

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

*Η επίδραση των hedge fund στην αξία των μετοχών του ελληνικού
χρηματιστηρίου για την περίοδο 2009-2016.*

Ηλίας Σακκάς

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος, 2016

Εγκρίνουμε την εργασία του
ΗΛΙΑ ΣΑΚΚΑ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΤΣΕΚΡΕΚΟΣ ΑΝΔΡΙΑΝΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

{11/10/2016}

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ]

ΗΛΙΑΣ ΣΑΚΚΑΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

Πίνακας περιεχομένων

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή	5
Κεφάλαιο 2. Βιβλιογραφική ανασκόπηση	8
2.1. Ορισμός των Hedge Fund.....	8
2.2. Θεωρία αποτελεσματικότητας της αγοράς.....	10
2.2.1. Μορφές αποτελεσματικότητας.....	11
2.3. Χαρακτηριστικά των παρεμβάσεων των Hedge Fund.....	12
2.4. Παρεμβάσεις των Hedge Fund και κόστος αντιπροσώπευσης.....	13
2.5. Τα χαρακτηριστικά των εταιρειών στόχος.....	15
2.6. Η επίδραση των Hedge Fund στα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης της εταιρείας στόχος.....	17
2.7. Χρονικός ορίζοντας δραστηριοποίησης των Hedge Fund.....	18
2.8. Ανασκόπηση Ερευνητικών μελετών.....	19
2.9. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα παρέμβασης Hedge Fund.....	23
Κεφάλαιο 3. Μεθοδολογία	25
3.1. Συλλογή δεδομένων και περιορισμοί έρευνας.....	25
3.2. Μέθοδος Event study: Ορισμός Estimation Period & Event Window.....	26
3.3. Εκτίμηση Αναμενόμενης Απόδοσης.....	27
3.3.1. Market Adjusted Returns Model.....	27
3.4. Υπολογισμός της Μέσης μη-κανονικής απόδοσης (AAR).....	28
3.5. Υπολογισμός των Cumulative Abnormal Returns (CAR) & Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR).....	28
3.6. Cross- Sectional standard deviation test.....	29
3.7. Time- Series standard deviation test.....	30
Κεφάλαιο 4. Εμπειρικά Αποτελέσματα	32
4.1. Βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς.....	32
4.1.1. Πλήθος παρεμβάσεων ανά έτος και συμβολισμοί.....	33
4.1.2. Μέση ημερήσια μη-κανονική απόδοση.....	33
4.1.3. Μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση.....	35
4.2. Περιγραφική στατιστική.....	38
4.3. Επεξήγηση των θετικών μη-κανονικών αποδόσεων.....	41
4.3.1. Μονοπαραγοντική παλινδρόμηση.....	41
4.3.2. Πολυπαραγοντική παλινδρόμηση.....	44
4.3.3. Μοντέλο με Ψευδομεταβλητή.....	46
4.4. Probit Analysis.....	48
Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα	51
Βιβλιογραφία	53

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή

Οι ακαδημαϊκές μελέτες σχετικά με τις παρεμβάσεις που πραγματοποιούν τα hedge fund σε διάφορες εταιρείες έχουν ποικίλα αποτελέσματα σε ότι αφορά στην αποτελεσματικότητα τους να δημιουργούν αξία για τους υφιστάμενους μετόχους, τους ομολογιούχους και άλλους ενδιαφερόμενους τρίτους οι οποίοι έχουν απαιτήσεις από την εταιρεία. Ακόμα, σημαντικά είναι τα συμπεράσματα που προκύπτουν σχετικά με την επίπτωση της παρέμβασης αυτής σε ό,τι έχει να κάνει με τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης της εταιρείας στόχου, την μόχλευση και το μακροπρόθεσμο επενδυτικό σχέδιο. Από τότε που ξεκίνησαν να μελετώνται συστηματικά τα φαινόμενα αυτά, η εξέλιξη των hedge fund και του τρόπου με τον οποίο αυτά δραστηριοποιούνται έχει επιταχυνθεί σημαντικά και τις περισσότερες φορές οι επιπτώσεις τους έπονται των διάφορων μελετών.

Τα hedge fund εμφανίζονται πλέον ως η επομένη κατηγορία επενδυτών οι οποίοι δραστηριοποιούνται ενεργά στην εταιρεία που εισέρχονται, έχοντας πολλές φορές συγκεκριμένη ατζέντα, καταλαμβάνοντας όλο και περισσότερο θέσεις που κάποτε κατείχαν αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία και διάφοροι άλλοι θεσμικοί επενδυτές. Ωστόσο, η έρευνα στον τομέα αυτό είναι σε πολύ πρώιμο στάδιο μιας που τα hedge fund αναπτύχθηκαν ενεργά την τελευταία 15ετία υποβοηθούμενα ασφαλώς από την εντατικοποίηση της παγκοσμιοποίησης. Τα κεφάλαια αυτά έχουν πλέον εισέλθει σε πολύ μεγάλες και γνωστές εταιρείες που διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο, έχοντας «ταρακουνήσει» την ισορροπία δυνάμεων στα διοικητικά συμβούλια που συμμετέχουν, επιβάλλοντας πολύ διαφορετικές πολιτικές από ότι προηγουμένως. Ως εκ τούτου, παρατηρείται πως έχουν επιβάλλει στις εταιρείες που παρεμβαίνουν ριζικού τύπου αναδιαρθρώσεις, διανομή αυξημένου ποσού μερίσματος και άλλες εταιρικές πολιτικές οι οποίες ωφελούν τόσο τους ίδιους όσο και άλλους μετόχους. Συνολικά, παρατηρείται πως η επίδραση τους είναι σημαντική. Ωστόσο, κάτι το οποίο ενδεχομένως να είναι καλό για το hedge fund ενδεχομένως να είναι κακό για την ίδια την εταιρεία και την μακροπρόθεσμη πορεία της ή ακόμα και για συγκεκριμένη μερίδα μετόχων. Κλασικό παράδειγμα τέτοιας περίπτωσης είναι οι διάφορες μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την λεγόμενη «μεταφορά πλούτου» από τους ομολογιούχους προς τους μετόχους.

Επίσης, στην χρηματοοικονομική θεωρία γίνεται εκτενής αναφορά σχετικά με τα κόστη αντιπροσώπευσης μεταξύ διαφορετικού τύπου μετόχων αλλά και πως

μπορούν οι επιλογές της διοίκησης άλλοτε να βλάψουν και άλλοτε να ωφελήσουν την μία τάξη μετόχων εις βάρος κάποιας άλλης.

Η απόφαση για την είσοδο ενός hedge fund στο μετοχικό σχήμα μιας εταιρείας σχετίζεται κυρίως με την πρόθεση του να αλλάξει την χρηματοοικονομική της διάρθρωση αλλά και να παρέμβει σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης με απώτερο σκοπό την μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών της. Η κοινή γνώμη όμως ακόμα και σήμερα είναι πως τα hedge fund επεμβαίνουν στις εταιρείες έχοντας ως ξεκάθαρη βραχυπρόθεσμη στρατηγική την εκμετάλλευση των κερδών της εταιρείας. Γι' αυτό το λόγο απαιτούν αλλαγές οι οποίες θα υποστηρίξουν την βραχυπρόθεσμη αύξηση της αξίας των μετοχών, όπως για παράδειγμα την απόσχιση και τελικώς την πώληση των λιγότερο αποτελεσματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας ή ακόμα και ολόκληρη την εταιρεία. Πρόσφατες έρευνες αποδεικνύουν την αύξηση της αξίας των μετόχων μέσω της αύξησης της αξίας των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, ωστόσο τα αποτελέσματα αφορούν σε πολύ περιορισμένο πλήθος αγορών καθώς και προϊόντων. Οι πιο διαδεδομένες από αυτές τις έρευνες εξετάζουν την αντίδραση των μετοχών στο άκουσμα της παρέμβασης του hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου. Ωστόσο λόγος γίνεται ακόμα και για την αντίδραση των ομολογιών σε παρόμοιου τύπου εταιρικά γεγονότα.

Είναι αποτέλεσμα της μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης της εταιρείας στόχου η θετική αυτή επίδραση στην αξία των μετοχών; Είναι τα hedge fund φυσικοί σύμμαχοι των υφιστάμενων μετόχων επιδιώκοντας την αύξηση της αξίας της μετοχής της εταιρείας ή είναι απλά κερδοσκόποι που έχουν ως σκοπό το βραχυπρόθεσμο όφελος εις βάρος όλων των υπολοίπων; Εν τέλει, ποιοι παράγοντες επηρεάζουν και πως αξιολογούν τα hedge fund τις εταιρείες στις οποίες σκοπεύουν να επέμβουν; Είναι τα αποτελέσματα ταυτόσημα σε αγορές πέραν των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής;

Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα επιχειρήσουμε να προσεγγίσουμε τα παραπάνω ερωτήματα, μέσω της έρευνας που θα πραγματοποιήσουμε στην υπάρχουσα δημοσιευμένη βιβλιογραφία, μελετώντας επιστημονικά άρθρα αλλά και έρευνες που πραγματοποιούν καθηγητές στα πλαίσια πανεπιστημιακών ερευνητικών εργασιών. Επιπρόσθετα, το παρόν κείμενο περιλαμβάνει την μελέτη περίπτωσης των παρεμβάσεων των hedge fund σε διάφορες εταιρείες του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Το δείγμα που συλλέξαμε και το οποίο θα μελετήσουμε αφορά το χρονικό διάστημα κατά το οποίο η ελληνική οικονομία είναι σε κρίση, δηλαδή το διάστημα 2009-2016 (έως και το α εξάμηνο). Ουσιαστικά, θα ερευνήσουμε, αν και κατά πόσο ωφελούνται οι μέτοχοι των εταιρειών που γίνονται στόχοι από τα hedge fund, μέσω του ελέγχου επίτευξης θετικών μη-κανονικών αποδόσεων. Θα αναλύσουμε την βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς μέσω της μελέτης διαφορετικών «παραθύρων» μελέτης (*event window*). Ορίζουμε, ως εταιρικό γεγονός, κάθε φορά που μεταβάλλεται το ποσοστό που κατέχει το hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο (με δικαίωμα ψήφου) της εταιρείας στόχου. Από την έρευνα που πραγματοποιήσαμε, με «χειροκίνητο» τρόπο (συλλέγοντας τα δεδομένα ένα προς ένα), λόγω του γεγονότος ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένη βάση δεδομένων για την Ελλάδα που να αφορά στα hedge fund, προκύπτει ένα δείγμα από 64 εταιρικά γεγονότα σε 18 διαφορετικές ελληνικές εταιρείες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο. Μέσω της ανάλυσης της στατιστικής σημαντικότητας των μέσων ημερήσιων μη-κανονικών αποδόσεων αλλά και των σωρευτικών μέσων μη-κανονικών αποδόσεων (για κάθε *event window* ξεχωριστά) θα προσεγγίσουμε το ζήτημα της βραχυπρόθεσμης αντίδρασης της αγοράς μετοχών.

Τέλος, εφόσον και αν αποδειχθεί ότι τα hedge fund όντως δημιουργούν αξία στους μετόχους των εταιρειών που εισέρχονται, με την παρούσα διπλωματική εργασία θα επιχειρήσουμε να επεξηγήσουμε τις αποδόσεις αυτές αλλά και να ταυτοποιήσουμε τα κυριότερα χαρακτηριστικά των εν λόγω εταιρειών. Η ανάλυση των παραγόντων αυτών αφορά τους διάσημους δείκτες χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης, όπως ROA (Return on Assets), ROE (Return on Equity), MV (Market Value) καθώς και άλλους. Με τον τρόπο αυτό θα καταλάβουμε ποια είναι τα χαρακτηριστικά που κατέχουν κυρίαρχο ρόλο στην επιλογή της εταιρείας στόχου από το hedge fund. Μέσω διαφορετικών παλινδρομήσεων μεταξύ των μη-κανονικών αποδόσεων και των διάφορων μεταβλητών που καθορίζουμε αργότερα, θα ελέγξουμε μέσω του κριτηρίου της στατιστικής σημαντικότητας τα χαρακτηριστικά που τελικώς οδηγούν στην επίτευξη των μη-κανονικών αποδόσεων βάζοντας σε ένα πλαίσιο συνολικά την δραστηριοποίηση των hedge fund στην Ελλάδα. Οι μεταβλητές κατασκευάστηκαν με την βοήθεια των στοιχείων που αντλήσαμε από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Datastream. Η ανάλυση θα εστιάσει μόνο σε ποσοτικές μεταβλητές και όχι σε ποιοτικές, λόγω της έλλειψης στοιχείων σχετικά με το ζήτημα αυτό.

Κεφάλαιο 2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

2.1. Ορισμός των Hedge Fund

Το αντισταθμιστικό κεφάλαιο (εφεξής και στα αγγλικά : **hedge fund**) αφορά τα επενδυτικά κεφάλαια που μπορούν να ενσωματώνουν μια ευρύτερη γκάμα επενδύσεων και χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με άλλα επενδυτικά μοντέλα. Τα συγκεκριμένα όμως κεφάλαια είναι διαθέσιμα μόνο σε συγκεκριμένους επενδυτές όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, Ιδρύματα, Πανεπιστημιακά κληροδοτήματα και επενδυτές με πολύ υψηλά ποσά προς επένδυση.

Το επιτρεπόμενο είδος των επενδυτών καθορίζεται από τις ρυθμιστικές αρχές κάθε χώρας. Τα hedge fund είναι συνήθως ανοιχτά, δηλαδή ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει επιπλέον κεφάλαια ή να αποσύρει μέρος του κεφαλαίου του σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Όσον αφορά τον υπολογισμό τους, η αξία μιας επένδυσης σε hedge fund υπολογίζεται ως ποσοστό της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Έτσι, οι αυξήσεις και μειώσεις της αξίας των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου αντικατοπτρίζονται άμεσα στο ποσό που ένας επενδυτής μπορεί αργότερα να αποσύρει.

Επιπρόσθετα, οι διαχειριστές των hedge fund συνήθως επενδύουν και δικά τους κεφάλαια στο χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζονται, ώστε να ευθυγραμμίζονται τα συμφέροντά τους με τους άλλους επενδυτές. Ο διαχειριστής επενδύσεων ενός hedge fund λαμβάνει συνήθως ετήσια αμοιβή διαχείρισης (*management fee*), η οποία υπολογίζεται ως ένα ποσοστό της συνολικής αξίας των επενδεδυμένων κεφαλαίων ετησίως, και μία αμοιβή επιτυχίας (*success fee*), η οποία λαμβάνεται αν η καθαρή αξία των επενδεδυμένων κεφαλαίων αυξηθεί.

Το 2009, τα hedge fund αντιπροσώπευαν το 1,1% των συνολικών επενδεδυμένων κεφαλαίων και περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Στα τέλη του 2011, το εκτιμώμενο μέγεθος της παγκόσμιας βιομηχανίας των hedge fund ανερχόταν στο ποσό των 2,01 τρισεκατομμυρίων δολαρίων. Επειδή τα συγκεκριμένα κεφάλαια είναι προσβάσιμα σε περιορισμένους επενδυτές, τα κεφάλαια αυτά και οι διαχειριστές τους δεν υπόκεινται στους ίδιους περιορισμούς που διέπουν τις άλλες επενδύσεις. Συνεπώς, η φιλοσοφία τους και η στρατηγική τους τις περισσότερες φορές δεν έχει καμία σχέση με το παραδοσιακό και γνωστό παγκοσμίως τρόπο που πραγματοποιούνται οι επενδύσεις. Αναφέρεται χαρακτηριστικά σε πάρα πολλές ιστοσελίδες των hedge fund, πως

χρησιμοποιούνται σύνθετες στρατηγικές αγοράς και πώλησης αξιογράφων (*synthetic long-short strategies*), «εναλλακτικές» μορφές επενδύσεων (*alternative investments*) ενώ οι δυνητικοί πελάτες τους χαρακτηρίζονται ως «εκλεπτυσμένοι» (*sophisticated*).

Σύμφωνα με την άποψη των Brav, Jiang, Partnoy και Thomas (2008), τα hedge fund μπορούν να κατέχουν σχετικά πολύ μεγαλύτερο ποσοστό στην εταιρεία που επενδύουν συγκριτικά με άλλους θεσμικούς επενδυτές, καθώς δεν είναι υποχρεωμένα από τον νόμο να διακρατούν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Σε αντίθεση με τα κλασσικού τύπου αμοιβαία κεφάλαια, τα hedge fund μπορούν να κατέχουν πολύ σημαντικά ποσοστά στις εταιρείες στόχους και ως εκ τούτου να απαιτούν από τους συμμετέχοντες σε αυτό, να «κλειδώσουν» την συμμετοχή τους για διάστημα 2 ετών ή και περισσότερο (μέσω ρήτρας μη απόσυρσης της συμμετοχής). Αντίθετα, σε ότι αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια, ορίζεται από τον νόμο να κατέχουν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και να πωλούν εντός μίας ημέρας το ποσοστό που μπορεί να ζητήσει ο επενδυτής, προκειμένου να είναι ικανοποιημένες οι απαιτήσεις του.

Επιπρόσθετα, δεν υπόκεινται στον νόμο περί επενδυτικών εταιρειών των Η.Π.Α. (*Investment Company Act*) και ως εκ τούτου επιτρέπεται να δραστηριοποιούνται με υψηλή μόχλευση και στρατηγικές που δεν είναι διαθέσιμες σε άλλους θεσμικούς επενδυτές, όπως αμοιβαία κεφάλαια ή συνταξιοδοτικά ιδρύματα. Διαθέτουν, με τον τρόπο αυτό, μεγαλύτερη ευελιξία κινήσεων στις επενδυτικές τους επιλογές.

Ακόμα, αντίθετα με άλλους θεσμικούς επενδυτές, δεν υπόκεινται σε υψωμένα πρότυπα θεματοφυλακής, όπως αυτά αποτυπώνονται στον ERISA (Ρυθμιστικός νόμος στις Η.Π.Α.). Η πλειοψηφία των ατόμων που επενδύουν σε hedge fund είναι πλούσιοι ιδιώτες είτε πολύ μεγάλα ιδρύματα, επομένως τα συγκεκριμένα αντισταθμιστικά κεφάλαια συλλέγουν χρήματα συνήθως μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων, οι οποίες δεν υπόκεινται σε αυξημένη διαφάνεια ή όποιους άλλους κανονισμούς. Ακολούθως, παρά το γεγονός ότι οι διαχειριστές επενδύσεων του hedge fund ελέγχονται από τις προβλέψεις του νόμου περί απάτης, δεν υπόκεινται σε άλλους κανονισμούς και πρότυπα, όπως αυτός του «συνετού ανθρώπου» (*prudent man*). Οι διαχειριστές των hedge fund δεν υποφέρουν από συγκρούσεις συμφερόντων, όπως άλλοι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, δεν χρειάζεται να περάσουν από πολιτικό έλεγχο και δεν επηρεάζονται από συναλλαγές με άλλες

εταιρείες ή ιδρύματα. Οι διαχειριστές, ωστόσο, έχουν ισχυρά κίνητρα να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις.

Τέλος, παρά το γεγονός ότι πολλές εταιρείες ιδιωτικών τοποθετήσεων (*Private Equity firms*) ή κάποια καινοτομικά επιχειρηματικά επενδυτικά κεφάλαια (*Venture Capital firms*), διαθέτουν παρόμοια χαρακτηριστικά, δεν είναι το ίδιο με τα hedge fund, λόγω της εστίασής τους σε συγκεκριμένες αγορές. Τα μεν Private Equity Funds συνήθως στοχεύουν σε ιδιωτικές εταιρείες και συναλλαγές μέσω των κεφαλαιαγορών που δραστηριοποιούνται και αποκτούν πολύ μεγαλύτερο ποσοστό από αυτό των hedge fund όταν παρεμβαίνουν στις εταιρείες στόχους τους. Τα καινοτομικά επιχειρηματικά κεφάλαια στοχεύουν σε ιδιωτικές εταιρείες αποκλειστικά με σκοπό να πουλήσουν την εταιρεία είτε μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς είτε μέσω δημόσιας προσφοράς σε κάποιο χρηματιστήριο. Ως εκ τούτου, δραστηριοποιούνται χρονικά πολύ νωρίτερα συγκριτικά με τις εταιρείες ιδιωτικών τοποθετήσεων ή με τα hedge fund. Παρ' όλα αυτά, οι διαχωριστικές γραμμές ανάμεσα σε αυτού του τύπου τους επενδυτές πολλές φορές είναι δυσδιάκριτες, ιδίως αν επικεντρωθούμε στα hedge fund και τα Private Equity μόνο. Ακόμα και ανάμεσα στα ίδια τα hedge fund υπάρχουν διαφορές, οι οποίες έχουν να κάνουν με την ποιότητα, την ιστορία, τις επιτυχίες αλλά και τους διαχειριστές τους. Έχει παρατηρηθεί πως υπάρχουν hedge fund τα οποία λειτουργούν αποκλειστικά και μόνο ως «arbitrage traders», δηλαδή μέσω σύνθετων και συνδυαστικών κινήσεων επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις με ελάχιστο πραγματικά κίνδυνο. Υπάρχουν όμως και hedge fund, τα οποία διαδραματίζουν ενεργό ρόλο όταν αποκτούν σημαντικό ποσοστό σε μία εταιρεία, επιδιώκοντας συγκεκριμένη «στρατηγική ατζέντα» (*hedge fund activism*).

2.2. Θεωρία Αποτελεσματικότητας της Αγοράς

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (*market efficiency*) και η έννοια του τυχαίου περιπάτου (*random walk*) συνδέονται άμεσα μεταξύ τους στην οικονομική επιστήμη. Με την έννοια «τυχαίος περίπατος» εξηγείται η τυχαία μεταβολή στις τιμές των μετοχών ανεξαρτήτως των τιμών που είχαν αυτές την προηγούμενη μέρα. Ουσιαστικά, ο τυχαίος περίπατος αναφέρεται στον αντίκτυπο των νέων πληροφοριών στη τιμή της μετοχής. Αν οι νέες πληροφορίες μπορούν να θεωρηθούν μη προβλέψιμες τότε το ίδιο πρέπει να ισχύει και για την μεταβολή της τιμής των

μετοχών. Η ιδέα της αποτελεσματικής αγοράς δόθηκε αρχικά από τον Fama στις αρχές του 1960.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς εξηγεί ότι όταν κάποιος επενδυτής γίνονται αποδέκτες νέων πληροφοριών σχετικά με την αγορά τότε μπορεί να εκδηλώσουν δύο δυνατές ακραίες συμπεριφορές, να υπέρ-αντιδράσουν ή να υπό-αντιδράσουν σε αυτές. Για να υπάρξει το λεγόμενο net effect (πχ. η αξία μιας μετοχής αυξάνεται) στις τιμές της αγοράς, οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν αυθόρμητες και φυσιολογικές αντιδράσεις, πράγμα που σημαίνει ότι θα πρέπει να ακολουθούν το μοτίβο της κανονικής κατανομής (Beechey, et al., 2002 & Samuelson, 1965).

2.2.1. Μορφές αποτελεσματικότητας

(α) Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (*Weak- Form efficiency*)

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, οι ιστορικές πληροφορίες (π.χ. παρελθούσες τιμές, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών) αντικατοπτρίζονται ήδη στις τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν μη-κανονικές αποδόσεις.

(β) Μορφή Ημι-Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (*Semi- Strong Form efficiency*)

Σύμφωνα με την Ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, οι δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, κ.λ.π.) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

(γ) Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (*Strong Form efficiency*)

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ακόμα και οι μη-δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. οι πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα, δηλαδή ιδιωτική πληροφόρηση) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπέρ-αποδόσεις/μη-κανονικές αποδόσεις.

Σε μία αποτελεσματική αγορά τα επίπεδα τιμών καθορίζονται από την θεμελιώδη αξία (τιμή) του χρεογράφου και η σημερινή μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής προέρχεται μόνο από τα σημερινά, τυχαία, νέα. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο ρόλος των ειδικών και των επαγγελματιών στην αγορά εφόσον δεν έχουν την δυνατότητα πρόβλεψης, θα έπρεπε να είναι περιορισμένος.

Όμως, όλη η παραπάνω θεωρία αποτελεσματικότητας της αγοράς κατά βάση και συνθήκη έρχεται σε αντίθεση με την φιλοσοφία βάσει της οποίας δραστηριοποιούνται τα hedge fund στη διεθνή επενδυτική κοινότητα. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη άποψη που κυριαρχεί, ουσιαστικός στόχος είναι η επίτευξη μη-κανονικών αποδόσεων στην αγορά που συμμετέχουν και συνεπώς έχουν ως τελικό στόχο να «νικήσουν την αγορά» (*beat the market*). Τα hedge fund φαίνεται πως έχουν τον τρόπο να υπέρ-αποδίδουν της αγοράς και συνεπώς η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς τίθεται σε κάποιο βαθμό σε αμφιβολία.

2.3. Χαρακτηριστικά των παρεμβάσεων των Hedge Fund

Μία περίπτωση παρέμβασης (ακτιβισμού) ενός hedge fund μπορεί να έχει διάφορους σκοπούς. Για παράδειγμα, ενδέχεται ένα hedge fund να ζητάει εκπροσώπηση στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας που έγινε στόχος ή να απαιτεί μεγαλύτερη μερισματική απόδοση. Ακόμα παρατηρείται πως τα hedge fund δεν στοχεύουν μόνο σε μία εταιρεία αλλά μπορούν να έχουν πολλαπλά ζητήματα ανοιχτά, αναλόγως ασφαλώς και του μεγέθους, που αυτό αντιπροσωπεύει (χρηματικές συμμετοχές σε αυτό). Σύμφωνα, λοιπόν, με τους Aslan και Maraachlian (2009) μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τα χαρακτηριστικά της δραστηριοποίησης των hedge fund σε 2 επιμέρους κατηγορίες :

A) Την «Γενική», σύμφωνα με την οποία η πρόθεση του hedge fund είναι να υπάρχει ένας ανοιχτός διάλογος επικοινωνίας μεταξύ αυτού και της εταιρείας στην οποία έχει αναμειχθεί, χωρίς όμως να γνωστοποιεί κάποιες συγκεκριμένες απαιτήσεις.

B) Την «Συγκεκριμένη», η οποία επιτυγχάνεται αφού πρώτα το hedge fund αποστέλλει μια επιστολή στην διοίκηση της εταιρείας ζητώντας συγκεκριμένες αλλαγές, οι οποίες αφορούν σε :

- Ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης μεσοπρόθεσμου χαρακτήρα, όπως αντικαταστάσεις μελών της ανώτατης και ανώτερης διοίκησης (λ.χ. μέλη Διοικητικού Συμβουλίου), απαίτηση εκπροσώπησης του στο Δ.Σ. σύμφωνα με το ποσοστό που κατέχει το hedge fund, μείωση της αμοιβής (αποζημίωσης) υψηλά ιστάμενων στελεχών και άλλα.
- Απαιτήσεις, οι οποίες συνδέονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας και δραστηριότητες μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, όπως προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών, αλλαγές στην μερισματική πολιτική και ζητήματα καλύτερης και αποδοτικότερης διαχείρισης του μετοχικού κεφαλαίου.
- Εναλλακτικές στρατηγικές για την εταιρεία, όπως η πώλησή της, η ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, η διάσπαση και πώληση στοιχείων και δραστηριοτήτων της εταιρείας τα οποία υπό-αποδίδουν. Επιπρόσθετα, οι εναλλακτικές αυτές στρατηγικές αφορούν και εξαγορές-συγχωνεύσεις τόσο των τμημάτων της ίδιας της εταιρείας στόχου όσο και απορρόφηση της ίδιας της εταιρείας από άλλες και εστίαση της περισσότερο σε τομείς που είναι πιο αποδοτικοί σε βάρος αυτών που αποδίδουν λιγότερο.

2.4. Παρεμβάσεις των hedge fund και κόστος αντιπροσώπευσης

Όπως είναι ευρέως γνωστό το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους προκύπτει από το γεγονός ότι οι πιστωτές, όπως οι ομολογιούχοι, μπορούν να ζημιωθούν από τους μετόχους της εταιρείας υπό κάποιες συνθήκες. Αυτό μπορεί να συμβεί αν η εταιρεία προβεί σε έκδοση χρέους υψηλότερης εξασφάλισης από το ήδη υπάρχον, από επιλογή επενδύσεων σε έργα υψηλότερου ρίσκου τα οποία δεν έχουν την «σύμφωνη» γνώμη των πιστωτών, όπως αναλύουν οι Jensen and Meckling (1976).

Σύμφωνα με τον Myers (1977), αυτό μπορεί να συμβεί, επίσης, από μη εκτέλεση επενδύσεων με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία, αν αυτά ωφελούν κυρίως τους ομολογιούχους. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους Warga και Welch (1993), το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους επηρεάζεται και από την αύξηση του καθαρού χρέους μέσω εξαγορών, επηρεάζοντας ενδεχομένως και το επίπεδο εξασφάλισης του χρέους. Αυτό συμβαίνει διότι η διοίκηση της εταιρείας διαθέτει προνομιακή-εσωτερική πληροφόρηση σε σχέση με τους «εξωτερικούς παρατηρητές» της, όπως είναι οι ομολογιούχοι, σύμφωνα με την άποψη των Holmstrom και Tirole (1989).

Έτσι, λόγω της εσωτερικής πληροφόρησης η διοίκηση της εταιρίας κάνει τις δικές τις επιλογές στα ζητήματα επενδύσεων και λειτουργικής διαχείρισης, καθοδηγούμενη πολλές φορές από συμπεριφορά, η οποία ευνοεί κυρίως τα προσωπικά της συμφέροντα.

Ακόμα, είναι δύσκολο και οι ίδιοι οι μέτοχοι να παρέμβουν στην διοίκηση και στον τρόπο λήψης των αποφάσεων, όσον αφορά την εταιρία, λόγω του διαχωρισμού μεταξύ ιδιοκτησίας και επαγγελματικού μάνατζμεντ της εταιρείας. Τις περισσότερες φορές αυτό είναι κοστοβόρο για τις εταιρίες. Ο Fluck (1999) καταγράφει το γεγονός αυτό από την οπτική γωνία της επιτυχημένης πρότασης δυσπιστίας προς το Δ.Σ., ενώ οι Shleifer and Vishny (1986) κάνουν λόγο για την περίπτωση της εξαγοράς. Ο Zwiebel (1996) κάνει λόγο για περιπτώσεις χρεοκοπίας, οι οποίες πραγματοποιούνται όχι μόνο για οικονομικούς λόγους άλλα και εξ αιτίας ζητημάτων διακυβέρνησης.

Σύμφωνα λοιπόν, με τις παραπάνω εμπειριστατωμένες μελέτες, οι μάνατζερ της εταιρείας μπορούν να περιχαρακώσουν τον εαυτό τους και να «απειλήσουν» τα συμφέροντα των ομολογιούχων, πράττοντας τα αντίθετα από αυτά που εξυπηρετούν τα συμφέροντα των πιστωτών κατά γενική άποψη.

Στο συγκεκριμένο σημείο πρέπει να γίνει ιδιαίτερη αναφορά σχετικά με τον ρόλο των εν δυνάμει εποπτών της εταιρείας, οι οποίοι φροντίζουν ώστε να μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης και οι εσωτερικές διαμάχες μεταξύ ανώτατης διοίκησης και μετόχων. Τα hedge fund και ο ρόλος των οποίων μελετάμε, παρακολουθούν τις επιλογές της διοίκησης και παρεμβαίνουν ηχηρά σε αυτές. Με τον τρόπο αυτό, σύμφωνα με τους Barclay (1992) και Bhojraj (2003), εξοικονομούν χρήματα (καθαρές ταμειακές ροές) από επενδυτικά σχέδια τα οποία υπό-αποδίδουν και αντ' αυτού επιλέγουν επενδύσεις που μεγιστοποιούν την αξία της εταιρείας. Επίσης, μειώνουν την εγωκεντρική διάθεση της ανώτερης και της ανώτατης διοίκησης με την επιβολή της καλύτερης δυνατής προσπάθειας τους. Ένα ακόμα σημαντικό στοιχείο είναι ότι μειώνονται ακόμα και οι υπερβολικές αμοιβές του Δ.Σ. και γίνονται όποιες άλλες πράξεις και ενέργειες ενδεχομένως δεν μειώνουν τελικώς την αξία της εταιρείας. Από την στιγμή που η αξία της εταιρείας αυξάνεται, τα συμφέροντα μετόχων, ομολογιούχων, πιστωτών σε κάποια βαθμό ταυτίζονται διαμέσου της επιλογής ορθολογικότερων αποφάσεων. Η ανάλυση των Aslan και Maraachlian (2009) αποδεικνύει τα ανωτέρω σε γενικό επίπεδο, καθώς παρατηρήθηκαν θετικές

αποδόσεις τόσο στα ομόλογα όσο και στις μετοχές των εταιρειών που έγιναν στόχος από hedge fund κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος.

2.5. Τα χαρακτηριστικά των εταιρειών στόχος

Παρά το γεγονός ότι οι μελέτες δεν συμφωνούν πλήρως, πολλές αποδεικνύουν πως η «τυπική» εταιρεία που γίνεται στόχος από τα hedge fund είναι συγκριτικά μικρότερη, περισσότερο κερδοφόρα, με μεγάλη θεσμική εκπροσώπηση στην μετοχική της σύνθεση και γενικότερα κατέχει χαρακτηριστικά που διαθέτουν οι μετοχές «αξίας» (value stocks). Όμως, οι μετοχές αυτές, λόγω του γεγονότος της παρέμβασης του hedge fund δεν είναι οι «ηττημένοι» του παιχνιδιού. Απεναντίας, οι Brav, Jiang , Partnoy και Thomas (2009) βρήκαν πως η πιθανότητα μια εταιρεία να γίνει στόχος παρέμβασης από hedge fund είναι θετικά συσχετισμένη με την απόδοσή της επί των περιουσιακών στοιχείων (*Return-on-assets*).

Επιπροσθέτως, οι Khorana, Hoover, Shivdasani, Sigurdsson και Zhang (2013) στην μελέτη τους απέδειξαν πως η τιμή της μετοχής υπέρ-απέδωσε σε πάνω από το 1/3 των εταιρειών που έγιναν στόχος, πριν την παρέμβαση του hedge fund και ως αποτέλεσμα μετά να υπό-αποδίδει. Γενικώς, παρατηρούμε πως οι εταιρείες στόχοι είναι συγκριτικά πιο κερδοφόρες από άλλες, γεγονός το οποίο υποδεικνύει πως δεν είναι εταιρείες οι οποίες πραγματοποιούν χαμηλές επιδόσεις και δεν ελλοχεύουν μεγάλους κινδύνους, όπως κάποιοι αντιφρονούντες των hedge fund ισχυρίζονται. Απεναντίας, στην μελέτη των Klein και Zur (2009) αποδεικνύεται πως οι εταιρείες στόχοι από hedge fund παρουσιάζουν χαμηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας από ένα όμοιο δείγμα εταιρειών, οι οποίες δεν έγιναν στόχος. Οι εταιρίες αυτές κατηγοριοποιήθηκαν με βάση το μέγεθος, τον δείκτη λογιστική προς εμπορική αξία (book-to-market value) και τον κλάδο δραστηριοποίησης.

Ένα κοινό επιχείρημα που προβάλλεται από τους υποστηρικτές των hedge fund είναι ότι οι παρεμβάσεις που πραγματοποιούν τα συγκεκριμένα κεφάλαια είναι απόρροια των προβλημάτων αντιπροσώπευσης μεταξύ των διοικούντων της εταιρείας και των διασκορπισμένων μετόχων (μεγάλη διασπορά στο χρηματιστήριο). Υπό αυτή την υπόθεση, οι διοικούντες της εταιρείας εκμεταλλεύονται τις ελεύθερες ταμειακές ροές, όχι όμως με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, επενδύοντας σε έργα με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία (Κ.Π.Α.), αντί να διανέμουν τα χρήματα αυτά στους μετόχους και τελικώς να αποφασίσουν αυτοί πως θα τα διαχειριστούν καλύτερα. Από

αυτήν την οπτική γωνία, η μείωση σε δαπανηρά και «αναποτελεσματικά» προγράμματα Έρευνας και Ανάπτυξης καθώς και πολυέξοδα επενδυτικά προγράμματα μεγεθύνει την αξία των μετόχων.

Παρόμοια, ένας τρόπος να μειωθούν οι καθαρές ταμειακές ροές που έχουν διαθέσιμες οι μάνατζερ των εταιρειών, σε ότι αφορά στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης, είναι να αυξηθεί ουσιαστικά το χρέος της εταιρείας ώστε να επικεντρωθούν στο πως θα το εξυπηρετήσουν καλύτερα. Αν ο παραπάνω ισχυρισμός είναι έγκυρος και χαρακτηρίζει δίκαια της εταιρείες στις οποίες τελικώς επεμβαίνουν τα hedge fund, τότε θα περιμένει κανείς αυτές οι εταιρείες να απαρτίζονται από υψηλότερες κεφαλαιακές δαπάνες, υψηλότερες «άσκοπες» δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη, χαμηλότερα διανεμηθέντα μερίσματα, λιγότερες αγορές ιδίων μετοχών και μικρότερη μόχλευση σε σύγκριση με ένα αντίστοιχο δείγμα, στο οποίο δεν έχουν σκοπό να παρέμβουν τα hedge fund. Παρόλο που ορισμένες μελέτες υποστηρίζουν την παραπάνω θεώρηση των πραγμάτων, η πλειοψηφία δεν καταγράφει ουσιώδεις αλλαγές σε πραγματικές μεταβλητές, οι οποίες και να υποστηρίζουν τον ισχυρισμό.

Σύμφωνα με την άποψη των Boyson και Mooradian (2007), οι εταιρείες στόχοι έχουν χαμηλότερη μόχλευση. Αντίθετα με αυτή την άποψη οι Clifford (2007) και οι Klein και Zur (2011), βρήκαν πως έχουν υψηλότερη μόχλευση από αντίστοιχα δείγματα. Ακόμη, οι Klein και Zur (2011) διατύπωσαν πως οι εταιρείες στόχοι έχουν χαμηλότερα διανεμηθέντα μερίσματα σε αντίθεση με τον Clifford (2007) που κατέγραψε παρόμοια μερίσματα για αντίστοιχο δείγμα σύγκρισης και ελέγχου.

Συνοψίζοντας, παρά το γεγονός ότι έχουν αναπτυχθεί πολλές γενικεύσεις σχετικά με τα χαρακτηριστικά που διαθέτουν οι εταιρείες στόχοι πριν επέμβουν τα hedge fund, τα στοιχεία αποδεικνύουν πως η μόνη γενίκευση που μπορεί να γίνει και η οποία στηρίζεται από το σύνολο των μελετών είναι πως οι εταιρείες αυτές τείνουν να έχουν χαμηλότερο συντελεστή Tobin's Q (*Total Market Value of Firm / Total Asset Value*) και έναν προσανατολισμό μετοχής «αξίας». Ωστόσο, η γενίκευση αυτή δεν είναι από μόνη της αποδεικτικό στοιχείο χαμηλής επίδοσης της διοίκησης ή υψηλού κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης της εταιρείας. Ακόμα, τα αποτελέσματα από τις διάφορες έρευνες παρουσιάζουν πως δεν υπάρχει ομοιογενής ανάλυση σχετικά με τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που παρεμβαίνουν τα hedge fund και ενδέχεται να διαφέρουν από αγορά σε αγορά και από εταιρεία σε εταιρεία.

2.6. Η επίδραση των hedge fund στα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης της εταιρείας στόχος

Σε πρόσφατες μελέτες που έχουν διεξαχθεί, οι ερευνητές έχουν εστιάσει την προσοχή τους στις εταιρείες, οι οποίες έγιναν στόχοι από τα hedge fund για να αξιολογήσουν αν οι επενδύσεις των εταιρειών αυτών σε έρευνα και ανάπτυξη (*E & A*) έχουν αυξηθεί ή μειωθεί, ως συνέπεια της παρέμβασης των hedge fund. Γενικά και επί της αρχής παρατηρήθηκε μια άμεση μείωση στα χρήματα που δαπανούν οι εταιρείες αυτές στον εν λόγω τομέα. Μία πολύ πρόσφατη μελέτη, αυτή των Allaire και Dauphin (2009), όπου χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα εταιρειών που έγιναν στόχος, αποδεικνύει πως το σύνολο των εταιρειών που «επιβίωσαν» και τελικώς δεν πωλήθηκαν είχε μειώσει τις επενδύσεις στο κομμάτι της έρευνας και ανάπτυξης έως και κατά 50%! Το ποσοστό αυτό δεν είναι τυχαίο, αφού για την ίδια περίοδο ένα άλλο τυχαίο δείγμα μελέτης (μη στοχοποιημένο από hedge fund) αποδεικνύει αύξηση στα αντίστοιχα έξοδα σε Έρευνα και Ανάπτυξη (απόδειξη ότι δεν ήταν συστηματικός ο παράγοντας μείωσης των συγκεκριμένων επενδύσεων). Αν η μελέτη επεκταθεί και στις εταιρείες στόχους οι οποίες πωλήθηκαν, τότε προφανώς η μείωση των επενδύσεων σε *E & A* θα είναι ακόμα μεγαλύτερη αφού οι εξαγορασθείσες εταιρείες αναγκάζονται, συνήθως, σε πολύ ισχυρή μείωση των γενικότερων επενδύσεών τους, αλλά και συγκεκριμένα στα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης.

Ωστόσο, οι υποστηρικτές του συγκεκριμένου τρόπου δραστηριοποίησης των hedge fund διατυπώνουν και ορισμένες ενστάσεις. Παρά το γεγονός ότι αρκετές μελέτες αποδεικνύουν ότι τελικώς οι επενδύσεις σε *E & A* μειώνονται σημαντικά, όπως των Brav, Jiang, Ma και Tian (2014), ύστερα της εισδοχής του hedge fund στο μετοχικό σχήμα της εταιρείας, μία πρόσφατη μελέτη αναφέρει πως οι παραγόμενες πατέντες/ εφαρμογές τελικώς είναι συγκριτικά περισσότερες. Σύμφωνα με αυτήν την οπτική γωνία, υπάρχει μία αύξηση στην «παραγόμενη καινοτομία».

Συνεπώς, η υπόθεση ότι λιγότερες επενδύσεις σε καινοτομία και *E & A*, υπό την επίβλεψη των hedge fund, μπορούν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη ποσότητα παραγόμενης καινοτομίας είναι το λιγότερη μη εμπεριστατωμένη. Η ακύρωση των μακροπρόθεσμων επενδυτικών σχεδίων της εταιρείας δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να οδηγήσει σε αυξημένη παραγόμενη καινοτομία και εφαρμογές, διότι στο τέλος η εταιρεία απαρτίζεται από όλες τις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο. Ακόμα, συνήθως η μία

καινοτομία οδηγεί στην άλλη και αυτό στην μακροχρόνια κερδοφορία και ευρωστία της εταιρείας, όπως γίνεται για παράδειγμα με τον κλάδο των φαρμακευτικών εταιρειών, μέσω της κατοχύρωσης πατεντών και εφαρμογών, οι οποίες έχουν προκύψει από υψηλού επιπέδου επενδύσεις σε Έρευνα και Ανάπτυξη, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Επομένως, όταν περικόπτει κάποιος σε μεγάλο βαθμό τα έξοδα που κατευθύνονται στην Έρευνα και Ανάπτυξη ενδεχομένως και να υποσκάπτει τις δυνατότητες μακροπρόθεσμης επιβίωσης της εταιρείας.

Το βέβαιο είναι πως με τον τρόπο αυτό, τα κέρδη βραχυπρόθεσμα ενισχύονται αλλά δεν μπορούμε να ισχυριστούμε το ίδιο και για την εξαγόμενη ποσότητα καινοτομίας. Συνεπώς, τα μόνα «σίγουρα», ως τώρα, συμπεράσματα είναι τα εξής : α) Οι περισσότερες μελέτες αποδεικνύουν πως τα έξοδα που κάνει μια εταιρεία στόχος στον τομέα της E & A μειώνονται σημαντικά, υπό την πίεση του hedge fund και β) τουλάχιστον μία μελέτη υποστηρίζει πως η παραγόμενη καινοτομία αυξάνεται στις εταιρείες στόχος, υπό την επίβλεψη του hedge fund.

Χαρακτηριστικές είναι οι περιπτώσεις των Allegran, Inc και Dupont οι οποίες έγιναν στόχοι από τις Pershing Square Capital Management, το 2014, και Trian Fund, το 2015 αντιστοίχως.

2.7. Χρονικός ορίζοντας δραστηριοποίησης των hedge fund

Ο χρονικός ορίζοντας δραστηριοποίησης των hedge fund αποτελούσε πάντοτε ένα συγκρουσιακό ζήτημα μεταξύ των επικριτών και των υποστηρικτών τους. Ωστόσο, ελάχιστοι έχουν καταφέρει να ποσοτικοποιήσουν το συγκεκριμένο ζήτημα, καθώς είναι απύσες οι συγκεντρωτικές βάσεις δεδομένων που αναφέρονται σε αυτά και η μόνη περίπτωση ελέγχου εισόδου και εξόδου ενός hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας είναι η μεταβολή του σε ποσοστό γύρω από το 5% (υποχρέωση ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού από τον νόμο). Κάποιες κριτικές, όπως των Kahan και Rock (2006) κατηγορούν τα hedge fund πως στοχεύουν σε βραχυπρόθεσμα κέρδη σε βάρος της μακροπρόθεσμης αξίας της εταιρείας.

Σύμφωνα με την μελέτη των Brav, Jiang, Partnoy και Thomas (2008), ο διάμεσος των ημερών «παραμονής» του hedge fund στην εταιρεία στόχο συνολικά για το δείγμα που εξετάστηκε ήταν 369 ημέρες, δηλαδή κάτι παραπάνω από 1 έτος. Επιπλέον, το 25^ο και το 75^ο εκατοστημόριο για το σύνολο του δείγματος ήταν 169 και

647 ημέρες. Επιπρόσθετα, αν χωρίζουμε το δείγμα σε «εχθρικές» και «μη-εχθρικές» παρεμβάσεις τότε ο διάμεσος του χρονικού διαστήματος παραμονής είναι μικρότερος, ήτοι 317 ημέρες, έναντι 375 ημέρες για τις «μη-εχθρικές». Ωστόσο, είναι προφανές πως οι πληροφορίες εξόδου δεν είναι καταγεγραμμένες σε ολόκληρο το δείγμα και όπως πληροφορούμαστε από την έρευνα, δεν βρέθηκαν στοιχεία εξόδου για το 47,6% των περιπτώσεων. Το συγκεκριμένο ποσοστό δύναται να μεταβάλλει τα υπάρχοντα αποτελέσματα του μέσου χρόνου παραμονής του hedge fund στην εταιρεία στόχο. Από τα παραπάνω μπορεί κάποιος να συμπεράνει τα εξής :

1. Επικριτές και υποστηρικτές του τρόπου δραστηριοποίησης των hedge fund καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με τον χρόνο παραμονής ενός hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου, έχοντας όμως ως αφετηρία διαφορετικές οπτικές γωνίες.
2. Μία τουλάχιστον μελέτη, αποδεικνύει πως για πάνω από το 50% του συνόλου του δείγματος μελέτης, τα hedge fund έχουν σίγουρα μεσοπρόθεσμο και σίγουρα όχι μακροπρόθεσμο χαρακτήρα δραστηριοποίησης.
3. Υπάρχει έλλειψη μελετών σχετικά με το χρονικό διάστημα παραμονής, καθώς είναι δύσκολη η εύρεση στοιχείων σχετικά με το ζήτημα αυτό και τις περισσότερες φορές επιτυγχάνεται με «χειροκίνητο» τρόπο. Η απουσία συγκεντρωμένης βάσης δεδομένων είναι καταλυτική για την μελέτη του φαινομένου αυτού και την εξαγωγή ανάλογων συμπερασμάτων.

2.8. Ανασκόπηση Ερευνητικών μελετών

Πριν αναφέρουμε τις κυριότερες και πιο σημαντικές μελέτες γύρω από το κυρίως ζήτημα της διπλωματικής εργασίας, είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως η μελέτη σχετικά με το αν όντως τελικώς τα hedge fund δημιουργούν αξία, αλλά και η γενικότερη ενασχόληση με τον ρόλο των hedge funds τόσο σε επίπεδο διεθνούς οικονομικής δραστηριοποίησης, όσο και σε επίπεδο κοινωνίας, αποτελεί ένα πάρα πολύ σύγχρονο και πρόσφατο φαινόμενο και για κάποιους ακόμη αποτελεί προπομπό για μελλοντικές εξελίξεις. Γι' αυτό και έχει αξία να μελετήσουμε, με σύντομο τρόπο, τι έχει ερευνηθεί και πως, καθώς οι εν λόγω αναλύσεις βρίσκονται ακαδημαϊκά τουλάχιστον σε εμβρυϊκό στάδιο.

Η πρώτη και πιο σημαντική μελέτη, λόγω βάθους και εμπειριστατωμένης ανάλυσης, αφορά στην δραστηριοποίηση των hedge fund στην αγορά των ανωνύμων

εταιρειών στις Η.Π.Α.. Η πιο περιεκτική αυτή ανάλυση έγινε από τους Brav, Jiang, Partnoy και Thomas (2008) κατά την οποία μελέτησαν ένα δείγμα από 1059 περιπτώσεις όπου τα hedge fund εισήλθαν σε εταιρείες κατά την περίοδο 2001-2006. Στην συγκεκριμένη μελέτη, ανέλυσαν τις τακτικές και τους στόχους των hedge fund, τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που προσέγγισαν, την αντίδραση της αγοράς στο γεγονός της προσέγγισης της εταιρείας από το hedge fund, και τις αλλαγές που παρατηρήθηκαν στα διάφορα επίπεδα της εταιρείας (λειτουργικά, χρηματοοικονομικά και διοικητικά) μετά το εταιρικό γεγονός της παρέμβασης του hedge fund.

Σε μία άλλη μελέτη, αυτή των Klein και Zur (2009), συγκέντρωσαν ένα δείγμα 151 παρεμβάσεων hedge fund κατά την περίοδο 2003-2005 και επικεντρώθηκαν κυρίως σε πιο συγκρουσιακά ζητήματα κατά το εταιρικό γεγονός. Ακόμα μία σημαντική μελέτη είναι των Boyson και Mooradian (2007), όπου εξετάστηκε ένα δείγμα 418 παρεμβάσεων / γεγονότων από τα hedge fund στην περίοδο 1994 έως 2005. Επίσης, ο Clifford (2008) συγκέντρωσε ένα δείγμα 1902 παρεμβάσεων hedge fund την περίοδο 1998-2005 και επικεντρώθηκε στην αντίδραση της μετοχής της εταιρείας που έγινε στόχος και τις αλλαγές στην λειτουργική δραστηριότητά της. Τέλος, αλλά ίσης σημασίας με τις προαναφερθείσες μελέτες, οι Greenwood και Schor (2009) μελέτησαν τον ρόλο της δραστηριοποίησης των hedge fund σε ότι αφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, εξετάζοντας 138 διαφορετικά hedge fund και 784 περιπτώσεις εταιρικών γεγονότων.

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι περισσότερες από τις προαναφερθείσες μελέτες είναι ότι παρατηρούνται σημαντικά θετικές μη-κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της παρέμβασης του hedge fund στην εταιρεία στόχο (εταιρικό γεγονός), καθώς και αλλαγές σε ζητήματα που αφορούν την λειτουργική δραστηριότητα, την χρηματοοικονομική διαχείριση αλλά και θέματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Μόνο στην περίπτωση των Greenwood και Schor (2009) υπάρχει διαφοροποίηση και συγκεκριμένα προκύπτει πως δεν υπάρχει βελτίωση στην λειτουργική δραστηριότητα της εταιρείας στόχου και πως οι θετικές μη-κανονικές αποδόσεις, τόσο βραχυπρόθεσμες όσο και μακροπρόθεσμες, είναι αποτέλεσμα της εξαγοράς τους, εκ των υστέρων και αφού έχει προηγηθεί η ανακοίνωση του γεγονότος της παρέμβασης.

Μία δεύτερη κατηγορία ερευνών στην σύγχρονη βιβλιογραφία σχετικά με την δραστηριοποίηση και τον ακτιβισμό των hedge fund έχει να κάνει με συγκεκριμένους τομείς ή κατηγορίες επιχειρήσεων. Οι Bradley, Brav, Goldstein και Jiang (2010) αναλύουν κυρίως την δραστηριοποίηση των hedge fund (το μεγαλύτερο μέρος μιας ανάλυσης σχετικά με τον ακτιβισμό - τρόπο δραστηριοποίησης των μετόχων) στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων «κλειστού τύπου». Τα εν λόγω επενδυτικά ταμεία εξυπηρετούν ως ένα ιδανικό «εργαστήριο» για την ανάλυση του ενδεχομένου βελτίωσης της αξίας των μετόχων γιατί το αποτέλεσμά τους μπορεί να μετρηθεί με μεγάλη ακρίβεια. Στην εν λόγω ερευνητική εργασία, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η παρέμβαση των hedge fund κατά την περίοδο 1988-2003 μειώνει την διαφορά μεταξύ δυνητικής και πραγματικής τιμής στο μισό από το αρχικό επίπεδο κατά μέσο όρο.

Σε μία πρόσφατη έρευνά του ο Huang (2009) εξέτασε τις επιδράσεις των hedge fund σε περιπτώσεις εξαγοράς εταιρειών μέσω μόχλευσης κατά την περίοδο 1990-2007. Κατέληξε στο συμπέρασμα με την μελέτη του, ότι η παρουσία των hedge fund απέφερε υψηλότερο τίμημα μεταξύ των δυνητικών αγοραστών της εταιρείας στόχου.

Επιπρόσθετα, οι Jiang, Li και Wang το 2009, μελέτησαν ένα περιεκτικό δείγμα εταιρειών, οι οποίες είχαν υπαχθεί στο άρθρο 99 του πτωχευτικού κώδικα (Ch.11 USA) και κατέγραψαν μια σειρά από ενέργειες στις οποίες προβαίνουν τα hedge fund ώστε να εξασφαλίσουν τον έλεγχο και την ιδιοκτησία της εταιρείας με χαμηλό τίμημα. Αποδεικνύεται περίτρανα στην εν λόγω μελέτη, πως η παρουσία τους στις συγκεκριμένες υπό καθεστώς περιοριστικής διαχείρισης εταιρείες, ενισχύει τα δικαιώματα των πιστωτών οι οποίοι κρατούν γενικώς μια πιο ουδέτερη στάση σε ό,τι έχει να κάνει με το διοικητικό κομμάτι.

Εντούτοις, η βιβλιογραφία εστιάζει και στις αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι επενδυτές οι οποίοι συμμετέχουν στα hedge fund που δραστηριοποιούνται με αυτόν τον τρόπο, αλλά και στις αποδόσεις των υφιστάμενων μετόχων της εταιρείας, η οποία γίνεται στόχος από το hedge fund. Τα hedge fund που λειτουργούν με αυτόν τον τρόπο αποδεικνύεται πως τελικώς καταφέρνουν να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από την αγορά, αλλά επίσης και μεγαλύτερες αποδόσεις και από άλλου τύπου hedge fund. Συγκεκριμένα, στην εμπειρισταωμένη ανάλυση του Brav και των πολύτιμων συνεργατών του (2008), αποδείχθηκε πως τα hedge fund που δραστηριοποιούνται με

τον τρόπο αυτό επιτυγχάνουν υψηλότερη απόδοση κατά 1% μηνιαίως σε σχέση με την αγορά κατά την περίοδο 2001-2006. Οι Boyson και Mooradian (2007), με παρόμοιο τρόπο καταγράφουν πως τα hedge fund των περιπτώσεων που εξετάζουμε αποδίδουν 3.3% περισσότερο από τα υπόλοιπα.

Παρ' όλα τα ανωτέρω υπάρχουν και αντίθετες γνώμες, που έχουν διατυπωθεί ύστερα από έρευνες και μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί. Μία εκ των οποίων είναι η άποψη του Gantchev (2009), ο οποίος εκτίμησε πως η καθαρή απόδοση που επιτυγχάνεται είναι συγκριτικά πολύ χαμηλότερη εξαιτίας του κόστους που απαιτείται για να ξεκινήσει το hedge fund τη διαδικασία παρέμβασης και της επίτευξης των τελικών του στόχων.

Εν συνεχεία, υπάρχουν ορισμένες μελέτες οι οποίες αναφέρονται στον τρόπο και τα αποτελέσματα της δραστηριοποίησης των hedge fund εκτός Η.Π.Α.. Σε αυτήν την κατηγορία εντάσσεται και η εν λόγω διπλωματική εργασία. Οι Becht, Franks και Grant (2008) εξέτασαν εταιρικά γεγονότα παρέμβασης των hedge fund στην Ευρώπη την περίοδο 2000 - 2008 και απέδειξαν πως γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης του εταιρικού γεγονότος δημιουργούνται σημαντικές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις.

Οι Mietzner and Schweizer (2008), συνέλεξαν καταχωρήσεις τουλάχιστον του 5% των δικαιωμάτων ψήφου ανωνύμων εταιρειών στην Γερμανία και σύγκριναν τις επιδόσεις των παρεμβάσεων των hedge fund με αντίστοιχες από εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται γενικώς στην ιδιωτική επενδυτική (Private Equity), ως μέτοχοι. Και στις δύο περιπτώσεις, η αγορά είναι θετικά διακείμενη σε ανακοινώσεις απόκτησης μεγάλων μεριδίων των εταιρειών στόχων. Στην μελέτη του Stokman (2008), εξετάστηκαν 94 περιπτώσεις παρέμβασης hedge fund στην Ευρώπη και συγκρίθηκαν με αντίστοιχες των Η.Π.Α. και το συμπέρασμα που προέκυψε είναι παρόμοιο με των υπολοίπων που μελέτησαν αντίστοιχα γεγονότα στην Ευρώπη.

Συμπερασματικά, έχει σημασία να τονισθεί πως τα αποτελέσματα από μελέτες και έρευνες που έχουν γίνει εκτός Η.Π.Α. είναι συνεπή με τα αντίστοιχα συμπεράσματα που προκύπτουν και είναι αδιαμφισβήτητα εντός των Η.Π.Α.. Ακόμα και στην περίπτωση μελέτης που έγινε στην Ιαπωνία, από τους Uchida και Xu (2008), όπου μελετήθηκαν 41 παρεμβάσεις από το Αμερικάνικο hedge fund, «Steel Partners», και το Ιαπωνικό «Murakami Fund», κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι εταιρείες στόχοι τους επιτυγχάνουν σημαντικά θετικές μη-κανονικές αποδόσεις γύρω από την

ημερομηνία γνωστοποίησης της παρέμβασης και οι αποδόσεις αυτές δεν αντιστρέφονται στο μέλλον. Επίσης, σε μια εμπειρική μελέτη των Becht, Franks, Mayer και Rossi (2009), οι οποίοι μελέτησαν ένα δείγμα 41 περιπτώσεων παρέμβασης ενός συγκεκριμένου hedge fund στο Ηνωμένο Βασίλειο, του Hermes U.K. Focus Fund, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι πλειοψηφία των παρεμβάσεων αυτών κρίνονταν ως επιτυχημένες και οι υφιστάμενοι μέτοχοι των εταιρειών που στοχοποιήθηκαν από το συγκεκριμένο hedge fund, είχαν μια σημαντική αύξηση του πλούτου τους μέσω της αύξησης της αξίας της εταιρείας τους (λόγω αύξησης της τιμής της μετοχής).

Εν κατακλείδι, όλες οι παραπάνω μελέτες με τις οποίες ασχοληθήκαμε αφορούν περιοχές και χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες σύμφωνα και με άλλες μελέτες χαρακτηρίζονται από Ισχυρή-μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς. Η αναφορά αυτή κατά την γνώμη μας κρίνεται σκόπιμη, καθώς η έρευνα στην παρούσα διπλωματική εργασία θα διεξαχθεί σε μια αγορά, η οποία λόγω και των εξελίξεων σχετικά με το δημόσιο χρέος της και της μακροχρόνιας κρίσης δεν φημίζεται για την ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς, που ομολογουμένως χαρακτηρίζει όλες τις ανεπτυγμένες χώρες όπου διεξήχθησαν οι έρευνες για τις παρεμβάσεις των hedge fund.

2.9. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα παρέμβασης hedge fund

Για να κατανοήσει ο αναγνώστης καλύτερα το ζήτημα της ανάμειξης των hedge fund στις εταιρείες που στοχοποιούν, θα αναφέρουμε ένα παράδειγμα το οποίο εντοπίσαμε στην έρευνα που πραγματοποίησαν οι Brav, Jiang, Partnoy και Thomas (2008) και αφορά το hedge fund «MLF Investments» και την εταιρεία «Alloy,Inc.».

Στις 19 Νοεμβρίου 2003, το hedge fund MLF Investments LLC έκανε γνωστή την παρουσία του, μέσω της SEC (Security Exchange Commission) αποκτώντας το 5,8% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας Alloy,Inc., μίας εταιρείας άμεσου μάρκετινγκ και εμπορίου. Το MLF είχε αποκτήσει τις μετοχές έναντι μέσου κόστους 5,17\$ ανά μετοχή, περίπου. Στην αναφορά που ήταν υποχρεωμένο το hedge fund να καταθέσει στην S.E.C. σχετικά με τις προθέσεις του υποστήριξε : «Οι συντάσσοντες την αναφορά (το hedge fund) υποστηρίζουν τις προσπάθειες της διοίκησης για αναδιάρθρωση της εταιρείας στο βαθμό που αυτές θα μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων. Υπό το σκεπτικό αυτό, οι συντάσσοντες της έκθεσης πιστεύουν πως η

απόσχιση του κλάδου των εμπορευμάτων σε μία ξεχωριστή νομική οντότητα, η οποία θα διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, θα επιτρέψει στην εταιρεία να επικεντρωθεί καλύτερα στις κύριες δραστηριότητες της και να αποδώσει (λειτουργήσει) καλύτερα. Η εμπειρία μας αποδεικνύει πως η εστίαση σε τομείς που η εταιρεία αποδίδει καλύτερα θα οδηγήσει σε αύξηση της αποτίμησης τόσο της ίδιας της εταιρείας, όσο και της αποσχισθείσας. Οι συντάσσοντες την έκθεση σκοπεύουν να ενημερώσουν την διοίκηση και το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας σχετικά με το πως θα αυξηθεί η αξία των μετόχων και να παρέχουν βοήθεια αν ζητηθεί ή χρειαστεί». Αυτά υποστήριξε το hedge fund «MLF Investments» και εκ των υστέρων μετρήθηκε γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της παρέμβασης του στην εταιρεία πως το διάστημα (-20, +20) η τιμή της μετοχής της Alloy Inc. αυξήθηκε κατά 11%.

Όπως υποστηρίχθηκε και στην αναφορά προθέσεων, εκπρόσωποι του hedge fund ξεκίνησαν συζητήσεις με το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας που συμμετείχαν. Μετά από έναν χρόνο, η Alloy Inc., διόρισε τον Matthew Feshbach, ιδρυτή και διαχειριστή του MLF στο Διοικητικό της Συμβούλιο. Μετά από μήνες συζητήσεων, την 31 Μαΐου 2005, η Alloy ανακοίνωσε τα σχέδια της για απόσχιση του εμπορικού τμήματος και η τιμή της μετοχής έκλεισε στα 8,39\$. Το hedge fund «MLF Investments» συνέχιζε να ενισχύει την θέση του στην Alloy Inc. ακόμα και μετά την ημερομηνία παρέμβασής του και 7 Σεπτεμβρίου 2005 κατείχε το 16,1% του μετοχικού κεφαλαίου. Το hedge fund πραγματοποίησε μια «αθόρυβη» έξοδο από την επένδυσή του τον Μάρτιο 2017.

Το παραπάνω πραγματικό παράδειγμα παρέμβασης ενός hedge fund στο εσωτερικό μιας εταιρείας μας δίνει να καταλάβουμε πως δραστηριοποιούνται αρκετά hedge fund ανά τον κόσμο. Το αν τελικά είναι σωστό ή όχι, ηθικό ή ανήθικο είναι ένα ζήτημα που είναι προς συζήτηση. Αυτό το οποίο είναι αδιαπραγμάτευτο, λόγω ύπαρξης αποδείξεων μέσω αριθμητικών δεδομένων, είναι πως τελικά όντως η αξία των μετοχών και κατ' επέκταση ο πλούτος των μετόχων αυξήθηκε σε πολύ σημαντικά επίπεδα. Ήταν λόγω της εμπλοκής και τελικώς της λύσης που προτάθηκε και υλοποιήθηκε από το hedge fund ή μήπως η αύξηση αυτή ήταν απόρροια μίας γενικότερης ανόδου του χρηματιστηριακού δείκτη η οποία συμπαρέσυρε θετικά και την τιμή της μετοχής της Alloy; Ίσως στο μέλλον να μπορέσουμε να απαντήσουμε καλύτερα τα συγκεκριμένα ερωτήματα δίνοντας βήμα τόσο στους επικριτές όσο και στους υποστηρικτές του τρόπου με τον οποίο δραστηριοποιούνται τα συγκεκριμένα hedge fund.

Κεφάλαιο 3. Μεθοδολογία

3.1. Συλλογή δεδομένων και περιορισμοί έρευνας

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) υποχρεώνει και υποχρεώνεται σύμφωνα με το άρθρο 14 του νόμου 3556/2007 να ενημερώνει το επενδυτικό κοινό, για τις μεταβολές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 5% σε ότι αφορά στα δικαιώματα ψήφου των διάφορων ομάδων συμφερόντων, φυσικών και νομικών προσώπων (μέτοχοι, διευθύνοντες σύμβουλοι κ.α.), με στόχο την καλύτερη πληροφόρηση της επενδυτικής κοινότητας για τις κινήσεις όσων κατέχουν ή δύνανται να κατέχουν προνομιακή πληροφόρηση. Συνεπώς, κάθε φορά που μια ομάδα ενδιαφερομένων, άμεσα συνδεδεμένη με την εταιρεία, μεταβάλλει το ποσοστό της άνω του 5% , αυτή οφείλει να ενημερώσει το επενδυτικό κοινό μέσω του Χ.Α.Α.

Δεδομένου ότι δεν υπάρχει οργανωμένη βάση δεδομένων, η οποία να μας πληροφορεί για την συμμετοχή ή μη ενός hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο κάποιας εταιρείας, βασιζόμαστε στην παραπάνω ενημέρωση και συνεπώς μελετούμε το γεγονός σύμφωνα με την ημερομηνία που μας ενημερώνει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σχετικά με την μεταβολή των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας (για μεταβολές μεγαλύτερες του 5%). Έτσι, συγκεντρώσαμε «με το χέρι» όλες τις περιπτώσεις με τις οποίες ασχοληθήκαμε και μελετήσαμε και στις οποίες αναφερόμαστε παρακάτω. Τις πληροφορίες αυτές τις συλλέξαμε εξ' ολοκλήρου από την ηλεκτρονική διεύθυνση του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών (www.helex.gr), οι οποίες αφορούν το χρονικό διάστημα 1/1/2009 έως 30/6/2016.

Πριν προβούμε στην ανάλυση της κύριας μεθοδολογίας που χρησιμοποιήσαμε αξίζει ακόμα να σημειώσουμε το εξής: Κατά την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σύμφωνα με τον Ν.3556/2007 δεν απαιτείται η ενημέρωση του σχετικά με τις προθέσεις και τον λόγο μεταβολής του ποσοστού εντός της εταιρείας, αλλά δεν απαιτείται επίσης και η γνωστοποίηση του τύπου της εταιρείας. Συνεπώς για να χαρακτηριστεί ένα γεγονός ως επέμβαση/δραστηριοποίηση ενός hedge fund, έγινε πρώτα μια πλήρης καταγραφή των γεγονότων που αφορούν στην γενικότερη έννοια του private equity. Στη συνέχεια μέσα από τις ηλεκτρονικές ιστοσελίδες, αλλά και διαθέσιμες πληροφορίες που συλλέξαμε από τον ξένο τύπο, προσδιορίσαμε ποια από αυτά ανήκουν στην κατηγορία των hedge fund και συνεπώς μας ενδιαφέρουν για την ανάλυση μας, και ποια από αυτά είναι απλώς αμοιβαία κεφάλαια ή ιδιωτικές

επενδυτικές τοποθετήσεις (*private equity*) και συνεπώς πρέπει να απαλειφθούν από το δείγμα.

Αφού συλλέξαμε όλα τα εταιρικά γεγονότα (περιπτώσεις) μεταβολής ποσοστού άνω του 5%, πήραμε όλες τις προσαρμοσμένες τιμές κλεισίματος από την βάση δεδομένων *DataStream* για την κάθε περίπτωση καθώς και τις αντίστοιχες τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Θέτοντας ως σημείο αναφοράς (0) την χρονική στιγμή ανακοίνωσης της μεταβολής του ποσοστού υπολογίσαμε τις ημερήσιες αποδόσεις για όλο το χρονικό διάστημα που μελετάμε, το οποίο αφορά 20 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, 20 ημέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης καθώς και 100 ημέρες προ των 20 ημερών πριν την ημερομηνία δημοσίευσης της μεταβολής του ποσοστού του hedge fund στο δικαίωμα ψήφου της εταιρείας στόχος. Ο τύπος υπολογισμού της ημερήσιας απόδοσης που χρησιμοποιήσαμε είναι ο εξής :

$$Ret_{it} = \frac{RI_t - RI_{t-1}}{RI_{t-1}}$$

όπου Ret_{it} = η ημερήσια απόδοση την χρονική στιγμή t

RI_t = η τιμή κλεισίματος την χρονική στιγμή t

RI_{t-1} = η τιμή κλεισίματος την χρονική στιγμή t - 1

3.2. Μέθοδος Event study: Ορισμός Estimation Period & Event Window

Η μελέτη περίπτωσης ενός event study χρησιμοποιείται ώστε να βοηθήσει στην κατανόηση και την αξιολόγηση ενός γεγονότος πως επιδρά στην αξία της επιχείρησης. Το γεγονός αυτό μπορεί να είναι οτιδήποτε μπορεί να συμβεί εντός αλλά και εκτός της εταιρίας και μπορεί να προκαλέσει αλλαγές στην αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Fama et al (1969), η εν λόγω μέθοδος προϋποθέτει την επαρκώς αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν να εκτιμήσουν τη σημασία της νέας πληροφόρησης και των πραγματικών

γεγονότων, ώστε να ενσωματώσουν πλήρως τις προσδοκίες τους στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών.

Για τη διεξαγωγή ενός event study είναι απαραίτητο να οριστούν δύο χρονικά διαστήματα. Το ένα είναι το estimation period και το άλλο το λεγόμενο event window. Ως estimation period νοείται η χρονική περίοδος όπου χρησιμοποιούνται ιστορικά στοιχεία τιμών και αποδόσεων μετοχών για να εκτιμηθούν οι αναμενόμενες – «κανονικές» αποδόσεις (*expected return*). Η λογική είναι να χρησιμοποιείται ως estimation period κάποιες ημέρες πριν το γεγονός και όχι ημέρες που εμπεριέχουν αυτό ή είναι πολύ κοντά πριν και μετά σε αυτό, με τη λογική ότι τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο οι τιμές των μετοχών δεν επηρεάζονται από το γεγονός αυτό και άρα οι αναμενόμενες αποδόσεις προκύπτουν πιο αμερόληπτα.

Ως event window νοείται το χρονικό διάστημα που μπορεί να πραγματοποιηθούν πιθανές μη-κανονικές αποδόσεις. Οι μη-κανονικές αποδόσεις μπορεί να εμφανιστούν κάποιες μέρες πριν ή μετά το γεγονός. Σε αυτό το διάστημα είναι που υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις.

3.3. Εκτίμηση Αναμενόμενης Απόδοσης

Για να υπολογιστούν οι μη-κανονικές αποδόσεις χρειάζονται οι παρατηρούμενες αποδόσεις, οι οποίες υπολογίζονται βάσει ιστορικών τιμών με συγκεκριμένο τρόπο, αλλά και οι «κανονικές» ή αλλιώς αναμενόμενες αποδόσεις, οι οποίες εκτιμώνται μέσα από διάφορες σχετικές εναλλακτικές μεθόδους εκτίμησης. Παρακάτω, παρουσιάζεται αναλυτικά η μέθοδος εκτίμησης των «κανονικών» ή αλλιώς αναμενόμενων αποδόσεων, που εφαρμόστηκε στη συγκεκριμένη περίπτωση μελέτης.

3.3.1. Market adjusted Returns Model

Υπολογίσαμε τις μη-κανονικές αποδόσεις (*abnormal returns*) που προκύπτουν αφαιρώντας από την απόδοση της εταιρείας την χρονική στιγμή t την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών χρησιμοποιώντας το Προσαρμοσμένο Μοντέλο της Αγοράς (*Market adjusted Returns Model*).

Συγκεκριμένα ορίσαμε :

$$A_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

όπου A_{jt} = η μη κανονική απόδοση της εταιρείας j την χρονική στιγμή t

R_{jt} = η ημερήσια απόδοση της εταιρείας j την χρονική στιγμή t

R_{mt} = η ημερήσια απόδοση του Γενικού Δείκτη την χρονική στιγμή t

3.4. Υπολογισμός της Μέσης μη-κανονικής Απόδοσης (AAR)

Εν συνεχεία, υπολογίσαμε την μέση μη-κανονική απόδοση για κάθε ημέρα, ξεκινώντας 20 ημέρες πριν την χρονική στιγμή 0 (ημέρα που το γεγονός έλαβε χώρα) με την χρήση της συνάρτησης «AVERAGE» του Microsoft Excel. Αλγεβρικά ισχύει :

$$AAR_t = \left(\sum_{j=1}^N A_{jt} \right) / N$$

όπου AAR_t = η μέση μη κανονική απόδοση την στιγμή t

Και

$\sum_{j=1}^N A_{jt}$ το άθροισμα της μη κανονικής απόδοσης για όλα τα εταιρικά γεγονότα την στιγμή t

N= το πλήθος των περιπτώσεων/εταιρικών γεγονότων που εξετάζουμε

3.5. Υπολογισμός των Cumulative Abnormal Returns (CAR) & Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR)

Επίσης, υπολογίσαμε και εξετάσαμε τις σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις (*Cumulative Abnormal Returns-CAR*) για 5 διαφορετικά «παράθυρα» (*event windows*) σε ότι αφορά στο χρονικό διάστημα μελέτης, γύρω από την ημερομηνία που συνέβη το εταιρικό γεγονός όπως το ορίσαμε πιο πριν. Αυτά έχουν ως εξής: (-1,+1) , (-2,+2) , (-5,+5) , (-10,+10) , (-20,+20). Και αλγεβρικά :

$$CAR_{T_{1j}, T_{2j}} = \sum_{i=T_{1j}}^{T_{2j}} A_{jt}$$

όπου

$$CAR_{T_{1j}, T_{2j}} =$$

η σωρευτική μη – κανονική απόδοση για την εταιρεία j το χρονικό διάστημα t

$$A_{jt} = \text{η ημερήσια μη – κανονική απόδοση}$$

προσαρμόζοντας το πλήθος των ημερών που αφορά στο κάθε παράθυρο στον παραπάνω τύπο (N).

Η παραπάνω ανάλυση έγινε με χρήση της εντολής «SUM» από το Microsoft Excel.

Στην συνέχεια και σε ότι αφορά στις 5 παραπάνω περιόδους όπου μελετάμε υπολογίσαμε την σωρευτική μέση μη-κανονική απόδοση (CAAR). Αλγεβρικά απεικονίζεται ως εξής :

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} * \left(\sum_{j=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} A_{jt} \right)$$

3.6. Cross- Sectional Standard Deviation Test

Ακόμα, για κάθε ημέρα, δηλαδή για κάθε μέση ημερήσια μη-κανονική απόδοση που υπολογίστηκε ως άνωθεν, με την βοήθεια της συναρτήσεως «STDEV» στο *Microsoft Excel* υπολογίσαμε την τυπική απόκλιση για κάθε μέση μη-κανονική απόδοση. Επιπρόσθετα, για να ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα της κάθε μέσης μη-κανονικής απόδοσης καταφύγαμε στην υπολογισμό του t-statistic για κάθε ημέρα, σύμφωνα με την διαστρωματική μέθοδο υπολογισμού τυπικής απόκλισης (*Cross-sectional standard deviation test*). Αλγεβρικά, προσεγγίσαμε το θέμα αυτό με τον εξής τρόπο :

$$\sigma_{AAR_t}^2 = \left(\frac{1}{N-1}\right) * \sum_{i=1}^N (A_{it} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N A_{jt})$$

και

$$t = \frac{AAR_t}{\left(\frac{\sigma_{AAR_t}}{\sqrt{N}}\right)}$$

όπου AAR_t = η μέση μη-κανονική απόδοση για την ημέρα t

σ_{AAR_t} = η τυπική απόκλιση της μέσης μη-κανονικής απόδοσης την ημέρα t

\sqrt{N} = η τετραγωνική ρίζα του πλήθους των περιπτώσεων που εξετάζουμε

Ακόμα,

$$\sigma_{CAAR} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_{i,T_1,T_2} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CAR_{j,T_1,T_2})}$$

(χρησιμοποιήθηκε η συνάρτηση STDEV στο excel)

και

$$tCAAR = \frac{CAAR_{T_1,T_2}}{\sigma_{CAAR_{T_1,T_2}}/\sqrt{N}}$$

όπου

$CAAR_{T_1,T_2}$ = Η μέση σωρευτική μη – κανονική απόδοση το event window (T1, T2)

$\sigma_{CAAR_{T_1,T_2}}$ = Η τυπική απόκλιση της ανωτέρω απόδοσης

3.7. Time- series standard deviation test

Τέλος, ελέγξαμε την στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων βασιζόμενοι και στο τεστ τυπικής απόκλισης με βάση την χρονοσειρά (*Time-series standard deviation test*). Αυτό διαφοροποιείται σε σχέση με τον προηγούμενο τρόπο στο γεγονός ότι υποθέτει ενιαία διακύμανση/τυπική απόκλιση. Αρχικά, υπολογίσαμε την μέση μη-κανονική απόδοση για όλο το δείγμα, ξεκινώντας από την -120ή ημέρα πριν συμβεί το γεγονός έως και την +20ή ημέρα μετά την ημέρα 0 όπου συνέβη το γεγονός. Ο τύπος και ο τρόπος υπολογισμού της μέσης μη-κανονικής απόδοσης δεν

διαφοροποιείται σε τίποτα σε σχέση με τον αλγεβρικό τύπο που αναφέρεται πιο πάνω. Σε ότι αφορά στην τυπική απόκλιση υπολογίσαμε με την χρήση της συνάρτησης «STDEV» του *Microsoft Excel* την τυπική απόκλιση των πρώτων 100 ημερών όλου του δείγματος προ της χρονικής στιγμής 0. Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας (υπολογισμός *t-statistic*) της μέσης ημερήσιας μη-κανονικής απόδοσης για τις 20 ημέρες πριν και 20 ημέρες μετά την στιγμή που το εταιρικό γεγονός έλαβε χώρα εφαρμόσαμε:

Για τον τύπο της διακύμανσης:

$$\sigma_{AAR}^2 = \frac{\sum_{t=E_1}^{E_2} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{M - 2}$$

όπου $M = E_2 - E_1 + 1$

$$E_2 - E_1 = 100$$

$$\overline{AAR} = \frac{\sum_{t=E_1}^{E_2} AAR_t}{M}$$

Και για το *t-statistic*:

$$t = \frac{AAR_t}{\sigma_{AAR}}$$

όπου : AAR_t = η μέση μη – κανονική απόδοση την χρονική στιγμή t

σ_{AAR} = η τυπική απόκλιση της μέσης μη – κανονικής απόδοσης

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας της σωρευτικής μέσης μη-κανονικής απόδοσης, (η οποία απόδοση δεν διαφοροποιείται σε σχέση με τον προηγούμενη μέθοδο) εφαρμόσαμε τον εξής αλγεβρικό τύπο σύμφωνα με το Time-Series standard deviation test :

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{t,T_1,T_2}}{\sqrt{t} * \sigma_{AAR}}$$

Όπου \sqrt{t} =η τετραγωνική ρίζα του πλήθους των ημερών που αποτελούν την κάθε περίοδο που μελετάμε , π.χ. για την περίοδο (-10,+10) ισχύει $t=21$.

Κεφάλαιο 4. Εμπειρικά Αποτελέσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας που υλοποιήθηκε αναφορικά με τα περίπλοκα χρηματοοικονομικά κεφάλαια, συγκεκριμένα τα hedge funds, ως προς την επίπτωση που έχουν στο να εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές σωρευτικές υπέρ-αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκε μια περίοδος εκτίμησης των θεωρητικών αποδόσεων (*estimation period*) σε διάστημα από -120 έως και +20 ημέρες πριν και μετά την πραγματοποίηση του γεγονότος. Επίσης, οι θεωρητικές αποδόσεις εκτιμήθηκαν με το Προσαρμοσμένο Μοντέλο της αγοράς (*Market Adjusted returns Model*).

4.1. Βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς

4.1.1. Πλήθος παρεμβάσεων ανά έτος και συμβολισμοί

Πριν προβούμε στην ανάλυση των αποτελεσμάτων που εκτιμήσαμε, θα πρέπει να σημειώσουμε τα εξής απαραίτητα στοιχεία για την καλύτερη κατανόησή των αποτελεσμάτων, στα οποία καταλήξαμε. Συμβολίζουμε με «*» τα αποτελέσματα που είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 90%. Συμβολίζουμε με «**» τα αποτελέσματα που είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% & συμβολίζουμε με «***», τα αποτελέσματα που είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99%.

Εν συνεχεία, στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι παρεμβάσεις των hedge fund κατά έτος της περιόδου που μελετάμε, καθώς και πόσες από τις παρεμβάσεις αυτές πραγματοποιούνται από διαφορετικά hedge fund (HF).

Πίνακας 4.1.1. : Παρεμβάσεις των hedge fund κατά έτος και πλήθος αυτών

ΕΤΟΣ	ΠΛΗΘΟΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΩΝ
2009	2 από 2 διαφορετικά HF
2010	7 από 6 διαφορετικά HF
2011	10 από 6 διαφορετικά HF
2012	5 από 4 διαφορετικά HF
2013	7 από 5 διαφορετικά HF
2014	14 από 7 διαφορετικά HF
2015	13 από 9 διαφορετικά HF
2016	6 από 4 διαφορετικά HF
ΣΥΝΟΛΟ	64

4.1.2. Μέση ημερήσια μη-κανονική απόδοση

Στην συγκεκριμένη ενότητα υπολογίσαμε τις μέσες ημερήσιες μη-κανονικές αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν από το σύνολο του δείγματος (64 εταιρικά γεγονότα) και τις συγκεντρώσαμε στον παρακάτω πίνακα μαζί με τους αντίστοιχους ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας. Είναι εμφανές το γεγονός ότι η πλειοψηφία των μέσων ημερησίων μη-κανονικών αποδόσεων είναι στατιστικά μη σημαντικές, οπότε θα κάνουμε αναφορά μόνο σε αυτές οι οποίες προσεγγίζουν την στατιστική σημαντικότητα.

Σε ότι αφορά στο χρονικό διάστημα πριν την στιγμή πραγματοποίησης της παρέμβασης του hedge fund, δηλαδή την χρονική στιγμή 0, αξίζει να επισημάνουμε τα εξής. Προκύπτει οριακά στατιστικά σημαντική απόδοση, σε επίπεδο 90%, ύψους -0,49% την 16^η ημέρα πριν την πραγματοποίηση του εταιρικού γεγονότος. Παρόμοια, αρνητική, ύψους -0,70%, αλλά ωστόσο στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 95% στατιστικής σημαντικότητας απόδοση προκύπτει την 9^η ημέρα πριν την πραγματοποίηση της παρέμβασης του hedge fund. Στατιστικά σημαντικές αποδόσεις ύψους 0,53% και 0,61% παρατηρούνται την 6^η και την 4^η ημέρα προ της χρονικής στιγμής 0.

Σε ότι αφορά τις μέσες μη-κανονικές αποδόσεις που πραγματοποιούνται μετά την χρονική στιγμή 0, προκύπτουν οι εξής παρατηρήσεις. Την 2^η, 4^η και 5^η ημέρα πραγματοποιούνται μέσες μη-κανονικές αποδόσεις τάξεως 0,64%, 0,86% και 0,71%, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές σε διάστημα εμπιστοσύνης 95%. Ακόμα, την 6^η ημέρα μετά την χρονική στιγμή 0, επιτυγχάνεται μέση μη-κανονική απόδοση 0,55%, στατιστικά σημαντική στο 90%. Τέλος, την τελευταία ημέρα (20^η), καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου μελέτης των ημερών (-20,+20) πραγματοποιείται απόδοση 0,52%, η οποία είναι στατικά σημαντική στο 95% διάστημα εμπιστοσύνης.

Σημειώνεται επίσης ότι στον εν λόγω πίνακα παρουσιάζονται δύο διαφορετικοί τρόποι μέτρησης της στατιστικής σημαντικότητας, *cross sectional & time series (t-statistic & statistical significance)*, οι οποίοι ενδεχομένως σε κάποιες μεμονωμένες περιπτώσεις να οδηγούν σε διαφορετικές εκτιμήσεις σχετικά με την εν λόγω σημαντικότητα. Δεδομένου ότι δεν είναι συχνό φαινόμενο, αλλά μάλιστα, στις περισσότερες περιπτώσεις, τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα αυτών ταυτίζονται, δεν κρίνουμε αναγκαίο να γίνει ξεχωριστή αναφορά σχετικά με την

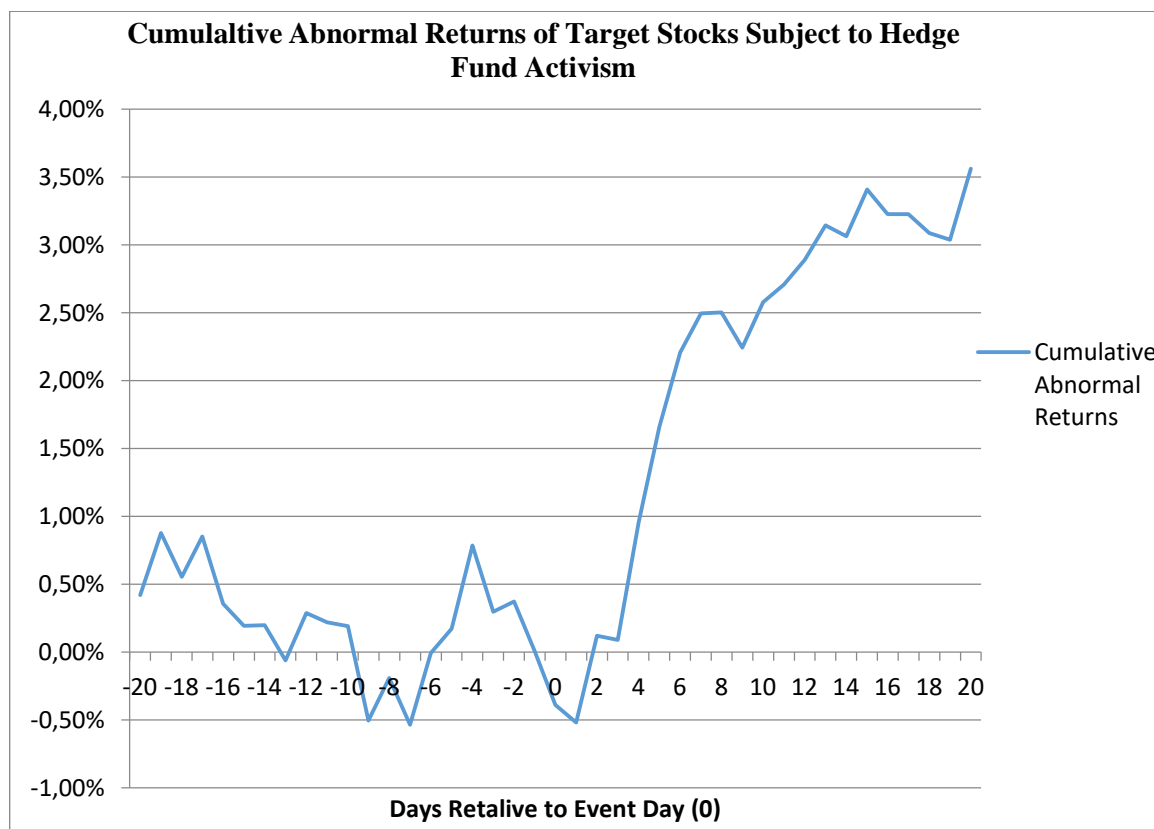
στατιστική σημαντικότητα που προκύπτει από τον διαφορετικό τρόπο υπολογισμού, καθώς δεν επηρεάζει σε καθοριστικό βαθμό την ουσία των ευρημάτων.

Πίνακας 4.1.2.1.: Παρουσιάζονται οι μέσες ημερήσιες μη-κανονικές αποδόσεις(AAR) για το διάστημα (-20,+20) μαζί με την στατιστική τους σημαντικότητα και την τυπική απόκλιση.

Time	AARt	σAARt	t-statistic (Cross Sectional)	t-statistic (Time Series)
-20	0,42%	0,041504	0,81	1,10
-19	0,46%	0,032013	1,14	1,19
-18	-0,32%	0,034544	-0,75	-0,84
-17	0,30%	0,020080	1,19	0,78
-16	-0,49%	0,031406	-1,26	-1,29*
-15	-0,16%	0,030249	-0,43	-0,43
-14	0,01%	0,022966	0,02	0,01
-13	-0,26%	0,027695	-0,75	-0,68
-12	0,35%	0,028902	0,96	0,91
-11	-0,07%	0,028988	-0,19	-0,18
-10	-0,03%	0,033968	-0,07	-0,07
-9	-0,70%	0,025336	-2,20**	-1,82**
-8	0,31%	0,023584	1,07	0,82
-7	-0,35%	0,025264	-1,09	-0,90
-6	0,53%	0,039253	1,08	1,38*
-5	0,18%	0,031779	0,45	0,47
-4	0,61%	0,036070	1,36*	1,60*
-3	-0,49%	0,031924	-1,22	-1,28
-2	0,08%	0,020240	0,30	0,20
-1	-0,36%	0,031524	-0,92	-0,95
0	-0,40%	0,035391	-0,90	-1,04
1	-0,13%	0,027063	-0,38	-0,34
2	0,64%	0,031698	1,62*	1,67**
3	-0,03%	0,035735	-0,07	-0,08
4	0,86%	0,036947	1,87**	2,26**
5	0,71%	0,034241	1,65*	1,85**
6	0,55%	0,031961	1,37*	1,43*
7	0,29%	0,029821	0,77	0,75
8	0,01%	0,025571	0,03	0,02
9	-0,26%	0,040724	-0,51	-0,68
10	0,33%	0,024391	1,10	0,87
11	0,13%	0,027601	0,37	0,34
12	0,18%	0,030442	0,48	0,47
13	0,26%	0,025121	0,82	0,67
14	-0,08%	0,027796	-0,23	-0,21
15	0,35%	0,028714	0,96	0,90
16	-0,18%	0,030734	-0,48	-0,48
17	0,00%	0,036740	0,00	0,00
18	-0,14%	0,025762	-0,43	-0,36
19	-0,05%	0,027926	-0,14	-0,13
20	0,52%	0,025140	1,66**	1,37*

Τέλος, στο παρακάτω γράφημα παρουσιάζονται οι «καθαρές» σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις (CARs) για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, στις οποίες παρενέβησαν τα hedge fund, στο χρονικό διάστημα (-20,+20) γύρω από την ημερομηνία 0, όπου είναι η στιγμή που συνέβη το εταιρικό γεγονός.

Σχήμα 4.1.2.2.: Σωρευτική μη-κανονική απόδοση για το σύνολο των εταιρειών στόχος κατά το διάστημα (-20,+20).



4.1.3. Μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση

Από την ανάλυση σε σχέση με το εταιρικό γεγονός παρέμβασης/εισόδου του hedge fund στην μετοχική σύνθεση της εκάστοτε περίπτωσης που μελετάμε και τις μέσες σωρευτικές-μη κανονικές αποδόσεις που δημιουργούνται, προκύπτουν τα εξής στοιχεία, συγκεντρωμένα στον ακόλουθο πίνακα :

Πίνακας 4.1.3.1.: Συγκεντρωτικά αποτελέσματα μέσω των σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων, event periods και στατιστική σημαντικότητα.

Event Period	CAAR	σ	t-statistic (Cross Sectional)	t-statistic (Time Series)
(-1,+1)	-0,89%	0,05916	-1,21	-1,35*
(-2,+2)	-0,17%	0,07272	-0,19	-0,20
(-5,+5)	1,67%	0,09795	1,36*	1,32*
(-10,+10)	2,36%	0,12581	1,50*	1,35*
(-20,+20)	3,56%	0,21212	1,34*	1,45*
(+2,+6)	2,73%	0,07626	2,86***	3,19***
(+1,+7)	2,88%	0,08636	2,67***	3,08***
(+2,+7)	3,01%	0,07711	3,13***	3,52***

Όπως παρατηρούμε μία ημέρα πριν και μετά την ημερομηνία καταχώρησης της παρέμβασης του hedge fund στο ελληνικό χρηματιστήριο, επιτυγχάνεται -0,89% μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR). Ωστόσο κρίνεται στατιστικά ασήμαντη ακόμα και σε επίπεδο σημαντικότητας 90% στο cross sectional standard deviation test. Όσον αφορά την εκτίμηση με το time series standard deviation test, η θετική αυτή απόδοση που επιτυγχάνεται είναι οριακά στατιστικά σημαντική. Από εδώ και στο εξής, οτιδήποτε αφορά στην στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων θα είναι το ίδιο και στους δύο ελέγχους (όπως προκύπτει από την ανάλυση) και προκειμένου να αποφευχθεί η επανάληψη όμοιων συμπερασμάτων θα αναφερόμαστε γενικά και όχι σε κάθε τεστ συγκεκριμένα. Στο «παράθυρο» (-2,+2) γύρω από το εταιρικό γεγονός, παρατηρείται μη-κανονική απόδοση ύψους -0,17% ωστόσο και αυτή είναι στατιστικά ασήμαντη.

Στη συνέχεια, στα παράθυρα (-5,+5) , (-10,+10) , (-20,+20) επιτυγχάνονται μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις της τάξεως του 1,67%, 2,36% και 3,56% αντιστοίχως, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 90%, όπως διαπιστώνουμε και από τα στοιχεία του πίνακα 4.1.3.1.. Η συγκεκριμένη εκτίμηση κρίνεται ως ένα πολύ σημαντικό αποτέλεσμα, καθώς συμφωνεί με αντίστοιχα ευρήματα άλλων ερευνών του εξωτερικού και τα οποία περιγράφουμε στην βιβλιογραφική ανασκόπηση.

Για να εστιάσουμε καλύτερα όμως στην «καθαρή» μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση που δημιουργείται από την στιγμή της παρέμβασης του hedge fund στην εταιρεία στόχο, θα μελετήσουμε την μέση σωρευτική μη-κανονική

απόδοση 1 και 2 ημέρες μετά την ημέρα 0 (σ.σ. ως ημέρα 0 έχει οριστεί η ημερομηνία καταχώρησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών της παρέμβασης του hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχος, μέσω της απόκτησης ποσοστού, ήτοι δικαιωμάτων ψήφου, σε ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, όπως ορίζεται από τον Ν.3556/2007). Θα προβούμε στο συγκεκριμένο τρόπο προσέγγισης της απόδοσης διότι, μετά από εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήσαμε, διαπιστώσαμε πως υπάρχει μία δικαιολογημένη, ενδεχομένως, καθυστέρηση της δημοσίευσης του εταιρικού γεγονός, μεταξύ της στιγμής που αυτό θα καταχωρηθεί στους συγκεντρωτικούς καταλόγους του ελληνικού χρηματιστηρίου (για την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού) και της στιγμής που αυτό δημοσιεύεται ευρέως στον τύπο μέσω του ημερήσιου δελτίου πληροφοριών. Κατά μέσο όρο και κατά προσέγγιση η καθυστέρηση αυτή είναι από 1 έως 2 ημέρες.

Ως εκ τούτου, μελετήσαμε την αντίδραση της αγοράς για τα εξής 3 διαστήματα / «παράθυρα» (*event windows*) μετά την χρονική στιγμή όπου πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή: (+2,+6) , (+1,+7) και (+2,+7). Τα αποτελέσματα δείχνουν να δικαιώνουν το διαφορετικό τρόπο προσέγγισης και σκέψης που επιλέξαμε για τον υπολογισμό της μέσης σωρευτικής μη-κανονικής απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, στο διάστημα (+2,+6) επιτυγχάνεται μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση ύψους 2,73%, η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 99%. Στο «παράθυρο» (+1,+7), μετά τη χρονική στιγμή 0, όπου πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή παρατηρούμε πως πραγματοποιείται μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση της τάξης 2,88%, για το δείγμα των 64 παρεμβάσεων που μελετούμε, η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99%.

Τέλος, η υψηλότερη απόδοση που επιτυγχάνεται μέσω της παρέμβασης του hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου, με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, εντοπίζεται στο διάστημα μελέτης (+2,+7), όπου επιτυγχάνεται μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση ύψους 3,01%, η οποία είναι και στατιστικά σημαντική με το υψηλότερο t-statistic από όλα τα υπόλοιπα διαστήματα που μελετήσαμε, στο 99% (εμφανίζει t-statistic 3,13 και 3,52). Ουσιαστικά και πρακτικά, τα hedge fund που παρεμβαίνουν στο διάστημα αυτό, εντός 5 ημερών επιτυγχάνουν μια ακλόνητη μέση σωρευτική μη-κανονική απόδοση, η οποία επιβεβαιώνεται από όλους τους στατιστικούς ελέγχους σε πολύ υψηλά επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας.

Επιπλέον, για λόγους πληρότητας στον παραπάνω πίνακα συμπεριλάβαμε και την τυπική απόκλιση για κάθε διάστημα που μελετήσαμε σχετικά με τις μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις.

4.2. Περιγραφική στατιστική

Στο συγκεκριμένο τμήμα της διπλωματικής εργασίας παρουσιάζονται οι κυριότεροι δείκτες που χρησιμοποιήσαμε για να ελέγξουμε τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που υπήρξαν στόχοι από τα hedge fund στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2009-2016 (έως και το 1ο εξάμηνο). Για κάθε έναν από τους δείκτες που χρησιμοποιήσαμε υπολογίσαμε το ελάχιστο (MIN), το μέγιστο (MAX), την τυπική απόκλιση (STDEV), την διάμεσο (MEDIAN) καθώς και τον μέσο όρο (AVERAGE).

Αξίζει να σημειωθεί πως παρατηρούνται υψηλές τιμές σε ότι αφορά την τυπική απόκλιση και προφανώς αρκετά μεγάλες διαφορές μεταξύ μέγιστων και ελάχιστων τιμών. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι το διάστημα που μελετάμε, αφορά το διάστημα στο οποίο η ελληνική οικονομία βίωσε μία πρωτοφανή ύφεση με πολλά απρόβλεπτα και ακραία γεγονότα στο εσωτερικό της χώρας, συνεπώς και οι ακραίες τιμές έχουν μία περισσότερο ποιοτική εξήγηση παρά ποσοτική, καθώς η αστάθεια της οικονομίας απεικονίζεται στα κυριότερα οικονομικά χαρακτηριστικά τους. Ωστόσο, παραθέτουμε πιο κάτω τον πίνακα με τα στοιχεία για περισσότερη ευκολία χρήσης και εξαγωγή μεμονωμένων συμπερασμάτων.

Οι δείκτες που λάβαμε υπόψιν για την αξιολόγηση των χαρακτηριστικών των εταιρειών που γίνονται στόχοι από τα hedge fund παρουσιάζονται ονομαστικά στον παρακάτω πίνακα. Τα ποσοτικά δεδομένα που αφορούν στους δείκτες έχουν αντληθεί εξ' ολοκλήρου από την βάση δεδομένων *Thomson Reuters DataStream*. Οι χρονοσειρές που απαρτίζουν τους δείκτες αποτελούνται από δεδομένα σε ετήσια βάση, ώστε να υπάρχει ομοιογένεια στα δεδομένα κατά την κατασκευή των μεταβλητών. Το σκεπτικό πίσω από την κατασκευή των μεταβλητών των δεικτών είναι πως για κάθε εταιρικό γεγονός (παρέμβαση hedge fund σε κάποια εταιρεία) χρησιμοποιήθηκε μια τιμή, η οποία αναφέρεται στον εκάστοτε δείκτη/χαρακτηριστικό. Τα χαρακτηριστικά που μας ενδιαφέρουν και τα οποία θέλουμε να εξετάσουμε αφορούν τα εξής:

- ❖ *ROA (Return on Assets)* - Απόδοση επί των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικού) και υπολογίστηκε ως (Καθαρά Κέρδη /Σύνολο Ενεργητικού)
- ❖ *LN (MV)* - Ο λογάριθμος της εμπορικής αξίας: Η Εμπορική Αξία που αφορά στην συνολική κεφαλαιοποίηση (Αριθμός Κοινών Μετοχών x Τιμή Μετοχής) της εταιρείας τέλος του έτους.
- ❖ *FREE CASH FLOW PER SHARE* - Καθαρή Ταμειακή Ροή ανά μετοχή: Η συγκεκριμένη μεταβλητή αντιπροσωπεύει τα χρηματικά διαθέσιμα ανά μετοχή μετά από τα κόστη κεφαλαίου και την πληρωμή μερισμάτων
- ❖ *DIVYIELD* - Dividend Yield: Είναι η μερισματική απόδοση της εταιρείας και υπολογίζεται ως (μέρισμα ανά μετοχή/τιμή μετοχής)
- ❖ *ROE (Return on Equity)* - Απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων: Αντιπροσωπεύει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και υπολογίζεται ως (καθαρά κέρδη/ίδια κεφάλαια)
- ❖ *LEV (TOTAL DEBT/TOTAL CAPITAL)* - Μόχλευση: Είναι η μόχλευση της εταιρείας και υπολογίζεται ως ((Βραχυπρόθεσμο+Μακροπρόθεσμο Χρέος)/Συνολικά Κεφάλαια)
- ❖ *LN (LTD)* - Λογάριθμος Μακροπρόθεσμου Χρέους: Αφορά στον μακροπρόθεσμο δανεισμό της εταιρείας
- ❖ *GROWTH* - Ανάπτυξη: Είναι ο δείκτης ανάπτυξης της εταιρείας και υπολογίζεται ως ((καθαρές πωλήσεις την χρονική στιγμή t - καθαρές πωλήσεις την χρονική στιγμή t-1)/ καθαρές πωλήσεις την χρονική στιγμή t-1)
- ❖ *DIV PAYOUT P/S* - Dividend Payout Per Share: Υπολογίζεται ως (Μέρισμα ανά μετοχή/κέρδη ανά μετοχή)*100
- ❖ *BOOK/MARKET VALUE* - Λογιστική προς Τρέχουσα Αξία: Υπολογίζεται ως (Λογιστική Αξία Εταιρείας/Εμπορική Αξία Εταιρείας), όπου εμπορική αξία είναι η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία τέλος του έτους.

Στον παρακάτω πίνακα (4.2.1.) απεικονίζονται τα κυριότερα μεγέθη των μεταβλητών στις οποίες αναφερόμαστε :

Πίνακας 4.2.1. :Απεικονίζονται *Min*, *Max*, *Stdev*, *Median* και *Average* για τους παραπάνω δείκτες.

	MIN	MAX	STDEV	MEDIAN	AVERAGE
ROA	-9,67	42,52	8,864	4,24	6,02
LN(MV)	2,36	8,95	1,511	6,22	6,37
FREE CASH FLOW PER SHARE	-1,85	12,74	3,306	0,12	1,33
DIVYIELD	0,00	22,85	5,270	1,21	3,35
ROE	-37,54	98,14	26,549	5,00	7,75
LEV (TOTAL DEBT/TOTAL CAPITAL)	0,00	77,3	25,733	40,27	39,32
LN(LTD)	0,00	15,17	4,922	12,34	10,57
GROWTH	-51,57	149,92	31,932	-1,01	5,70
DIV PAYOUT P/S	0,00	92,28	26,449	0,98	21,85
BOOK/MARKET VALUE	0,12	20	3,929	0,90	2,18

Στον πίνακα 4.2.2. που ακολουθεί έχουμε υπολογίσει τις αυτοσυσχετίσεις μεταξύ των παραπάνω μεταβλητών που κατασκευάσαμε και που θα χρησιμοποιήσουμε για να εξηγήσουμε τις μη-κανονικές αποδόσεις που επιτυγχάνουν τα hedge fund για το διάστημα που διεξάγεται η παρούσα διπλωματική εργασία.

Όπως διακρίνουμε οι δείκτες που επιλέξαμε χαρακτηρίζονται από σχετικά χαμηλή αυτοσυσχέτιση ωστόσο υπάρχουν μερικά σημεία στα οποία θα πρέπει να εστιάσουμε και τα οποία θα πρέπει να προσέξουμε κατά το στάδιο διενέργειας των παλινδρομήσεων.

Αρχικά, οι αυτοσυσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών μας δεν θα πρέπει να υπερβαίνουν το όριο του $|0,5|-|0,6|$. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στους δείκτες που αφορούν χρέη. Συγκεκριμένα, οι δείκτες *LN(LTD)* και *LEV* παρουσιάζουν ιδιαίτερα υψηλή αυτοσυσχέτιση ύψους 0,783.

Ακόμα, ο δείκτης *ROA* εμφανίζεται με «οριακά αποδεκτή» αυτοσυσχέτιση που παρουσιάζει με τους δείκτες *DIVYIELD*, *ROE* και *LEV*, αφού βρίσκεται περίξ του 0,5-0,6.

Επίσης, ο δείκτης *FREE CASH FLOW PER SHARE* εμφανίζει αυτοσυσχέτιση 0,480 με τον δείκτη *LEV* και αυτοσυσχέτιση ύψους 0,492 με τον δείκτη *LN(LTD)*.

Τέλος, ο δείκτης DIV PAYOUT P/S εμφανίζει -0,457 αυτοσυσχέτιση με τον δείκτη του λογαρίθμου του μακροπρόθεσμου χρέους.

Πίνακας 4.2.2.: Απεικονίζονται οι αυτοσυσχετίσεις μεταξύ των επεξηγηματικών μεταβλητών.

CORRELATION MATRIX										
	ROA	FREE CASH FLOW PER SHARE	DIVYIELD	ROE	LEV (Total debt/total capital)	GROWTH	DIV PAYOUT P/S	BOOK/MARKET VALUE	LN(MV)	LN(LTD)
ROA	1									
FREE CASH FLOW PER SHARE	-0,186	1								
DIVYIELD	0,584	-0,210	1							
ROE	0,621	0,126	0,308	1						
LEV (Total debt/total capital)	-0,514	0,480	-0,260	-0,218	1					
GROWTH	0,200	-0,036	-0,123	0,075	-0,125	1				
DIV PAYOUT P/S	0,351	-0,309	0,122	0,121	-0,516	0,055	1			
BOOK/MARKET VALUE	-0,282	0,308	-0,069	0,327	0,215	-0,179	-0,266	1		
LN(MV)	0,213	0,492	-0,144	0,042	0,289	-0,026	-0,052	-0,377	1	
LN(LTD)	-0,239	0,283	-0,107	-0,104	0,783	-0,200	-0,457	0,151	0,332	1

4.3. Επεξήγηση των θετικών μη-κανονικών αποδόσεων

Στην παρούσα ενότητα της διπλωματικής εργασίας θα επιχειρήσουμε να εξηγήσουμε τις θετικές μη-κανονικές αποδόσεις που επιτυγχάνουν τα hedge fund μέσω της ανάλυσης διάφορων παραγόντων. Συνεπώς, θα διενεργήσουμε τόσο μονοπαραγοντικές όσο και πολυπαραγοντικές παλινδρομήσεις για να ελέγξουμε που οφείλονται, δηλαδή σε ποιους παράγοντες, οι θετικές μη-κανονικές αποδόσεις.

4.3.1. Μονοπαραγοντική Παλινδρόμηση

Στη παλινδρόμηση που διενεργήσαμε η ανεξάρτητη μεταβλητή ήταν οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις που πέτυχαν τα hedge fund στο σύνολο του δείγματος, που μελετάμε για το χρονικό διάστημα (*event window*) (+2,+7) (θυμίζουμε ήταν το «παράθυρο» με την μεγαλύτερη και στατιστικά σημαντικότερη μέση μη-κανονική

απόδοση). Ως εξαρτημένες μεταβλητές θέσαμε τις μεταβλητές που κατασκευάσαμε και επεξηγήσαμε πιο πριν. Το μοντέλο συνοψίζεται στην αρχική του μορφή στο εξής:

$$CAAR = a + \beta * Char + \varepsilon$$

όπου CAAR=Οι σωρευτική μη-κανονική απόδοση για το event window (+2,+7)

a = Ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης

β = Ο συντελεστής (coefficient) β που θα εξάγει η παλινδρόμηση

Char = Η εκάστοτε μεταβλητή (χαρακτηριστικό)

ε = τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί :

Πίνακας 4.3.1.: Απεικονίζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής CAAR(+2,+7) και των επεξηγηματικών μεταβλητών.

	Dependent Variable: Cumulative Average Abnormal Return (+2,+7)				
	Intercept α	(t-stat)	Slope β	(t-stat)	R^2
ROA	0,0307	(2,61***)	-0,00009	(-0,08)	0,00011247
FREE CASH FLOW PER SHARE	0,0403	(4,06***)	-0,00761	(-2,72***)	0,10658587
DIVYIELD	0,0286	(2,47***)	0,00047	(0,25)	0,00104279
ROE	0,0289	(2,86***)	0,00016	(0,44)	0,00306713
LEV (TOTAL DEBT/TOTAL CAPITAL)	0,0302	(1,69**)	0,00000	(0,00)	0,00000007
GROWTH	0,0328	(3,39***)	-0,00047	(-1,56*)	0,03774934
DIV PAYOUT P/S	0,0255	(2,02**)	0,00021	(0,58)	0,00539229
BOOK/MARKET VALUE	0,0309	(2,77***)	-0,00033	(-0,13)	0,00028082
LN(MV)	0,0428	(1,01)	-0,00199	(-0,30)	0,00153
LN(LTD)	0,0241	(1,05)	0,00057	(0,29)	0,00136881

***Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 99%

**Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 95%

*Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 90%

Ο παραπάνω πίνακας μας βοηθά να εξάγουμε διάφορα αποτελέσματα αναφορικά με τη συμβολή των hedge fund. Αρχικά, οι πολλές ξεχωριστές παλινδρομήσεις, όπου εξετάσαμε κάθε φορά ένα χαρακτηριστικό που μπορεί να λαμβάνουν υπόψιν, μας οδηγούν στα ακόλουθα συμπεράσματα.

Η μεταβλητή «ROA» εμφανίζει σταθερά α , ύψους 0,0307 υψηλής στατιστικής σημαντικότητας, στο 99%, ενώ ο συντελεστής κλίσης β είναι σχεδόν μηδενικός και εξαιρετικά στατιστικά ασήμαντος. Το χαρακτηριστικό του «FREE CASH FLOW PER SHARE» είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον, καθώς παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 99% τόσο στην σταθερά α όσο και στον συντελεστή β . Τα δύο μεγέθη αυτά είναι ύψους 0,0403 και -0,00761 αντίστοιχα.

Σε ότι αφορά στον δείκτη μερισματικής απόδοσης, «DIVYIELD», εμφανίζει σταθερά α , της τάξης του 0,0286 στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 99% και στατιστικά ασήμαντο συντελεστή κλίσης β . Η απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων, «ROE», παρουσιάζει σταθερά α 0,0289 στατιστικά σημαντική στο 99% και στατιστικά ασήμαντο συντελεστή β , ο οποίος είναι ύψους 0,00016. Ο δείκτης μόχλευσης, «LEV», εμφανίζει σταθερά α ύψους 0,0302 στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95% και στατιστικά ασήμαντο συντελεστή β .

Το χαρακτηριστικό της ανάπτυξης, «GROWTH», εμφανίζει σταθερά α ύψους 0,0328 στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 99% και επίσης στατιστικά σημαντικό συντελεστή κλίσης β σε επίπεδο 90%, της τάξης του -0,00047. Η μικρή αυτή μείωση στον συντελεστή β σημαίνει πως το hedge fund δεν ενθαρρύνεται να συμμετέχει σε εταιρείες «ανάπτυξης» αλλά προτιμά εταιρείες «αξίας».

Ο δείκτης «DIV PAYOUT P/S» εκτιμάται με σταθερά α 0,0255 στατιστικά σημαντική στο 95% επίπεδο, ενώ έχει στατιστικά ασήμαντο συντελεστή β . Ο δείκτης λογιστικής προς τρέχουσας αξίας, «BOOK/MARKET VALUE», παρουσιάζεται με σταθερά α 0,0309 στατιστικά σημαντική στο 99% επίπεδο σημαντικότητας, ενώ ο συντελεστής β είναι και σε αυτήν την περίπτωση στατιστικά ασήμαντος. Το χαρακτηριστικό του λογαρίθμου της τρέχουσας αξίας διαθέτει σταθερά α ύψους 0,0428 και είναι στατιστικά ασήμαντη, ενώ για ακόμα μία φορά ο συντελεστής β είναι στατιστικά ασήμαντος. Ο λογάριθμος του μακροπρόθεσμου χρέους ($LN(LTD)$) εμφανίζει στατιστικά ασήμαντη τόσο την σταθερά α όσο και τον συντελεστή β .

Σύμφωνα με το παραπάνω πίνακα προκύπτει ξεκάθαρα το συμπέρασμα πως η επεξήγηση των θετικών μη-κανονικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν τα hedge fund δεν είναι ποτέ ζήτημα που μπορεί να αφορά σε ένα και μόνο χαρακτηριστικό. Η πολύ χαμηλή επεξηγηματική ικανότητα των μοντέλων (υπερβολικά χαμηλές τιμές του συντελεστή R^2 , σχεδόν σε όλους τους δείκτες που εξετάσαμε) μας οδηγεί στο συμπέρασμα αυτό.

Ένας άλλος παράγοντας που μας οδηγεί στο ακριβώς ίδιο συμπέρασμα είναι πως σχεδόν σε όλες τις παλινδρομήσεις που διενεργήσαμε, με μία και μόνο μεταβλητή για έλεγχο, παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές σταθερές α (εκτός από την περίπτωση του λογαρίθμου του μακροπρόθεσμου χρέους και της εμπορικής αξίας). Από οικονομετρικής άποψης, στις σταθερές αυτές υπάρχουν πληροφορίες οι οποίες δεν μπορούν να ταυτοποιηθούν από το υπάρχον μοντέλο και συνεπώς θα χρησιμοποιήσουμε άλλο μοντέλο για να προσεγγίσουμε ποιοτικότερα τις μεταβλητές που «επεξηγούν» τις θετικές μη-κανονικές αποδόσεις.

4.3.2. Πολυπαραγοντική Παλινδρόμηση

Στο σημείο αυτό, θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε το ζήτημα της επίτευξης των μέσων μη-κανονικών αποδόσεων των hedge fund μέσω ενός μοντέλου όπου θα εξετάσουμε ταυτόχρονα διαφορετικές μεταβλητές. Για το λόγο αυτό διενεργήσαμε μια παλινδρόμηση έχοντας θέσει ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις (CAAR) που πραγματοποιήθηκαν από το σύνολο του δείγματος της παρούσας μελέτης (σ.σ. 64 εταιρικά γεγονότα), για το διάστημα (+2,+7). Επιλέξαμε το συγκεκριμένο «event window», διότι εμφανίζει την υψηλότερη απόδοση αλλά και την υψηλότερη στατιστική σημαντικότητα από όλα τα υπόλοιπα «παράθυρα» που εξετάσαμε.

Η παλινδρόμηση διενεργήθηκε έχοντας θέσει ως ανεξάρτητες μεταβλητές, τις προαναφερθείσες, εκτός του δείκτη «LEV», καθώς για την αξιολόγηση του δείκτη χρέους και για να αποφύγουμε ενδεχόμενο ζήτημα πολυσυγγραμικότητας, χρησιμοποιήσαμε μόνο τον δείκτη του λογαρίθμου του μακροπρόθεσμου χρέους «LN(LTD)».

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αυτής παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 4.3.2.: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή τις CAAR(+2,+7)

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-Statistic</i>	
BOOK/MARKET VALUE	-0,001003	-0,315	Numb.Of Obs
DIV PAYOUT P/S	-0,0000384	-0,094	64
DIVYIELD	0,000355	0,151	
FREE CASH FLOW P/S	-0,012589	3,578***	R-Squared
GROWTH	-0,000402	-1,315*	0,233653
LN(LTD)	0,0000692	0,029	
LN(MV)	0,009956	1,884**	Akaike Criterion
ROA	-0,003368	-1,467*	-2,287775
ROE	0,001088	1,782**	

***Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 99%

**Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 95%

*Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 90%

Το μοντέλο απεικονίζεται ως εξής :

$$CAAR = \gamma_0 * \frac{BOOK}{MARKET} VALUE + \gamma_1 * DIVPAYOUT + \gamma_2 * DIVYIELD + \gamma_3 * FREE CASH FLOW PER SHARE + \gamma_4 * GROWTH + \gamma_5 * LN(LTD) + \gamma_6 * LN(MV) + \gamma_7 * ROA + \gamma_8 * ROE + \epsilon_i$$

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης το χαρακτηριστικό του «BOOK/MARKET VALUE» δεν διαδραματίζει ρόλο για την δημιουργία των μέσων σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων, καθώς είναι στατιστικά ασήμαντο, με t-statistic 0,315. Επίσης, δεν λαμβάνεται υπόψιν το χαρακτηριστικό του «DIV PAYOUT P/S», καθώς η στατιστική σημαντικότητά του είναι σχεδόν μηδενική (0,094). Αποδεικνύεται ακόμα πως ούτε το χαρακτηριστικό της «DIVYIELD» αλλά και αυτό του μακροπρόθεσμου χρέους, «LN(LTD)» ανήκουν στις μεταβλητές όπου εξηγούν τις μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις, καθώς εμφανίζονται αμφότερα στατιστικά ασήμαντα.

Σε ότι αφορά στις μεταβλητές που τελικά οδηγούν στην επίτευξη των συγκεκριμένων μέσων σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων, φαίνεται πως συμπεριλαμβάνεται αυτό των ελεύθερων ταμειακών ροών ανά μετοχή («FREE CASH FLOW P/S») το οποίο είναι και στατιστικά πολύ σημαντικό, σε επίπεδο 99% και t-statistic -3,578 και συντελεστή -0,012589. Οριακά στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο

90% είναι και το χαρακτηριστικό της ανάπτυξης («*GROWTH*») με t-statistic -1,315 και συντελεστή -0,000402.

Επιπρόσθετα, στατιστικά σημαντικός είναι και ο δείκτης «*LN(MV)*», σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%, με t-statistic 1,884 και συντελεστή 0,009956. Ο δείκτης αυτός αποτελεί μία από τις κορωνίδες με βάση την οποία τα hedge fund επιτυγχάνουν τις θετικές μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις. Το θετικό του μέγεθος προσθέτει σε αυτό χωρίς αμφισβήτηση.

Ο δείκτης «*ROA*» εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 90% με t-statistic -1,467 και ο συντελεστής του είναι -0,003368. Αδιαμφισβήτητα, το χαρακτηριστικό της απόδοσης επί του ενεργητικού λαμβάνεται υπόψιν από τα hedge fund σχετικά με την επίτευξη των μη-κανονικών αποδόσεων και αυτό αποδεικνύεται στην παρούσα παλινδρόμηση. Η στατιστική σημαντικότητα του χαρακτηριστικού αυτού επαληθεύεται σε πολλές άλλες μελέτες, καθώς τα hedge fund ψάχνουν για εταιρείες με ρευστότητα αλλά που «υπό-αποδίδουν» σε σχέση με τις ικανότητές τους. Έχουν, δηλαδή χαμηλό συντελεστή «*ROA*».

Συμπερασματικά, στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95% εμφανίζεται και το χαρακτηριστικό της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών στόχος (δείκτης «*ROE*») με t-statistic 1,782 και συντελεστή 0,001088. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι καθοριστικό για την επίτευξη των μέσων σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων από τα hedge fund.

4.3.3. Μοντέλο με Ψευδομεταβλητή

Στο συγκεκριμένο τμήμα «τροποποιήσαμε» την πολυπαραγοντική παλινδρόμηση με το γεγονός ότι αφαιρέσαμε τους δείκτες που διέθεταν το υψηλότερο ποσοστό αυτοσυσχέτισης με τις άλλες μεταβλητές, ήτοι του δείκτες «*ROA*» και «*ROE*». Ακόμα, αφαιρέσαμε τον δείκτη «*LN(LTD)*» και στην θέση του συμπεριλάβαμε τον δείκτη μόχλευσης, «*LEV*». Για να γίνει το μοντέλο ακόμα «ελαφρύτερο» εκ μέρους αυτοσυσχέτισης αφαιρέσαμε και την μεταβλητή «*DIVYIELD*». Αντί αυτού, προσθέσαμε στις εξηγηματικές μεταβλητές την ψευδομεταβλητή «*Dummy (of previous presence)*» η οποία λαμβάνει την τιμή 1 σε περίπτωση προηγούμενης παρέμβασης του hedge fund στην συγκεκριμένη εταιρεία

στόχο και 0 σε κάθε άλλη περίπτωση. Ως εξαρτημένη μεταβλητή κρατήσαμε τις θετικές μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις για το διάστημα (+2,+7).

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4.3.2.1.: Αποτελέσματα παλινδρόμησης. Εξαρτημένη μεταβλητή CAAR(+2,+7). Συμπεριλαμβάνεται ψευδομεταβλητή στις ανεξάρτητες μεταβλητές.

	Coefficient	t-statistic	
C	-0,081384	-1,298599*	
<i>Dummy (of previous presence)</i>	-0,003392	-0,177712	Adjusted R Squared
FREE CASH FLOW PER SHARE	-0,014562	-3,474593***	0,122413
<i>LEV (Total debt/total capital)</i>	0,00049	1,064844	
GROWTH	-0,000358	-1,21107	Akaike Info Criterion
<i>DIV PAYOUT P/S</i>	0,000163	0,397457	-2,301267
BOOK/MARKET VALUE	0,004842	1,463087*	
LN(MV)	0,015812	1,714611**	

Το μοντέλο παρουσιάζεται συνοπτικά ως εξής :

$$CAAR = c + \alpha_1 * Dummy + \alpha_2 * FREE CASH FLOW PER SHARE + \alpha_3 * LEV + \alpha_4 * GROWTH + \alpha_5 * DIVPAYOUT + \alpha_6 * \frac{BOOK}{MARKET} VALUE + \alpha_7 * LN(MV) + \varepsilon_i$$

Τα αποτελέσματα της παραπάνω παλινδρόμησης είναι σημαντικά. Αρχικά, προκύπτει στατιστικά σημαντική σταθερά (στο 90%) C ύψους -0,08. Η ψευδομεταβλητή «Dummy (of previous presence)» είναι στατιστικά ασήμαντη, γεγονός το οποίο μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως η προηγούμενη παρουσία ή μη του hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας είναι αδιάφορη στην επίτευξη θετικών μη-κανονικών αποδόσεων.

Για ακόμα 1 φορά, η μεταβλητή «FREE CASH FLOW PER SHARE» είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 99% με t-statistic -3,47 και είναι ύψους -0,014. Είναι αρκετά σημαντική, αν και με αρνητικό συντελεστή, καθώς συντελεστή στην επεξήγηση των μέσων σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν τα hedge fund. Ο δείκτης μόχλευσης, «LEV», είναι στατιστικά ασήμαντος και άρα δεν

βοηθά στην επεξήγηση των εν λόγω αποδόσεων, όπως και η μεταβλητή της ανάπτυξης «*GROWTH*». Στατιστικά ασήμαντη προκύπτει και η μεταβλητή «*DIV PAYOUT P/S*» και άρα σύμφωνα με το μοντέλο αυτό δεν κατέχει στατιστικά σημαντική θέση στην επεξήγηση των θετικών μη-κανονικών αποδόσεων των hedge fund.

Οι δείκτες «*BOOK/MARKET VALUE*» και «*LN(MV)*» εμφανίζονται στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο 90% και 95% αντίστοιχα (t-statistic 1,46 και 1,71). Είναι της τάξεως του 0,004 και 0,015 αντίστοιχα και συμβάλλουν αρκετά στην επεξήγηση των θετικών μη-κανονικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν τα hedge fund στο διάστημα (+2,+7) αφού το άθροισμα τους προσεγγίζει το 2%.

Συμπερασματικά, το μοντέλο απαρτίζεται από χαμηλό συντελεστή Adjusted R Squared, υποδεικνύοντας πως υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που ενδεχομένως να εξηγούν την επίτευξη των συγκεκριμένων αποδόσεων που αποδείξαμε πως επιτυγχάνουν τα hedge fund κατά την δραστηριοποίησή τους σε εταιρείες του ελληνικού χρηματιστηρίου. Ωστόσο, οι μεταβλητές αυτές και η γνώση τους είναι και ενδεχομένως ο λόγος που τα hedge fund είναι τόσο «ξεχωριστά» και διαφέρουν από τους υπόλοιπους επενδυτές.

4.4. Probit Analysis

Στο παρόν σημείο της διπλωματικής εργασίας θα προσεγγίσουμε το ζήτημα των χαρακτηριστικών που εξετάζουν τα hedge fund προκειμένου να παρέμβουν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας.

Τι είδους εταιρείες προσεγγίζουν τα hedge fund; Η παρακάτω ανάλυση επιχειρεί να δώσει απαντήσεις σε ότι έχει να κάνει με το ζήτημα αυτό. Θα εξετάσουμε τις παραπάνω μεταβλητές που κατασκευάσαμε, οι οποίες δύνανται να κατέχουν σημαντικό ρόλο κατά την κρίση των hedge funds προτού «εισέλθουν» στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Στο συγκεκριμένο τμήμα της διπλωματικής εργασίας, θα προσεγγίσουμε το ζήτημα των χαρακτηριστικών που λαμβάνουν υπόψιν τους τα hedge fund όταν παρεμβαίνουν στις εταιρείες στόχους μέσω ανάλυσης τύπου Probit. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε είναι κάποιες από τις παραπάνω που αναλύσαμε. Χρησιμοποιούμε τις ίδιες μεταβλητές για λόγους σύγκρισης αλλά και πληρότητας. Στην περίπτωση αυτή, θα επικεντρωθούμε στην πιθανότητα που

δημιουργούν οι διάφορες μεταβλητές που θα εξετάσουμε σε σχέση με το ζήτημα της στοχοποίησης των εταιρειών που λάβαμε υπόψιν στο δείγμα από τα hedge fund.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήσαμε την ψευδομεταβλητή «*DUMMY OF PREVIOUS PRESENCE*» (*Dummy Variable*), η οποία λαμβάνει την τιμή 1 σε περίπτωση προηγούμενης ύπαρξης (παρέμβασης) του συγκεκριμένου hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου και 0 σε κάθε άλλη περίπτωση.

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζονται τα αποτελέσματα που είχαμε από την ανάλυση υπό αυτήν την οπτική γωνία.

Πίνακας 4.4.1. : *Probit Analysis with Dependent Variable the Dummy of Previous Presence.*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>z-Statistic</i>
<i>BOOK/MARKET VALUE</i>	0,087	1,067
<i>DIV PAYOUT P/S</i>	0,007	0,893
<i>DIVYIELD</i>	-0,079	-1,737**
<i>FREE CASH FLOW P/S</i>	-0,024	-0,353
<i>GROWTH</i>	-0,005	-0,813
<i>LN(LTD)</i>	0,059	1,247
<i>LN(MV)</i>	-0,199	-1,832**
<i>ROA</i>	0,072	1,569*
<i>ROE</i>	-0,022	-1,629*

**Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 95%

*Στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 90%

Το μοντέλο είναι το εξής :

DUMMY OF PREVIOUS PRESENCE

$$= \alpha_1 * \frac{BOOK}{MARKET} VALUE + \alpha_2 * DIV PAYOUT PS + \alpha_3 * GROWTH + \alpha_4 * LN(LTD) + \alpha_5 * LN(MV) + \alpha_6 * ROA + \alpha_7 * ROE$$

Από τα παραπάνω διαπιστώνουμε πως προκύπτουν στατιστικά ασήμαντοι συντελεστές πιθανοτήτων για τους παράγοντες «*BOOK/MARKET VALUE*» (Λογιστική προς Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Αξία), «*DIV PAYOUT P/S*» (Μέρισμα ανά μετοχή/Κέρδη ανά μετοχή), «*FREE CASH FLOW P/S*» (Ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή), «*GROWTH*» (Ανάπτυξη) και «*LN(LTD)*» (Ο λογάριθμος του μακροπρόθεσμου χρέους). Τα προαναφερθέντα στατιστικά ασήμαντα χαρακτηριστικά, παρά το γεγονός ότι παρουσιάζουν αξιόλογους συντελεστές, δεν μπορούμε να πούμε, σύμφωνα με την

ανάλυσή μας, πως επηρεάζουν τα κριτήρια επιλογής από πιθανολογικής απόψης τα hedge fund σε ότι αφορά τις εταιρείες που γίνονται στόχοι. Αξίζει όμως να τονίσουμε τα εξής ενδιαφέροντα ευρήματα:

Σε ότι αφορά στον δείκτη «*DIVYIELD*» (Μερισματική απόδοση) εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός συντελεστής στο 95% επίπεδο σημαντικότητας, ύψους -0,079. Ο αρνητικός αυτός συντελεστής αποδεικνύει πως τα hedge fund εστιάζουν λιγότερο σε εταιρείες με υψηλή μερισματική απόδοση και αντί αυτού προτιμούν εταιρείες που διαθέτουν χαμηλή μερισματική απόδοση.

Το χαρακτηριστικό του «*LN(MV)*» (λογάριθμος της εμπορικής αξίας) παρουσιάζεται με συντελεστή -0,199, ήτοι -19,9% και είναι το πιο σημαντικό ίσως εκ των ευρημάτων του συγκεκριμένου τμήματος της διπλωματικής εργασίας. Είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%. Η συγκεκριμένη μεταβλητή εμφανίζει να μειώνει τη πιθανότητα παρέμβασης του hedge fund όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας, χαρακτηριστικό το οποίο και άλλες μελέτες έχουν αποδείξει πως ισχύει. Είναι ένα εκ των χαρακτηριστικών της φιλοσοφίας των hedge fund, να μην δραστηριοποιούνται σε μεγάλου μεγέθους εταιρείες, ώστε να μπορούν εύκολα να αποκτήσουν σχετικά μεγάλα ποσοστά του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας στόχου, αν κριθεί σκόπιμο.

Ακολούθως, ο δείκτης «*ROA*» (απόδοση επί του ενεργητικού) εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο εμπιστοσύνης 90% και είναι της τάξης του 7,2%. Αυτό μας δίνει να καταλάβουμε πως όσο μεγαλύτερη αποδοτικότητα επιτυγχάνει μια εταιρεία τόσο πιο πιθανό είναι να γίνει στόχος από κάποιο hedge fund. Και αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με ευρήματα άλλων αντίστοιχων ερευνών.

Τέλος, το χαρακτηριστικό του «*ROE*» (Απόδοση ιδίων κεφαλαίων των μετόχων) εμφανίζει συντελεστή -0,022, στατιστικής σημαντικότητας σε επίπεδο 90%. Κρίνεται ως λογικό και αναμενόμενο, αφού όσο υψηλότερη είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων, τόσο πιο απίθανο είναι να παρέμβουν τα hedge fund στην εταιρεία στόχο. Ο αρνητικός συντελεστής της πιθανότητας παρέμβασης λόγω του χαρακτηριστικού της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων έρχεται να συμπληρώσει το νόημα του θετικού συντελεστή στη πιθανότητα παρέμβασης λόγω του χαρακτηριστικού της απόδοσης επί του ενεργητικού.

Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα

Σύμφωνα με την ανάλυση που προηγήθηκε ο πρώτος και βασικός στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας επιτεύχθηκε. Πράγματι ύστερα από τα αποτελέσματα της μελέτης που πραγματοποιήσαμε, τα hedge fund δημιουργούν αξία για τους μετόχους των εταιρειών που παρεμβαίνουν, τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο διάστημα, όπως και αφορούσε η έρευνά μας. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά επιβεβαιώνουν το γεγονός της δημιουργίας αξίας για τους υφιστάμενους μετόχους το χρονικό διάστημα γύρω από το εταιρικό γεγονός της παρέμβασης στην εταιρεία. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από τις θετικές μέσες σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις που πραγματοποιεί το σύνολο του δείγματος, το οποίο χρησιμοποιήσαμε για τις ανάγκες της διπλωματικής εργασίας.

Με κύριο οδηγό το διάστημα (+2,+7), στο οποίο πραγματοποιείται θετική μη κανονική απόδοση ύψους 3,01% με πολύ υψηλή στατιστική σημαντικότητα, τα hedge fund αλλά και οι μέτοχοι των εταιρειών οι οποίες στοχοποιήθηκαν από αυτά, καταφέρνουν να υπέρ-αποδόσουν της αγοράς και συνεπώς ταυτοποιείται το στοιχείο της δημιουργίας αξίας. Η αγορά εκτιμά θετικά την είσοδο των hedge fund στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών σε βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα, εκτιμώντας ενδεχομένως την άμβλυνση του κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ διοικούντων και μετόχων αλλά και ενδεχομένως λόγω της υψηλής εξειδίκευσης των στελεχών των hedge fund σε ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Με τον ένα ή με τον άλλο τρόπο, οι παρεμβάσεις των hedge fund σε εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο ελληνικό Χρηματιστήριο απέδωσαν καρπούς στους υφιστάμενους μετόχους των εταιρειών αυτών.

Παρατηρούμε επίσης πως σε ότι αφορά στην ελληνική αγορά τα hedge fund δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην αποδοτικότητα επί του ενεργητικού, στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, στις ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας στόχου, καθώς και την κεφαλαιοποίησή της. Όσες εταιρείες διαθέτουν χαρακτηριστικά στον παραπάνω συνδυασμό μεταβλητών παρόμοια με αυτά που αναζητούν τα hedge fund τότε είναι πολύ πιθανό να γίνουν στόχοι παρέμβασης. Τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που ταυτίζονται με τις συγκεκριμένες μεταβλητές μας οδηγούν στο συμπέρασμα πως τα hedge fund και στην ελληνική αγορά αναζητούν εταιρείες με χαρακτηριστικά «μετοχών αξίας». Οι συγκεκριμένες «μετοχές αξίας» αντιπροσωπεύονται από χαμηλή ανάπτυξη, πίεση στον δείκτη αποδοτικότητας επί του

ενεργητικού με θεμελιώδη ωστόσο αποδοτικότητα επί των ιδίων κεφαλαίων, πιεσμένη μερισματική απόδοση και ελεύθερες ταμειακές ροές.

Ωστόσο, με μια μικρή εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήσαμε, δεν μπορούμε να πούμε πως τα hedge fund εισέρχονται σε εταιρείες εισηγμένες στο ελληνικό Χρηματιστήριο με σκοπό να παραμείνουν εκεί για διάστημα μεγαλύτερο του ενός έτους, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με έρευνες που αποδεικνύουν πως τα hedge fund που παρεμβαίνουν σε εταιρείες παραμένουν έως και 4-5 έτη. Η ελληνική αγορά χαρακτηρίζεται από αυτό που έμπειροι χρηματιστηριακοί παράγοντες αναφέρουν ως «hit-and-run market», αναφερόμενοι στο γεγονός της βραχυπρόθεσμης εκμετάλλευσης γεγονότων και καταστάσεων κάνοντας τα hedge fund να μοιάζουν πιο πολύ ως «αρπακτικά» παρά ως επενδυτές, δικαιώνοντας εν μέρει τους επικριτές τους. Αυτό προκύπτει διότι η ύπαρξη και επίτευξη των μέσων σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων στο διάστημα 2009-2016 (έως και το α εξάμηνο) των εταιρειών στόχος στην ελληνική αγορά συνοδεύεται από στοιχεία που είναι αδιαμφισβήτητα. Η δυσκολία εξεύρεσης συγκεντρωτικών δεδομένων που να αφορούν στα hedge fund για αγορές εκτός των Η.Π.Α δυσκολεύουν το έργο «αναζήτησης της αλήθειας» σχετικά με τον ρόλο και την πραγματική επίπτωσή τους στις κεφαλαιαγορές και το οικονομικό σύστημα και ως εκ τούτου δίνεται λάθος εικόνα στον κόσμο σχετικά με αυτά. Δεν είναι λογικό να κατηγορεί κανείς τα hedge fund για όλα τα δεινά του κόσμου, από την στιγμή που ακαδημαϊκά ο συγκεκριμένος κλάδος δεν μετράει πολλά χρόνια δραστηριότητας.

Συμπερασματικά, αξίζει να σημειωθεί πως αν δει κανείς την δραστηριοποίηση των hedge fund ως μια μορφή εξισορροπητικής κερδοσκοπίας, τότε είναι πιθανόν πως οι μη-κανονικές αποδόσεις που δημιουργούνται θα φθίνουν έως ότου εξαφανιστούν, καθώς όλο και περισσότερα hedge fund θα αναζητούν όλο και λιγότερες πιθανές εταιρείες στόχους. Αυτό επικροτείται και από το γεγονός της πιθανής παρέμβασης όλο και περισσότερων επενδυτών στις εταιρείες και την βελτίωση των τιμών των μετοχών, λόγω υψηλότερης αποτελεσματικότητας. Παρ' όλες τις μειωμένες αποδόσεις που ενδέχεται να ακολουθήσουν, όσο η παρέμβαση των hedge fund με τον τρόπο αυτό μεγεθύνεται δεν σημαίνει πως αμφισβητείται η ωφέλεια που θα εισπράττουν οι μέτοχοι των εταιρειών στις οποίες παρεμβαίνουν αυτά. Οι παρεμβάσεις των hedge fund έχουν έρθει για να μείνουν, ανοίγοντας νέο αυτοτελές κεφάλαιο στους κόλπους της εταιρικής χρηματοοικονομικής, παρά το γεγονός ότι το επίπεδο ισορροπίας της κερδοφορίας θα είναι ενδεχομένως μικρότερο.

Βιβλιογραφία

1. Allaire, Y., and F. Dauphin, (2015), “Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence”, *Institute for the Governance of Public and Private Organizations*.
2. Aslan, H., and H. Maraachlian, (2009), “The new kids on the block: Wealth effects of hedge fund activism on bondholders”, Working Paper, *University of Houston*.
3. Barclay, M.J., and C.G. Holderness, (1992), “The law and large-block trades”, *Journal of Law and Economics* 35, 265-294.
4. Becht, M., J. Franks, and J. Grant, (2008), “Hedge fund activism in Europe”, Working Paper, *London Business School*.
5. Becht, M., J. Franks, C. Mayer, and S. Rossi, (2009), “Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund”, *Review of Financial Studies* 22(8), 3093–3129.
6. Beechey, M., Gruen, D. and Vickrey, J., (2002), “The Efficient Markets Hypothesis: A Survey”, Australia, *Reserve Bank of Australia*.
7. Bhojraj, S., and P. Sangupta, (2003), “Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors”, *Journal of Business* 76, 455-475.
8. Boyson, N., and R. M. Mooradian, (2007), “Hedge funds as shareholder activists from 1994–2005”, *Working Paper, Northeastern University*
9. Bradley, M., A. Brav, I. Goldstein, and W. Jiang, (2010), “Activist arbitrage: A study of open-ending attempts of closed-end funds”, *Journal of Financial Economics* 95(1), 1–19.
10. Brav A., W. Jiang, S. Ma, and X. Tian, (2014), “Shareholder Power and Corporation Innovation: Evidence from Hedge Fund Activism”, SSRN.
11. Brav, A., W. Jiang, and Kim, H, (2009), “Hedge Fund Activism: A review”, *Foundations and Trends in Finance*, Vol.4, No.3, 185-246.
12. Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas, (2008a), “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance”, *Journal of Finance* 63(4), 1729–1775.
13. Clifford, C., (2007), “Value creation or destruction: Hedge funds as shareholder activists”, Working paper, *Arizona State University*

14. Coffe, J., and Palia, D., (2015), "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance", Working Paper No.521, *the Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law*.
15. Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. and Roll, R., (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*.
16. Fluck, Z., (1999), "The dynamics of the management-shareholder conflict", *Review of Financial Studies* 12, 379-404.
17. Gantchev, N., (2009), "The cost of activist monitoring: Evidence from a sequential decision model", Working Paper, *Wharton School*.
18. Greenwood, R., and M. Schor, (2009), "Hedge fund investor activism and takeovers", *Journal of Financial Economics* 92(3), 362-375.
19. Holmstrom, B., and J. Tirole, (1989), "The theory of the firm", *Princeton University Press*.
20. Huang, J., (2009), "Hedge funds and shareholder wealth gains in leveraged buyouts", Working Paper, *Boston College*.
21. Jensen, M., and W. H. Meckling, (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
22. Jiang, W., K. Li, and W. Wang, (2009), "Hedge fund participation in Chapter 11", Working Paper, *Columbia Business School*.
23. Kahan, M., and Rock, E. 2006, Hedge funds in corporate governance and corporate control, Working paper, *New York University*.
24. Khorana A., E. Hoover, A. Shivdasani, G. Sigurdsson, and M. Zhang, (2013) "Rising Tide of Global Shareholder Activism," *Citi Corporate and Investment Banking*.
25. Klein, A., and E. Zur (2009), "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors", *Journal of Finance* 64(1), 187–229.
26. Mietzner, M., and D. Schweizer, (2008), "Hedge fund versus private equity funds as shareholder activists - differences in value creation", Working Paper, *European Business School*.
27. Myers, S., (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
28. Shleifer, A., and R. Vishny, (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

29. Stokman, N.W.A., (2008), “Influences of hedge fund activism on the medium term target firm value”, Working Paper, *Erasmus University Rotterdam*.
30. Uchida, K., and P. Xu, (2008), “U.S. barbarians at the Japan gate: Cross border hedge fund activism”, Working Paper, *The Bank of Japan*.
31. Zwiebel, J., (1996), “Dynamic capital structure under managerial entrenchment”, *American Economic Review* 86, 1197-1215.

Χρήσιμες Ιστοσελίδες

www.investopedia.com

www.wikipedia.org

www.helex.gr

www.google.gr

www.scholar.google.gr