σχέση με τις αντίστοιχες μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών που παρουσιάζονται σε άλλες εμπειρικές μελέτες (Bradley, 1980, Jensen και Ruback, 1983, Franks και Harris, 1989). Η ίδια διαπίστωση παρατηρείται εάν συγκριθούν οι μέσες υπερκανονικές αποδόσεις (AAR) των εξαγοράζουσων εταιρειών σε σχέση με τις αντίστοιχες αποδόσεις που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία Αυτό μπορεί να

συγκέντρωσης στη μετοχική αξία των εταιρειών αυτών, η οποία καταδεικνύει τη μη αποτελεσματικότητα της αγοράς. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 1 του Παραρτήματος, κατά την 6^η ημέρα μετά την ανακοίνωση, η υπερκανονική απόδοση των εξαγοράζουσων εταιρειών επανέρχεται στα επίπεδα της ημέρας της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης.

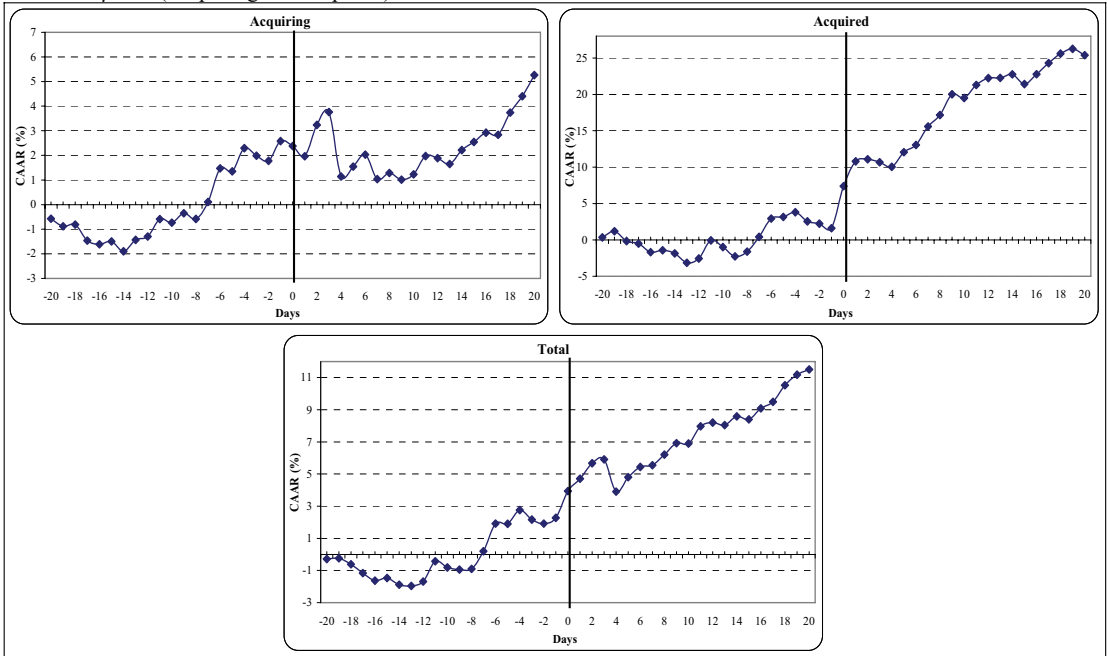
αποδοθεί εν μέρει στο γεγονός ότι η αγορά των συγκεντρώσεων στην Ελλάδα είναι αρκετά μικρή και δεν λειτουργεί ανταγωνιστικά (Πρωτόπαπας, et al, 2003)³⁹.

Η δυναμική τάση που εμφανίζει η μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση των εταιρειών αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 1.

Πιο συγκεκριμένα, στο σύνολο των εταιρειών του δείγματος (Total), διαφαίνεται μία θετική τάση, η οποία γίνεται περισσότερο έντονη από την προηγούμενη ημερομηνία της ανακοίνωσης και έπειτα. Ανάλογη εικόνα με υψηλότερους ρυθμούς μεταβολής εμφανίζει η διαχρονική πορεία της μέσης αθροιστικής υπερκανονικής απόδοσης των εξαγοραζόμενων εταιρειών (acquired), γεγονός το οποίο αναμένεται από την οικονομική θεωρία. Τέλος, περισσότερο «στάσιμη» εμφανίζεται η μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση των εξαγοράζουσων εταιρειών (acquiring).

³⁹ Υπενθυμίζεται ότι μια μη ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων παρέχει το προνόμιο στις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις να απορροφούν επιχειρήσεις προσφέροντας ταυτόχρονα μικρότερο ποσοστό του συνολικού οφέλους που προκύπτει από τη συγκέντρωση (συγχώνευση ή εξαγορά) στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις (Πρωτόπαπας, et al, 2003).

Διάγραμμα 1: Μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAAR) στο σύνολο (Total) και ανά δείγμα εταιρειών (Acquiring και Acquired)*



(*) Η κάθετη γραμμή υποδηλώνει την ημέρα ανακοίνωσης της συγκέντρωσης.

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέταση των μέσων υπερκανονικών και αθροιστικών αποδόσεων των συμμετεχουσών εταιρειών σε επιλεγμένες περιόδους του γεγονότος.

Πίνακας 1: Μέση υπερκανονική (AAR) και μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAAR) σε επιλεγμένες περιόδους του γεγονότος (=ημερομηνία ανακοίνωσης της συγκέντρωσης)

Περίοδος γεγονότος	AAR _{Total} (%)	CAAR _{Total} (%)	AAR _{acquiring} (%)	CAAR _{acquiring} (%)	AAR _{acquired} (%)	CAAR _{acquired} (%)
-1 έως +1	0.76	2.78**	-0.42	0.19	3.39	8.55
-5 έως +5	0.90	2.89	0.41	0.08	1.99	9.13
-10 έως +10	-0.01	7.33**	0.21	1.81	-0.52	19.57**
-1 έως +20	0.32	9.59*	0.86	3.48	-0.86	23.15*

(*) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.01$ (**) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.05$

(***) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.10$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της μέσης υπερκανονικής απόδοσης (AAR) χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{AAR} = \frac{AAR_t}{(SAAR_t)}$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της αθροιστικής μέσης υπερκανονικής απόδοσης (CAAR) χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{(\sqrt{N} * S(AAR_t))}$,

όπου N = μέγεθος δείγματος. Βλ. επίσης Salinger (1992).

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Ειδικότερα, σύμφωνα με τον Πίνακα 1, οι μετοχές του συνόλου των εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο γεγονότος (-1 +1) θετική και στατιστικά σημαντική μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση ($CAAR_{Total}$) ίση με 2.78%. Η εν λόγω στατιστικά σημαντική απόδοση δεν ισχύει όταν το δείγμα περιοριστεί στις εξαγοραζόμενες και εξαγοραζόμενες εταιρείες.

Η έλλειψη στατικής σημαντικότητας στις αποδόσεις των συμμετεχουσών εταιρειών διαπιστώνεται και όταν η περίοδος γεγονότος περιλαμβάνει πέντε ημέρες πριν και πέντε ημέρες μετά την ανακοίνωση της συγκέντρωσης (-5 έως +5). Αντίθετα, η μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική τόσο για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος (7.33%) όσο και για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες μεμονωμένα (19.57%). Αξίζει να τονιστεί ότι η θετική και στατιστικά σημαντική μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση των εξαγοραζόμενων εταιρειών επιβεβαιώνεται και από άλλες εμπειρικές μελέτες (ενδεικτικά βλ. Πρωτόπαπα, et al, 2003). Ανάλογα συμπεράσματα προκύπτουν και για την περίοδο -1 έως +20 με τη μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση για το σύνολο του δείγματος και μεμονωμένα για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες να διαμορφώνεται σε 9.59% και 23.15% αντιστοίχως.

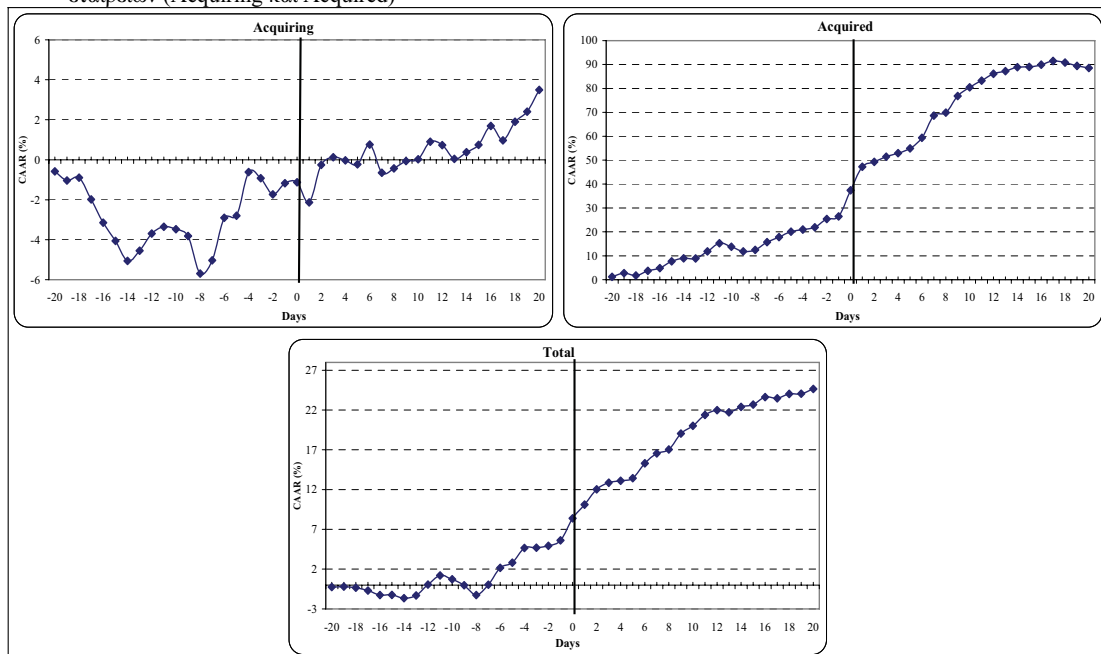
5.2 Ανάλυση για το δείγμα που αφορά στις αιτήσεις άδειας παρέκκλισης

Στην εν λόγω ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τη περίοδο του γεγονότος (-20 έως +20) από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγκέντρωσης, για αποφάσεις της Επιτροπής Ανταγωνισμού, στις οποίες η ημέρα γνωστοποίησης της αίτησης παρέκκλισης και της συγκέντρωσης συμπίπτουν. Με βάση τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης (βλ. Πίνακα III του Παραρτήματος), προκύπτει ότι για την περίοδο του γεγονότος και στο σύνολο των εταιρειών του δείγματος, οι μέσες και αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις (AAR_{Total}) εμφανίζουν θετική πορεία γύρω από την ημερομηνία γνωστοποίησης της άδειας παρέκκλισης (-7 έως +12). Ειδικότερα, στο διάστημα 0 έως +20, οι αθροιστικές μέσες υπερκανονικές αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές με την υψηλότερη τιμή τους (24.65%) να καταγράφεται την εικοστή ημέρα από τη ανακοίνωση του γεγονότος.

Αναφορικά με το δείγμα των εξαγοραζόμενων εταιρειών (acquired), τονίζεται ότι εμφανίζουν θετικές μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις γύρω από την

ημερομηνία γνωστοποίησης της άδειας παρέκκλισης στην Ε.Α.. Ειδικότερα, στο διάστημα -2 έως +20 ημέρες από την ημερομηνία γεγονότος, οι μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις εμφανίζονται με θετικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα, οι μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών ($CAAR_{acquiring}$) δεν είναι στατιστικά σημαντικές, γεγονός που δεν συνδέεται με τάση εκ μέρους των συμμετεχουσών επιχειρήσεων για συντονισμό των επιχειρηματικών τους κινήσεων στην αγορά λόγω της συγκέντρωσης. Τέλος, η μέση υπερκανονική απόδοση των εξαγοράζουσων εταιρειών ($AAR_{acquiring}$) είναι σε γενικές γραμμές αρνητική και όχι στατιστικά σημαντική. Τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαιώνονται στο Διάγραμμα 2. Ειδικότερα, στο σύνολο των εταιρειών του δείγματος (Total), παρατηρείται μια θετική τάση, η οποία γίνεται περισσότερο έντονη από την ημερομηνία γνωστοποίησης της άδειας παρέκκλισης στην Ε.Α. Εξετάζοντας την πορεία του CAAR στο δείγμα των εξαγοραζόμενων εταιρειών (acquired), προκύπτει μια σημαντική αύξηση, η οποία είναι συνεχής καθ' όλη τη διάρκεια του γεγονότος.

Διάγραμμα 2: Μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAAR) στο σύνολο (Total) και ανά δείγμα εταιρειών (Acquiring και Acquired)*



(*) Η κάθετη γραμμή υποδηλώνει την ημέρα γνωστοποίησης της αίτησης άδειας παρέκκλισης.

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Τέλος, αναφορικά με το δείγμα των εξαγοράζουσων εταιρειών, σημειώνεται ότι εμφανίζει μια λιγότερο αυξητική πορεία του CAAR, όπως άλλωστε αναμένεται από την οικονομική θεωρία.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 2, οι μετοχές του συνόλου των εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1 έως +1) θετική και στατιστικά σημαντική μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAAR_{Total}) ίση με 10.10%. Η θετική και στατιστικά σημαντική μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση εμφανίζεται και όταν το δείγμα περιοριστεί στις εξαγοραζόμενες εταιρείες (47.23%). Αντίστοιχα, η μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική τόσο για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος (11.28%) όσο και για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες μεμονωμένα (37.07%) όταν η περίοδος γεγονότος περιλαμβάνει πέντε ημέρες πριν και πέντε ημέρες μετά την ανακοίνωση της συγκέντρωσης (-5 έως +5). Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι οι ανωτέρω διαπιστώσεις δεν μεταβάλλονται τόσο όταν η περίοδος του γεγονότος είναι -10 έως +10, όσο και όταν αυξηθεί σε -1 έως +20.

Πίνακας 2: Μέση υπερκανονική (AAR) και μέση αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAAR) σε επιλεγμένες περιόδους του γεγονότος (= ημερομηνία γνωστοποίησης της άδειας παρέκκλισης)

Περίοδος γεγονότος	AAR _{Total} (%)	CAAR _{Total} (%)	AAR _{acquiring} (%)	CAAR _{acquiring} (%)	AAR _{acquired} (%)	CAAR _{acquired} (%)
-1 έως +1	1.71 ^{***}	10.10 [*]	-1.01	-2.14	9.85 ^{***}	47.23 [*]
-5 έως +5	0.34	11.28 [*]	-0.20	2.68	1.96	37.07 [*]
-10 έως +10	0.98	18.84 [*]	0.09	3.38	3.67	65.22 [*]
-1 έως +20	0.59	19.71 [*]	1.08	5.22	-0.88	34.44 ^{**}

(*) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.01$ (**) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.05$

(***) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.10$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της μέσης υπερκανονικής απόδοσης (AAR)

χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της αθροιστικής μέσης υπερκανονικής απόδοσης (CAAR)

χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{(\sqrt{N} * S(AAR_t))}$,

όπου N = μέγεθος δείγματος. Βλ. επίσης Salinger (1992).

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Στον Πίνακα 3 έχει υπολογιστεί η αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAR) από την ημέρα γνωστοποίησης της αίτησης άδειας παρέκκλισης έως και την ημέρα εκδόσεως της απόφασης επί της αιτήσεως από την Επιτροπή Ανταγωνισμού. Από την ανάλυση του

σχετικού πίνακα, προκύπτει ότι το CAR του συνόλου των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο δείγμα, είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό.

Πίνακας 3: Αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAR) ανά εταιρεία από την ημερομηνία γνωστοποίησης της άδειας παρέκκλισης και της συγκέντρωσης έως την έκδοση απόφασης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού επί της άδειας παρέκκλισης

Εταιρεία	Περίοδος ⁺	Ημέρες απόφασης	CAR (%)	t-statistic
Τράπεζα Πειραιώς	+19 έως +27	9	10.05 [*]	7.77
Proton Bank	+19 έως +27	9	21.16 [*]	23.55
ANEK	+87 έως +98	11	18.63 ^{**}	1.81
Ergodata	+3 έως +22	20	21.44 [*]	7.73
Κλωστήρια Ναούσης	+3 έως +22	20	-17.46 [*]	-9.52
Alpha Bank	+8 έως +13	6	5.71 [*]	5.92
Μύλοι Λούλη	+9 έως +17	9	-8.38 [*]	-2.96
Σέλμαν	+6 έως +24	19	-11.37 [*]	-14.17
Τράπεζα Αθηνών	+4 έως +7	4	31.66 [*]	6.18
Παπαέλληνας	+53 έως +57	5	-6.24 [*]	-5.66
Εθνική ΑΕΓΑ	+7 έως +22	16	15.88 [*]	19.68
Επιχειρήσεις Αττικής	+8 έως +21	14	48.61 [*]	13.49
Γραμμές Στρίντζη	+8 έως +21	14	8.03 [*]	5.44
Μηχανική	+7 έως +21	15	-7.30 [*]	-10.08
Δέλτα	+10 έως +20	11	-54.83 [*]	-11.33
Goodys	+10 έως +20	11	22.73 [*]	12.73

(*) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.01$ (**) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.05$

(+) Δηλώνει τον αριθμό ημερών από την ημέρα μηδέν της ανακοίνωσης της συγκέντρωσης.

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της αθροιστικής υπερκανονικής απόδοσης (CAR)

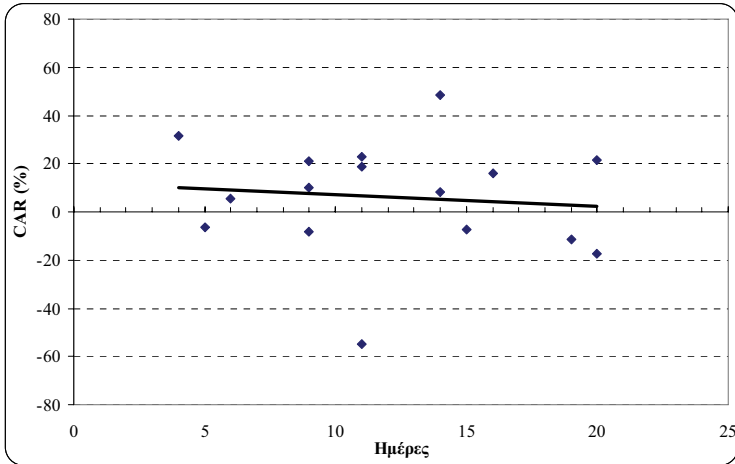
χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{CAR} = \frac{CAR_t}{\left(\frac{\sigma_t}{\sqrt{N}}\right)}$, όπου $\sigma_t =$

τυπική απόκλιση και N = μέγεθος δείγματος

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Από την εφαρμογή των στατιστικών ελέγχων υποθέσεων, προέκυψε ότι η αθροιστική υπερκανονική απόδοση των μετοχών δεν επηρεάζεται δυσμενώς (αρνητική επίδραση) από τη μη χορήγηση άδειας παρέκκλισης. Αυτό σημαίνει ότι στο κρίσιμο διάστημα που μεσολαβεί από την αίτηση της άδειας παρέκκλισης μέχρι και την έκδοση της απόφασης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, η αθροιστική υπερκανονική απόδοση της μετοχής των αιτουσών εταιριών (εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες) δεν επηρεάζεται αρνητικά. Προς επίρρωση της ανωτέρω διαπίστωσης διερευνάται η συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των χρηματιστηριακών ημερών που μεσολαβούν από την ημερομηνία γνωστοποίησης της αίτησης της άδειας παρέκκλισης μέχρι την έκδοση απόφασης από την Ε.Α. και της αθροιστικής υπερκανονικής απόδοσης των συμμετεχουσών εταιρειών (Διάγραμμα 3).

Διάγραμμα 3: Αριθμός ημερών και αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAR) κατά την περίοδο από τη γνωστοποίηση της αίτησης άδειας παρέκκλισης έως και την έκδοση της απόφασης από την Ε.Α



Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α.

Από την εξέταση του ανωτέρω διαγράμματος, προκύπτει το συμπέρασμα ότι δεν παρατηρείται συστηματική σχέση (θετική ή αρνητική) ανάμεσα στην καθυστέρηση ή μη της χορήγησης της άδειας παρέκκλισης και της αθροιστικής υπερκανονικής απόδοσης των μετοχών⁴⁰. Ο συντελεστής συσχέτισης υπολογίστηκε σε $-0,11$ και δεν είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha = 0,05$. Αυτό σημαίνει ότι η μέση απόδοση των μετοχών δεν επηρεάζεται από την αύξηση ή τη μείωση του αριθμού των ημερών που μεσολαβούν κατά το κρίσιμο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η επίκληση του κατεπείγοντος εκ μέρους των εταιριών που αιτούνται την άδεια παρέκκλισης, δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από την εμπειρική ανάλυση.

6. Συμπεράσματα

Η παρούσα μελέτη αναλύει αποφάσεις επί συγκεντρώσεων της Επιτροπής Ανταγωνισμού κατά την περίοδο 1995–2008, όπου οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις προέβησαν σε γνωστοποίηση τόσο της συγκέντρωσης, όσο και της άδειας αίτησης παρέκκλισης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι συγκεκριμένες συγκεντρώσεις είναι κερδοφόρες για τους μετόχους των εταιριών. Ειδικότερα, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιριών απολαμβάνουν στατιστικά σημαντικά κέρδη, ενώ οι μέτοχοι των εξαγοράζουσων

⁴⁰ Σε ανάλογα συμπεράσματα κατέληξαν και οι σχετικές μελέτες των Φώτης et al, (2009) και Fotis, et al, (2009), οι οποίοι εξέτασαν την ύπαρξη ή όχι συστηματικής σχέσης ανάμεσα στην καθυστέρηση ή μη της χορήγησης της άδειας παρέκκλισης και της μέσης απόδοσης των μετοχών.

εταιρειών απολαμβάνουν να μεν θετικά, αλλά μη στατιστικά σημαντικά κέρδη. Στα ίδια αποτελέσματα καταλήγει η έρευνα αποφάσεων επί συγκεντρώσεων όπου η ημέρα γνωστοποίησης της συγκέντρωσης και της άδειας παρέκκλισης συμπίπτουν. Ιδιαίτερα, κατά την περίοδο που γνωστοποιείται η άδεια αίτησης παρέκκλισης, οι μέσες αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις στο σύνολο αλλά και το δείγμα των εξαγοραζόμενων εταιρειών παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικά κέρδη. Όμως το κύριο συμπέρασμα το οποίο εξάγεται από την παρούσα ανάλυση είναι ότι κατά την περίοδο από την γνωστοποίηση της αίτησης άδειας παρέκκλισης έως και την έκδοση απόφασης επί της αίτησης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, δεν παρατηρείται συστηματική σχέση (θετική ή αρνητική) ανάμεσα στην καθυστέρηση ή μη της χορήγησης της άδειας παρέκκλισης και της αθροιστικής υπερκανονικής απόδοσης των μετοχών. Επομένως, ένα από τα βασικότερα επιχειρήματα των εταιρειών κατά την αίτηση χορήγησης παρέκκλισης δεν επιβεβαιώνεται από την παρούσα μελέτη.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1: Οικονομετρικές εκτιμήσεις υποδείγματος αγοράς

Εταιρεία	Καθαρή Περιόδος		Περίοδος γρονθός	Συντελεστές		Τυπικό σφάλμα	Στατιστικά μέτρα			Αυτοσυστοιχία Δεξιάς		
	Αρχή	Τέλος		α	β		Adjusted R ²	F-statistic	Durbin Watson	LM Test	White test	ARCH test
Τράπεζα Πειραιώς	3/7/06	19/12/06	20/12/06 – 27/1/07	0,087	1,075*	1,29	0,51	216,50*	2,78***	19,53*	0,06	
Marfin	3/3/06	19/12/06	20/12/06 – 27/1/07	0,120	0,618*	2,03	0,12	29,23*	0,24	0,78	0,75	
J&P Αβελ	31/7/06	16/5/07	17/5/07 – 11/7/07	0,056	0,979*	1,41	0,27	76,80*	0,07	1,02	0,00	
Νηρέας	24/2/06	12/12/06	13/12/06 – 8/2/07	0,142	1,253*	1,23	0,37	121,47*	2,66	0,51	11,56*	
Κεπρ	24/2/06	12/12/06	13/12/06 – 8/2/07	0,056	1,231*	2,76	0,23	63,15*	1,08*	0,18	14,30*	
Μινωακός Γραμμές	2/8/06	18/5/07	21/5/07 – 18/7/07	0,179	0,824*	1,97	0,11	27,91*	1,60	5,49*	7,73*	
Τράπεζα Πειραιώς	9/1/07	12/9/08	15/9/08 – 20/11/08	0,084	1,405*	1,53	0,73	55,05*	0,00	1,24	0,11	
Proton Bank	17/1/07	12/9/08	15/9/08 – 20/11/08	-0,121	0,354*	1,29	0,19	49,89*	11,29*	1,58	3,05***	
Χαρτζηλοϊνέου	17/1/07	2/9/09	3/9/09 – 9/12/09	0,838*	0,519*	4,14	0,07	16,96*	21,83*	2,16	2,08	
ANEK	10/7/98	28/4/99	29/4/99 – 14/10/99	-0,436	0,337*	3,93	0,04	9,94*	5,07**	3,29**	19,31*	
Τράπεζα Εργασίας	24/6/98	10/5/99	11/5/99 – 22/7/99	-0,225	0,561*	4,81	0,91	17,79*	0,30	3,29**	0,00	
Ergoditta	29/7/98	14/5/99	17/5/99 – 15/7/99	0,111	0,424*	4,00	0,06	15,73*	0,51	6,42*	4,75**	
Κλοστήριου Νοστιάς	22/7/98	7/5/99	2/6/99 – 8/7/99	1,001*	0,164***	4,11	0,066	2,23***	17,74*	13,06*	12,64*	
Alpha Bank	2/5/98	24/2/99	25/2/99 – 16/4/99	-0,050	0,906*	2,36	0,45	169,14*	21,01*	17,41*	15,61*	
Μίλων Ανάλη	27/4/98	9/2/99	10/2/99 – 6/4/99	0,291	0,656*	3,53	0,17	42,27*	8,08*	0,64	17,62*	
Σάμιαν	28/1/98	13/1/98	16/1/8 – 20/1/99	0,333	0,723*	3,27	0,23	62,93*	4,01**	0,06	0,72	
Τράπεζα Αθηνών	25/7/97	15/5/98	18/5/98 – 14/7/98	0,225	0,566*	4,07	0,08	19,66*	1,53	2,01	11,01*	
Παπυλάκης	15/10/97	5/8/98	6/8/98 – 23/11/98	0,49**	0,45*	3,40	0,08	18,98*	5,93**	0,29	19,63*	
Αλομάνη της Ελλάδος	17/5/96	1/10/96	3/10/96 – 28/11/96	-0,0016***	0,205***	0,013	0,008	1,08*	0,16	0,23	0,01	
Εθνική ΑΕΓΑ	14/5/98	9/10/98	12/10/98 – 7/12/98	-0,002	-0,0002***	0,04	-0,008	0,21	0,26	0,29	2,02	
Μοταβιανός	18/5/98	13/10/98	14/10/98 – 10/12/98	0,003*	1,005*	0,04	0,21	28,05*	-	-	-	
Μίτσο	18/5/98	13/10/98	14/10/98 – 10/12/98	0,027	0,97*	0,04	0,17	4,97*	-	-	-	
ΑΕΓ ΕΚ	20/8/98	16/1/99	19/1/99 – 17/3/99	-0,009	0,616*	38,09	0,95	510,8*	2,03	-	-	
Εκέρπ	20/8/98	16/1/99	19/1/99 – 17/3/99	-0,007	0,17***	0,03	0,46	88,16*	-	-	-	
Επεξεργασίας Αττικής	15/3/99	17/8/99	18/8/99 – 4/10/99	-0,026**	0,72*	0,05	0,30	8,12*	-	-	-	
Γραμμές Σπιντζή	15/3/99	17/8/99	18/8/99 – 4/10/99	0,0002	0,95*	0,03	0,33	50,55*	0,56	0,82	1,49	
Μηχανική	22/4/99	19/8/99	20/8/99 – 17/11/99	0,01***	0,91*	0,05	0,14	6,37*	-	-	-	
Αλιάνο	9/1/01	5/6/01	6/6/01 – 31/7/01	0,05	0,81***	0,02	0,36	10,76*	-	-	-	
Goodyes	9/1/01	5/6/01	6/6/01 – 31/7/01	-0,005	-0,77***	0,07	0,22	9,99*	-	-	-	

(*) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.01$ (***) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.05$

(**) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.10$

Τα LM και ARCH test είναι LM test για πρώτου βαθμού αυτοσυσχέτιση και αυτοελαάνδρση επηρεοδεοαστικότητα. Το White test είναι LM test για επηρεοδεοαστικότητα.

Πηγή: Εκτιμήσεις υποδείγματος.

Πίνακας II: Μέση υπερκανονική (AAR) και μέση αθροιστική υπερκανονική (CAAR) απόδοση το διάστημα (-20 έως +20) από την ημέρα ανακοίνωσης της συγκέντρωσης.

Περίοδος	AR _{Total} >0	AR _{Total} <0	AAR _{Total} (%)	CAAR _{Total} (%)	AAR _{acquiring} (%)	CAAR _{acquiring} (%)	AAR _{acquired} (%)	CAAR _{acquired} (%)
-20	14	15	-0.29	-0.29	-0.57	-0.57	0.35	0.35
-19	15	14	0.05	-0.24	-0.31	-0.88	0.85	1.20
-18	13	16	-0.37	-0.61	0.07	-0.81	-1.36	-0.17
-17	10	19	-0.55	-1.16	-0.65	-1.46	-0.33	-0.50
-16	15	14	-0.47	-1.64	-0.15	-1.61	-1.19	-1.69
-15	15	14	0.17	-1.47	0.11	-1.50	0.28	-1.42
-14	14	15	-0.41	-1.88	-0.40	-1.90	-0.43	-1.84
-13	13	16	-0.08	-1.96	0.46	-1.44	-1.28	-3.13
-12	16	13	0.27	-1.69	0.14	-1.30	0.57	-2.56
-11	18	11	1.26**	-0.42	0.71	-0.59	2.50	-0.06
-10	13	16	-0.39	-0.81	-0.15	-0.74	-0.92	-0.98
-9	16	13	-0.13	-0.94	0.38	-0.35	-1.28	-2.26
-8	19	10	0.04	-0.90	-0.23	-0.58	0.65	-1.60
-7	18	11	1.10***	0.20	0.69	0.11	2.02	0.41
-6	20	9	1.72*	1.92	1.36	1.47	2.51	2.92
-5	13	16	-0.01	1.91	-0.12	1.35	0.22	3.15
-4	18	11	0.86	2.76	0.95	2.29	0.66	3.81
-3	11	18	-0.60	2.16	-0.31	1.99	-1.25	2.56
-2	13	16	-0.24	1.92	-0.21	1.78	-0.32	2.24
-1	15	14	0.36	2.28	0.80	2.58	-0.63	1.61
0	20	9	1.66**	3.94	-0.20	2.38	5.79*	7.40
+1	11	18	0.76	4.70	-0.42	1.96	3.39**	10.79
+2	16	13	0.97	5.67	1.27**	3.23	0.30	11.10
+3	16	13	0.24	5.91***	0.52	3.76	-0.41	10.69
+4	11	18	-2.00*	3.91	-2.62*	1.14	-0.63	10.06
+5	18	11	0.90	4.81	0.41	1.54	1.99	12.05
+6	14	15	0.64	5.44	0.48	2.03	0.99	13.04
+7	14	15	0.11	5.55	-0.99	1.04	2.55***	15.59***
+8	18	11	0.66	6.21***	0.25	1.28	1.57	17.16***
+9	17	12	0.70	6.91***	-0.27	1.01	2.87**	20.03**
+10	15	14	-0.01	6.90***	0.21	1.23	-0.52	19.51**
+11	20	9	1.07	7.97**	0.75	1.97	1.78	21.29**
+12	14	15	0.23	8.20**	-0.09	1.89	0.94	22.23**
+13	15	14	-0.15	8.05**	-0.24	1.65	0.03	22.27**
+14	18	11	0.54	8.59**	0.56	2.21	0.49	22.75**
+15	16	13	-0.19	8.40**	0.33	2.54	-1.33	21.43**
+16	15	14	0.68	9.08**	0.38	2.92	1.35	22.78**
+17	10	19	0.41	9.50**	-0.09	2.83	1.53	24.31**
+18	15	14	1.03	10.52**	0.90***	3.74	1.29	25.60**
+19	17	12	0.66	11.18*	0.66	4.40	0.65	26.25*
+20	14	15	0.32	11.51*	0.86	5.26	-0.86	25.39**

(*) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.01$ (**) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.05$

(***) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.10$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της μέσης υπερκανονικής απόδοσης (AAR)

χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της αθροιστικής μέσης υπερκανονικής απόδοσης (CAAR)

χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{N} * S(AAR_t)}$,

όπου N = μέγεθος δείγματος

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Πίνακας III: Μέση υπερκανονική (AAR) και μέση αθροιστική υπερκανονική (CAAR) απόδοση το διάστημα (-20 έως +20) από την ημέρα γνωστοποίησης της αίτησης άδειας παρέκκλισης.

Περίοδος	AR _{Total} >0	AR _{Total} <0	AAR _{Total} (%)	CAAR _{Total} (%)	AAR _{acquiring} (%)	CAAR _{acquiring} (%)	AAR _{acquired} (%)	CAAR _{acquired} (%)
-20	8	8	-0.25	-0.25	-0.58	-0.58	1.19	1.19
-19	9	7	0.03	-0.21	-0.46	-1.04	1.51	2.70
-18	7	9	-0.12	-0.34	0.14	-0.90	-0.90	1.79
-17	7	9	-0.35	-0.68	-1.08	-1.98	1.85	3.64
-16	9	7	-0.58	-1.26	-1.17	-3.15	1.19	4.83
-15	8	8	0.04	-1.23	-0.91	-4.06	2.87	7.70
-14	8	8	-0.44	-1.67	-1.00	-5.06	1.25	8.95
-13	9	7	0.36	-1.30	0.51	-4.56	-0.07	8.88
-12	9	7	1.38***	0.07	0.86	-3.70	2.93	11.81
-11	9	7	1.12	1.20	0.34	-3.35	3.47	15.28
-10	6	10	-0.46	0.73	-0.12	-3.48	-1.49	13.79
-9	8	8	-0.75	-0.02	-0.34	-3.82	-1.98	11.81
-8	8	8	-1.24***	-1.26	-1.87**	-5.69	0.65	12.46
-7	9	7	1.30***	0.03	0.65	-5.04	3.22	15.67
-6	11	5	2.13**	2.16	2.13**	-2.91	2.14	17.81
-5	8	8	0.66	2.82	0.11	-2.80	2.31	20.12
-4	12	4	1.85**	4.67	2.18**	-0.62	0.85	20.97
-3	7	9	0.01	4.69	-0.30	-0.92	0.96	21.93
-2	7	9	0.25	4.93	-0.81	-1.73	3.43	25.36***
-1	9	7	0.68	5.62	0.55	-1.18	1.08	26.44***
0	12	4	2.77**	8.39***	0.06	-1.13	10.93*	37.38**
+1	5	11	1.71**	10.10**	-1.01	-2.13	9.85*	47.23*
+2	10	6	1.92**	12.02**	1.88**	-0.26	2.04	49.27*
+3	9	7	0.84	12.86**	0.38	0.12	2.22	51.49*
+4	6	10	0.24	13.10**	-0.15	-0.03	1.42	52.91*
+5	10	6	0.34	13.44**	-0.20	-0.23	1.96	54.88*
+6	10	6	1.86**	15.30*	0.99	0.76	4.49	59.37*
+7	7	9	1.25***	16.55*	-1.41	-0.65	9.22*	68.59*
+8	7	9	0.49	17.04*	0.22	-0.43	1.28	69.88*
+9	11	5	2.01**	19.05*	0.37	-0.06	6.94*	76.81*
+10	9	7	0.98	20.03*	0.09	0.03	3.67	80.49*
+11	10	6	1.35***	21.38*	0.87	0.90	2.77	83.26*
+12	8	8	0.60	21.98*	-0.17	0.73	2.90	86.16*
+13	6	10	-0.25	21.73*	-0.69	0.04	1.05	87.21*
+14	10	6	0.67	22.40*	0.33	0.37	1.72	88.94*
+15	9	7	0.30	22.70*	0.37	0.74	0.07	89.00*
+16	7	9	0.94	23.64*	0.95	1.69	0.93	89.93*
+17	7	9	-0.15	23.49*	-0.72	0.97	1.55	91.49*
+18	8	8	0.53	24.02*	0.93	1.90	-0.66	90.83*
+19	9	7	0.03	24.05*	0.51	2.41	-1.41	89.42*
+20	8	8	0.59	24.65*	1.08	3.49	-0.88	88.54*

(*) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.01$ (**) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.05$

(***) = στατιστική σημαντικότητα για $\alpha = 0.10$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της μέσης υπερκανονικής απόδοσης (AAR)

χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της αθροιστικής μέσης υπερκανονικής απόδοσης (CAAR)

χρησιμοποιήθηκε η στατιστική t-student (δίπλευρος έλεγχος) με βάση τον τύπο $t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{(\sqrt{N} * S(AAR_t))}$,

όπου N = μέγεθος δείγματος

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων Χ.Α.Α

Βιβλιογραφία

Arnold, M and D. Parker, 2007, UK competition policy and shareholder value: The impact of merger inquiries, *British Journal of Management*, 18, 27-43.

Atkas, N, E. de Bodt and R. Roll, 2007, Is European M&A regulation protectionist?, *The Economic Journal*, 117, 1096-1121.

Baker, J, 2002, Horizontal merger analysis grows up: A review of Chapter 5 of Richard Posners *Antitrust Law 2nd ed. 2001 The Antitrust Source: www.antitrustsource.com*.

Ball, R and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, 159-178.

Beverley L, 2007, Stock market event studies and competition commission inquiries, University of East Anglia, Centre for Competition Policy, Working Paper 08-16, 2-45.

Bhattacharya U., H. Daouk., B. Jorgenson and C-H. Kehr, 2000, When an event is not an event: the curious case of an emerging market, *Journal of Financial Economics*, 55, 69-101

Blanco O, 2006, Eds, *EC Competition Procedure*, 2nd edition, OUP.

Bradley M, 1980, Interfirm tender offers and the market of corporate control, *Journal of Business*, 53, 345-376.

Brown, S and J. Warner, 1980, Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.

Brown, S. and J. Warner, 1985, Using daily stock returns: the case of event studies, *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.

Campbell, C. J and C. E. Wasley, 1993, Measuring security price performance using daily NASDAQ returns, *Journal of Financial Economics*, 33, 73-92.

Cowan, A and A. Sergeant, 1996, Trading frequency and event study test specification". *Journal of Banking & Finance*. 2010, 1731-1757

Cox A and J. Portes, 1998, Mergers in regulated industries: The uses and abuses of event studies, *Journal of Regulatory Economics* 14, 281-285.

Dimson E, 1979, Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, *Journal of Financial Economics*, 7, 197-226.

Duso T., K. Gugler and Yurtoglu B, 2006, How effective is European merger control?", <http://homepage.univie.ac.at/klaus.gugler/public/dgy.pdf>, 17.

Duso T., L-H. Röller and Neven D, 2003, The political economy of European merger control: Evidence using stock market Data <http://skylla.wz-berlin.de/pdf/2002/iv02-34.pdf>.

Eckbo, B, 1983, Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, *Journal of financial Economics*, 11, 241-273.

Fama, E, M Fisher, Jensen and R. Roll, 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10, 1-21.

Fridolfsson S-O and J. Stennek, 2000, Why event studies do not detect anti-competitive mergers, RIIIE, Working paper No. 542

Forbes, W, 1994, The shareholder wealth effects of MMC decisions, *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, 763-790.

Fotis P., M. Polemis and N Zevgolis, 2009, Stock price performance as an argument for derogation from suspension of concentrations: reality or myth?, *European Competition Law Review*, 30 (5), 216-222.

Franks, J and R. Harris, 1993, Shareholder wealth effects of UK take-overs: Implications for merger policy, in: M. Bishop and J. Kay eds, *European Mergers and Merger Policy*, 134-161, Oxford University Press.

Goyder D.G, 2003, *EC Competition Law*, 4th edition, Oxford University Press.

Heinkel, R and A. Kraus, 1988, Measuring event impacts in thinly traded stocks, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 71-88.

Jensen M. and R. Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.

Kokkoris I, 2007, A practical application of event studies in merger assessment: Successes and failures, *European Competition Journal*, 3 (1), 65-99.

Langus, G and M. Motta, 2007, The effect of EU antitrust investigations and fines on a firms valuation; Discussion paper 6176, Centre for Economic Policy Research.

Levy N, 2002, The control of concentrations between undertakings, Matthew Bender.

McAfee, R. Preston, Williams, A. Michael, 1988, Can event studies detect anticompetitive mergers, *Economics Letters*, 282, 199-203.

Maynes, E and J. Rumsey, 1993, Conducting event studies with thinly traded stocks *Journal of Banking and Finance*, 17, 145-157.

Oxera, 2006, Blocking the deal: how do merger decisions affect share prices?, in *Agenda*, March 2006.

Rhoades A., S, 1994, A summary of merger performance studies in banking, 1980–1993, and an Assessment of the Operating Performance and Event Study Methodologies, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1-37.

Ross S., A., 1976, The arbitrage theory of capital asset pricing, *Economic Theory*, 133, 341-360.

Ross, S., Westerfield and Jaffe, 1999, *Corporate finance*, Fifth Edition, McGRAW-HILL.

Salinger, M, 1992, Standard errors in event studies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 39-53.

Scholes and Williams, 1977, Estimating betas from non nonsynchronous data, *Journal of Financial Economics*, 5, 309-327.

Schuman L, 1993, Patterns of abnormal returns and the competitive effects of horizontal mergers, *Review of Industrial Organization*, 8, 679-696.

Serra P. A, 2002, Event study tests a brief survey, *Universitato da Porto, Faculdade De Economia, Working Paper da feb no. 117*, 1-14.

Simpson D., J and D. Hosken, 1998, Are retailing mergers anticompetitive? An event study analysis, *Federal Trade Commission, USA*.

Stillman R., S, 1983, Examining antitrust policy towards horizontal mergers, *Journal of Financial Economics*, 11, 225-240.

Sudarsanam, S, 2003, *Creating value from mergers and acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall, London.

Wenston F., J., S.C Kwang and A.S. Juan, 1998, *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, Prentice Hall, Second Edition.

Wier, P, 1983, The cost of anti merger lawsuits, *Journal of Financial Economics*, 11, 207-224.

Ζευγώλης Ν, 2007, Η υποχρέωση μη ανταγωνισμού ως δευτερεύων περιορισμός. Νομική βιβλιοθήκη.

Καραθανάσης Γ., Κ. Πάτιος, 1994, Σφάλματα εξειδίκευσης και ετεροσκεδαστικότητα στο υπόδειγμα της αγοράς: Αποτελέσματα από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Κοτσίρης, Λ, 1998, Διεθνείς εξελίξεις στον έλεγχο συγκεντρώσεων των επιχειρήσεων, σε συλλογικό έργο “Ο Έλεγχος Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού”.

Κουτσούκης Β.Δ, 1997, Έλεγχος συγκεντρώσεων επιχειρήσεων. Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.

Λιακόπουλος. Θ, 1997, Εξελίξεις και προοπτικές του δικαίου της βιομηχανικής ιδιοκτησίας, σε ζητήματα εμπορικού δικαίου βιομηχανική και πνευματική ιδιοκτησία.

Πετραλιάς Αθ., Τζαβαλής Η, 2008, Επενδύσεις. Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Πρωτόπαπας Γ,Π., Γ.Ν. Τραυλός., Β.Ν. Τζαγκαράκης, 2003, Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στην χρηματιστηριακή τιμή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, SPOUDAI, 53, Νο 4, 80-104.

Σουφλέρος, Η, 2004, Η κοινή θυγατρική επιχείρηση στο εταιρικό δίκαιο και στο δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, ΧρΙΔ, σελ. 865.

Φώτης Π., 2005, Συγχωνεύσεις και εξαγορές: Θεωρία ολιγοπωλίων, πολιτική ανταγωνισμού και εμπειρικές εφαρμογές για την Ελλάδα, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Διδακτορική διατριβή, Βιβλιοθήκη Ο.Π.Α..

Φώτης Π., Μ. Πολέμης., Ν. Ζευγώλης, 2009, Η πτώση της απόδοσης μίας μετοχής ως επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης ενώπιον της Επιτροπής Ανταγωνισμού, Δίκαιο Επιχειρήσεων Εταιρειών, 4, 435-442.