

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**Σχέση Δραστηριότητας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων (Ε&Σ) με Δείκτες
Οικονομικού Κλίματος (M&As and Sentiment Indices Relationship)**

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΖΑΧΑΡΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Οκτώβριος, 2017}

[i]

Εγκρίνουμε την εργασία του

ΖΑΧΑΡΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗ

ΧΑΛΑΜΑΝΔΑΡΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΚΑΒΟΥΣΑΝΟΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

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».

ΖΑΧΑΡΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

.....

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη	1
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	3
1.1 Θέμα Εργασίας	3
1.2 Σκοπός και Στόχοι Εργασίας	4
1.3 Δομή Εργασίας	5
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	7
2.1 Στοιχεία για Εξαγορές και Συγχωνεύσεις	7
2.1.1 Ορισμός και Είδη Ε&Σ	7
2.1.2 Κίνητρα για Ε&Σ	12
2.1.3 Λόγοι Αποτυχίας Ε&Σ	14
2.2 Στοιχεία για τους Δείκτες Οικονομικού Κλίματος	18
2.2.1 Δείκτης Oxfam Community Consent	19
2.2.2 Bank of France Business Sentiment Indicator	20
2.2.3 Δείκτης Global EPU	21
2.2.4 Sentix Economic Index Currency	23
2.2.5 Global Aggregate Headline Index	24
2.2.6 Consumer Confidence Index (CCI)	25
2.2.7 Volatility Index (VIX)	27
2.2.8 Δείκτες Ανεργίας σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη	28
2.2.9 Ρυθμοί Ανάπτυξης (Δείκτες Ρυθμού Μεταβολής του ΑΕΠ)	30

2.2.10 University of Michigan Consumer Sentiment Index	31
2.2.11 Τελική Σύνοψη	33
Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας	35
3.1 Θέμα Έρευνας	35
3.2 Στατιστική και Οικονομετρική Μεθοδολογία	37
3.3 Δείγμα	40
Κεφάλαιο 4: Αποτελέσματα	41
4.1 Βασικά Περιγραφικά και Προκαταρτικοί Έλεγχοι	41
4.2 Διερεύνηση Σχέσης Μεταξύ Πλήθους Ε&Σ και Δεικτών Οικονομικού Κλίματος	47
4.3 Διερεύνηση Σχέσης Μεταξύ Ποσοστού Ολοκληρωμένων Ε&Σ και Δεικτών Οικονομικού Κλίματος	51
4.4 Διερεύνηση Σχέσης Μεταξύ Χρόνου Ολοκλήρωσης Ε&Σ και Κλάδου και Μεγέθους Εξαγοράζουσας Επιχείρησης	55
Κεφάλαιο 5: Τελικά Συμπεράσματα	59
5.1 Σύνοψη Αποτελεσμάτων	59
5.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων	60
Βιβλιογραφία	63

Περίληψη

Η παρούσα εργασία ασχολείται με τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στη δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων (E&Σ) και στο επίπεδο διαφόρων δεικτών οικονομικού κλίματος και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης (sentiment indices).

Οι E&Σ είναι μια επιχειρηματική δραστηριότητα η οποία έχει σαφείς επενδυτικές – χρηματοοικονομικές αλλά και στρατηγικές οπτικές. Το μεγάλο κύμα E&Σ που ξεκίνησε από τις τελευταίες δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα δείχνει ότι υπάρχουν μια σειρά από ισχυρά κίνητρα που καθιστούν αυτά τα εγχειρήματα ιδιαίτερα δημοφιλή σε κάθε κλάδο, σε παγκόσμιο επίπεδο. Από την άλλη μεριά, όμως, έχει παρατηρηθεί εμπειρικά ένα μεγάλο ποσοστό αποτυχίας τους, ως προς το να προσφέρουν την αξία που επιθυμείται στους μετόχους τους. Στο πλαίσιο του θεωρητικού υπόβαθρου παρουσιάζονται αναλυτικά τόσο τα διάφορα κίνητρα που υπάρχουν, όσο και οι παράγοντες αποτυχίας για τις E&Σ.

Οι δείκτες οικονομικού κλίματος και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης μετρούν το βαθμό εμπιστοσύνης που έχει τόσο το καταναλωτικό κοινό όσο και οι επενδυτές και οι επιχειρηματίες σχετικά με την τρέχουσα και την μελλοντική κατάσταση της οικονομίας. Οι δείκτες αυτοί προηγούνται συνήθως των βασικών οικονομικών δεικτών και για αυτό η παρακολούθηση και η επίβλεψη τους θεωρείται κρίσιμης σημασίας για λήψη έγκαιρων μέτρων από τους διάφορους φορείς σε όλες τις χώρες.

Ακούγεται λογικό ένα επιχειρηματικό εγχείρημα όπως μια E&Σ να πραγματοποιείται πιο εύκολα όταν το οικονομικό και επιχειρηματικό κλίμα είναι ευνοϊκό και πιο αισιόδοξο, ενώ ακούγεται επίσης λογικό μια E&Σ να είναι πιο πιθανό να ολοκληρώνεται στο πλαίσιο ενός τέτοιου θετικού κλίματος, καθώς ο ανθρώπινος παράγοντας, που είναι ιδιαίτερα κρίσιμος, θα έχει πιο ανεβασμένο ηθικό και δε θα αποτελέσει εμπόδιο για μια σχετική ολοκλήρωση. Από την άλλη μεριά, βέβαια, σε ένα λιγότερο αισιόδοξο κλίμα ίσως ένα εγχείρημα E&Σ να αποτελεί επιλογή διάσωσης των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, κάτι που σημαίνει ότι οι E&Σ ίσως και να ευνοούνται ακόμη και σε ένα τέτοιο αρνητικό κλίμα και έτσι, τελικά, το πλήθος των E&Σ να μην επηρεάζεται και τόσο πολύ από το γενικότερο οικονομικό κλίμα, καθώς και στις δύο περιπτώσεις ίσως και να υπάρχουν ανάλογα κίνητρα.

Ο εμπειρικός στόχος της παρούσας εργασίας είναι να διερευνηθεί εάν το πλήθος και το ποσοστό ολοκλήρωσης των Ε&Σ, σε παγκόσμιο επίπεδο και για όλους τους κλάδους, συνδέεται με το οικονομικό και επιχειρηματικό κλίμα, όπως αυτό αποτυπώνεται από το επίπεδο των σχετικών δεικτών.

Με χρήση δεδομένων που αφορούν ένα μεγάλο πλήθος Ε&Σ από το 1990 έως και το 2016 βρέθηκε ότι πράγματι το πλήθος των Ε&Σ συνδέεται θετικά με το επίπεδο διαφόρων δεικτών οικονομικού κλίματος, κάτι που σημαίνει ότι πράγματι όταν διαμορφώνεται ένα πιο ευνοϊκό και θετικό οικονομικό και επιχειρηματικό κλίμα, αυτό συσχετίζεται με ένα αυξημένο πλήθος Ε&Σ, υπονοώντας ότι οι διάφοροι επενδυτές και επιχειρηματίες επηρεάζονται σε κάποιο βαθμό από το γενικότερο κλίμα που διαμορφώνεται και ωθούνται πιο εύκολα σε τέτοια επιχειρηματικά και στρατηγικά εγχειρήματα. Βρέθηκε, επίσης, ότι συνδέεται και θετικά με το δείκτη ανεργίας στις ΗΠΑ, κάτι που μπορεί να ερμηνευτεί από τη μείωση θέσεων εργασίας που προκαλεί ένας αυξημένος αριθμός Ε&Σ στην οικονομία αυτή.

Επίσης βρέθηκε ότι το ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ συνδέεται θετικά με το επίπεδο κάποιων δεικτών οικονομικού κλίματος και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης, υπονοώντας ότι σε ένα πιο θετικό και αισιόδοξο επιχειρηματικό κλίμα είναι πιο εύκολο να ολοκληρωθεί μια τέτοια συμφωνία, καθώς το ηθικό του ανθρώπινου παράγοντα, από την ανώτατη διοίκηση έως τη χαμηλότερη βαθμίδα του προσωπικού, είναι σε τέτοια επίπεδα που δεν αποτελεί ανασχετικό παράγοντα και αποτυχία ολοκλήρωσης και αποτελεσματικής ενοποίησης.

Τέλος, βρέθηκε ότι ο χρόνος ολοκλήρωσης μιας Ε&Σ διαφοροποιείται κατά μέσο όρο και λόγω κλάδου και λόγω μεγέθους της εξαγοράζουσας. Πιο συγκεκριμένα, σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας ο χρόνος ολοκλήρωσης βρέθηκε πολύ χαμηλότερος κατά μέσο όρο, όπως και σε επιχειρήσεις που αφορούν υπηρεσίες υγείας και μέσων ενημέρωσης και ψυχαγωγίας, ενώ σε επιχειρήσεις όπως βιομηχανίας και υλικών, του κρατικού τομέα και του χρηματοοικονομικού βρέθηκε σημαντικά υψηλότεροι χρόνοι ολοκλήρωσης συμφωνίας Ε&Σ. Ως προς το μέγεθος, οι επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους είχαν πολύ χαμηλότερο χρόνο ολοκλήρωσης, ενώ οι μικρότερες και πιο πολύ οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είχαν σαφώς υψηλότερο χρόνο ολοκλήρωσης.

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Το κεφάλαιο αυτό αποτελεί μια εισαγωγή στην παρούσα εργασία. Στο πρώτο τμήμα αναφέρεται το θέμα της εργασίας, ενώ στο δεύτερο τμήμα παρουσιάζονται ο σκοπός και οι στόχοι της. Τέλος, στο τρίτο τμήμα παρουσιάζεται η δομή της εργασίας αυτής.

1.1 Θέμα Εργασίας

Η παρούσα εργασία ασχολείται με το κατά πόσο η δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων (E&S) συνδέεται με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και το επιχειρηματικό κλίμα, όπως αυτά αποτυπώνονται στους διάφορους δείκτες οικονομικού κλίματος (sentiment indices).

Σύμφωνα με τους Sudarsanam (2011) και Moeller & Brady (2014) υπάρχουν πολλά και ισχυρά κίνητρα υλοποίησης συμφωνιών E&S και αυτό είναι μια αιτία που υπάρχει ένα τέτοιο μεγάλο κύμα που έχει ξεκινήσει από τις τελευταίες δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα. Τα κίνητρα αυτά είναι οικονομικά και στρατηγικά και αποσκοπούν στην αύξηση της αποδοτικότητας. Παρόλο, όμως, τα πολλά και ισχυρά κίνητρα που ευνοούν τις αποφάσεις για E&S, εντούτοις, το ποσοστό αποτυχίας τους είναι ιδιαίτερα υψηλό, όπως παρατηρείται εμπειρικά, σύμφωνα και με τους Almor et al (2009), Moeller & Brady (2014), Kansal & Chandani (2014), Godfred (2016) και Faelten et al (2016). Ο κύριος λόγος αποτυχίας των E&S, όπως θα αναλυθεί διεξοδικά, είναι η αστοχία στην αποτελεσματική ολοκλήρωση του ανθρώπινου παράγοντα μεταξύ των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, κυρίως σε όρους εταιρικής κουλτούρας και κοινού οράματος. Ο λόγος που υπάρχει αυτή η αστοχία είναι ότι δεν δίνεται εξαρχής η απαιτούμενη προσοχή σε σχέση με την προσοχή που δίνεται σε άλλους πιο χειροπιαστούς και πιο οικονομικής φύσης παράγοντες.

Εκτός, πάντως της μικρής σημασίας που δίνεται στον ανθρώπινο παράγοντα, η αλήθεια είναι ότι εκ φύσεως είναι δύσκολη η ενοποίηση του λόγω διαφορετικής κουλτούρας και λόγω αδυναμίας να μοιραστούν τα εμπλεκόμενα μέρη κοινό όραμα, αλλά και λόγω μη

αποτελεσματικής επικοινωνίας από μεριάς ηγεσίας. Σε περιόδους όπου το επιχειρηματικό κλίμα δεν είναι και το ευνοϊκότερο και η καταναλωτική εμπιστοσύνη βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα αυτό το εγχείρημα γίνεται ακόμα πιο δύσκολο και έτσι αναμένεται να είναι πιο συχνή η αποτυχία των Ε&Σ. Αυτό εκτιμάται ότι θα οδηγεί περισσότερες τέτοιες συμφωνίες να μην ολοκληρώνεται και, μοιραία, θα μειώνει και το πλήθος των συμφωνιών αυτών που θα εξετάζονται εξαρχής. Συνεπώς, κρίνεται ενδιαφέρον να εξεταστεί ποια είναι η σχέση των Ε&Σ σε επίπεδο συνολικής δραστηριότητας, ολοκληρωμένων συμφωνιών και για ποιους κλάδους γίνονται τέτοιες συμφωνίες σε σχέση με το επιχειρηματικό κλίμα και την καταναλωτική εμπιστοσύνη, όπως αυτά μετρώνται βάσει γνωστών δεικτών εμπιστοσύνης.

1.2 Σκοπός και Στόχοι Εργασίας

Ο βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας, λοιπόν, είναι να διερευνηθεί εάν η δραστηριότητα των Ε&Σ συνδέεται με το επίπεδο των διαφόρων δεικτών εμπιστοσύνης, επιβεβαιώνοντας ότι όντως το επιχειρηματικό κλίμα και η ευρύτερη καταναλωτική εμπιστοσύνη παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση αυτών των επιχειρηματικών συμφωνιών, που θεωρούνται από τις πιο σημαντικές συμφωνίες σε επίπεδο επιχειρήσεων και ίσως και οικονομίας.

Οι επιμέρους στόχοι της παρούσας εργασίας περιλαμβάνουν την κατανόηση του τι είναι Ε&Σ και ποιες ομοιότητες και διαφορές ανάμεσα σε μια εξαγορά και μια συγχώνευση, την κατανόηση του ποια και πόσο ισχυρά είναι τα κίνητρα που έχουν οδηγήσει σε ένα μεγάλο κύμα Ε&Σ τις τελευταίες δεκαετίες, αλλά και την επισήμανση γιατί μεγάλο ποσοστό Ε&Σ οδηγούνται σε αποτυχία.

Ένας ακόμη στόχος της παρούσας εργασίας είναι να γίνει κατανοητό πως λειτουργούν οι διάφοροι δείκτες εμπιστοσύνης και πως μετράνε το επιχειρηματικό κλίμα και την αισιοδοξία των καταναλωτών γενικότερα, αλλά και ποια είναι η διαχρονική εξέλιξη τους σε σχέση και με κάποια σημαντικά γεγονότα (πχ παγκόσμια οικονομική κρίση, κρίση χρέους στην Ευρωζώνη κτλ).

Τέλος, ένας ακόμα στόχος είναι να διερευνηθεί εάν η σχέση μεταξύ δραστηριότητας E&Σ και επιπέδου δεικτών εμπιστοσύνης επιβεβαιώνει τις αρχικές υποψίες και κατά πόσο αυτό αποτελεί τελικά και ένα έμμεσο τρόπο επιβεβαίωσης του ότι οι διάφοροι δείκτες εμπιστοσύνης όντως αποτυπώνουν αξιόπιστα και έγκαιρα το οικονομικό και επιχειρηματικό κλίμα που κυριαρχεί.

1.3 Δομή Εργασίας

Το υπόλοιπο μέρος της παρούσας εργασίας έχει την παρακάτω δομή: Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο στο πλαίσιο της βιβλιογραφικής ανασκόπησης. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται ορισμένα βασικά στοιχεία που αφορούν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις όπως ο ορισμός και τα είδη τους, καθώς τα κίνητρα που ωθούν σε τέτοιες αποφάσεις και τους παράγοντες επιτυχίας, ενώ αναφορά γίνεται και για τον τρόπο που μετράται η αποδοτικότητα τους. Στο δεύτερο τμήμα του κεφαλαίου παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τους διάφορους δείκτες εμπιστοσύνης και επιχειρηματικού κλίματος. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε εξεταζόμενο δείκτη παρουσιάζεται τι ακριβώς μετράει και πως, ενώ παρουσιάζονται πρόσφατα ιστορικά στοιχεία που αποτυπώνουν την εξέλιξη του επιπέδου του ανάλογα και με διάφορα σημαντικά γεγονότα (παγκόσμια οικονομική κρίση, κρίση χρέους στην Ευρωζώνη).

Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται η μεθοδολογία έρευνας που ακολουθήθηκε για το εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το βασικό ερευνητικό θέμα και τα επιμέρους ερευνητικά ερωτήματα, ενώ παρουσιάζεται λεπτομερώς η οικονομετρική και στατιστική μεθοδολογία που θα εφαρμοστεί για μια ορθή και αξιόπιστη ανάλυση των στατιστικών στοιχείων. Το κεφάλαιο κλείνει με μια αναφορά στο δείγμα που χρησιμοποιήθηκε.

Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των στατιστικών αναλύσεων. Δηλαδή, αφού παρουσιαστούν κάποια βασικά περιγραφικά στατιστικά και κάποιοι προκαταρκτικοί έλεγχοι, παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα για κάθε ένα επιμέρους ερευνητικό ερώτημα, όπως είχε διατυπωθεί στο κεφάλαιο 3.

Στο κεφάλαιο 5, τέλος, παρουσιάζονται τα τελικά συμπεράσματα. Πρώτα παρουσιάζεται μια σχετική σύνοψη των ευρημάτων για κάθε ερευνητικό ερώτημα και έπειτα μια συζήτηση των σχετικών ευρημάτων ως προς το αν αναμενότουσαν και σχετικές ερμηνείες και εξηγήσεις.

Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Το κεφάλαιο αυτό αποτελεί τη βιβλιογραφική ανασκόπηση του θεωρητικού μέρους της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο τμήμα παρουσιάζεται μια αναφορά σχετικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις (Ε&Σ), όπου παρουσιάζονται θέματα που αφορούν τον ορισμό και τα είδη των Ε&Σ, τα κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, αίτια που οδηγούν στην αποτυχία τους, κάτι που είναι πολύ συνηθισμένο. Στο δεύτερο τμήμα παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τους διάφορους δείκτες εμπιστοσύνης που δείχνουν το οικονομικό κλίμα και προσφέρουν ενδείξεις για την οικονομική κατάσταση και που επηρεάζουν τις διάφορες επενδυτικές αποφάσεις, ανάμεσα σε άλλες και στην ολοκλήρωση εξαγορών και συγχωνεύσεων.

2.1 Στοιχεία για Εξαγορές και Συγχωνεύσεις

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτελούν πολύπλοκες επιχειρηματικές αποφάσεις και συχνά συνοδεύονται από υψηλό ρίσκο. Εντούτοις, από τις τελευταίες δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα υπάρχει ένα υψηλό κύμα τέτοιων εγχειρημάτων σε παγκόσμιο επίπεδο, υπονοώντας ότι υπάρχουν μια σειρά από ισχυρά κίνητρα να λαμβάνουν αυτά χώρα. Εντούτοις, παρόλο τα διάφορα κίνητρα που ωθούν σε τέτοιες αποφάσεις, στην πράξη έχει φανεί ότι ένα εγχείρημα εξαγοράς ή συγχώνευσης πολύ συχνά οδηγείται σε αποτυχία. Παρακάτω, στις επόμενες υπό-ενότητες, παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τα είδη και τα σχετικά κίνητρα για αποφάσεις Ε&Σ, αλλά και τις κύριες αιτίες που οδηγούν σε αποτυχία αυτών.

2.1.1 Ορισμός και Είδη Ε&Σ

Οι Ε&Σ θεωρούνται ως μια βασική στρατηγική επιλογή για την ανάπτυξη και την αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων. Ως προς τον ορισμό τους, υπάρχουν κάποιες διαφορές ανάμεσα σε μια Εξαγορά και μια Συγχώνευση.

Σύμφωνα με τον Παπαδάκη (2016), ως Εξαγορά (Ε) ορίζεται μια διαδικασία κατά την οποία μια επιχείρηση εξαγοράζει ένα μέρος ή το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μιας άλλης επιχείρησης καταβάλλοντας μετρητά. Στο πλαίσιο των εξαγορών υπάρχουν δύο είδη: το ένα αφορά τη λεγόμενη απλή εξαγορά, όπου η εξαγοραζόμενη επιχείρηση εξακολουθεί και υφίσταται ως νομικό πρόσωπο, ενώ το άλλο αφορά τη λεγόμενη συγχωνευτική εξαγορά, όπου η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μεταβιβάζεται πλήρως στην εξαγοράζουσα και παύει πλέον να υφίστανται ως νομικό πρόσωπο.

Αντίστοιχα, ως Συγχώνευση (Σ) ορίζεται μια διαδικασία κατά την οποία μια ή περισσότερες επιχειρήσεις παύουν να υφίστανται ως επιμέρους νομικά πρόσωπα, έχοντας μεταβιβάσει το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων σε μια άλλη, κατά κανόνα νεοϊδρυθείσα, επιχείρηση έναντι μετοχών. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται μια νέα επιχείρηση η οποία, κατά κανόνα, φέρει την εταιρική ταυτότητα της αγοράζουσας επιχείρησης.

Από του παραπάνω ορισμούς, προκύπτει ότι οι διαφορές ανάμεσα στις εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν αφορούν στοιχεία όπως τη γενικότερη στρατηγική και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που πιθανόν αποκτάται. Το αποτέλεσμα που προκύπτει από μια εξαγορά ή από μια συγχώνευση είναι σχεδόν παρόμοιο. Για αυτό, άλλωστε, όπως αναφέρουν και οι Sudarsanam (2011) και Παπαδάκης (2016) δεν υπάρχει πρακτικός διαχωρισμός ανάμεσα σε μια εξαγορά ή μια συγχώνευση και μελετώνται σε ένα ενιαίο πλαίσιο ως «εξαγορές και συγχωνεύσεις».

Πάντως, για την ιστορία, οι όποιες διαφορές ανάμεσα σε μια εξαγορά και μια συγχώνευση περιορίζονται στην ύπαρξη ή μη του δικαιώματος λόγου και στη λήψη αποφάσεων των ιδιοκτητών της επιχείρησης-στόχου μετά την τελική ολοκλήρωση και τη δημιουργία του νέου εταιρικού σχήματος. Πιο συγκεκριμένα, σε περίπτωση εξαγοράς ένα τέτοιο δικαίωμα κατά κανόνα δεν υφίσταται, καθώς η ιδιοκτησία της επιχείρησης στόχου συνήθως έχει παραιτηθεί όλων των σχετικών δικαιωμάτων και δεν συμμετέχει καν στο νέο σχήμα. Αντίθετα, σε περίπτωση συγχώνευσης, είναι δυνατό η ιδιοκτησία της επιχείρησης στόχου να βρίσκεται μέσα στην ιδιοκτησία του νέου σχήματος και εξαρτάται καθαρά από το ποσοστό συμμετοχής στο πόσο λόγο θα έχει στη λήψη στρατηγικών και λοιπών αποφάσεων.

Μια ακόμη επουσιώδης, όμως, διαφορά είναι το τίμημα που καταβάλλεται για την ολοκλήρωση μιας τέτοιας στρατηγικής συμφωνίας. Πιο συγκεκριμένα, σε μια εξαγορά το τίμημα αφορά μετρητά, άσχετα το πώς αντλήθηκαν (ίδια κεφάλαια της επιχείρησης που εξαγοράζει ή δανειακά κεφάλαια), ενώ σε μια συγχώνευση απλά πραγματοποιείται μια ανταλλαγή μετοχών των επιχειρήσεων που εμπλέκονται στην συμφωνία.

Ως προς τα είδη των Ε&Σ, υπάρχουν καταρχήν μια σειρά από κατηγοριοποιήσεις. Η μία κατηγοριοποίηση, σύμφωνα με τους Thompson et al (2010) και Παπαδάκη (2016), έχει να κάνει ως το αντικείμενο δραστηριότητας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, όπου οι Ε&Σ διακρίνονται σε *συσχετισμένες* ή *ασυσχέτιστες*, ενώ η άλλη με τον τρόπο που πραγματοποιείται η σχετική συμφωνία, όπου οι Ε&Σ διακρίνονται σε *φιλικές* ή *εχθρικές*.

Πιο συγκεκριμένα, οι *συσχετισμένες Ε&Σ* είναι όταν υπάρχει μια εύλογη συσχέτιση των δραστηριοτήτων που αφορούν τις αλυσίδες αξίας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, έχοντας ως αποτέλεσμα την επίτευξη στρατηγικής συμβατότητας. Σε περίπτωση που υπάρχει τέτοιο πεδίο, παρουσιάζονται ευκαιρίες για μεταφορά και ανταλλαγή τεχνογνωσίας, εξειδίκευσης και άλλων σημαντικών πόρων με σκοπό την μείωση του κόστους. Αν και οι συσχετισμένες Ε&Σ έχουν βρεθεί να αποδίδουν υψηλότερη αξία για τους μετόχους, εντούτοις αυτό συνδυάζεται με αντίστοιχα αυξημένο κίνδυνο καθώς λόγω μη διαφοροποίησης εάν κάτι δεν πάει καλά στον ευρύτερο κλάδο επηρεάζεται, μοιραία, ολόκληρη η επιχείρηση, καθώς δεν έχει άλλα, ασυσχέτιστα περιουσιακά στοιχεία για να αντισταθμίσει τυχόν απώλειες.

Σημαντικό να αναφερθεί, είναι ότι οι συσχετισμένες Ε&Σ διακρίνονται περαιτέρω σε *οριζόντιες* και *κάθετες*. Οι *οριζόντιες συσχετισμένες Ε&Σ* είναι όταν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή έστω σε παρόμοιο κλάδο και παράγουν ή προσφέρουν ίδια ή παρόμοια προϊόντα και υπηρεσίες. Με αυτήν την είδους συγχώνευση, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας, καθώς και αύξηση του μεριδίου αγοράς. Επίσης τους δίνεται η ευκαιρία για συνεκμετάλλευση ανθρώπινων και τεχνολογικών πόρων, επιτυγχάνοντας ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Οι *κάθετες συσχετισμένες Ε&Σ* είναι όταν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές λειτουργίες της αλυσίδας αξίας και υπάρχει εκ φύσεως κάποια σχέση προμηθευτή-πελάτη ή προμηθευτή-διανομέα.

Οι Ε&Σ αυτές έχουν στόχο στον έλεγχο τιμών και του κόστους καθώς, καθώς και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης. Στην περίπτωση των κάθετων Ε&Σ, μια επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει ολοκλήρωση είτε προς τα εμπρός, δηλαδή επέκταση σε επόμενα στάδια της αλυσίδας αξίας, είτε προς τα πίσω, δηλαδή επέκταση σε προηγούμενα σχετικά στάδια, είτε και στα δύο αυξάνοντας το μέγεθος της με παράλληλη μείωση μέσου κόστους παραγωγής στο πλαίσιο, πιθανόν, μιας ηγεσίας κόστους.

Οι *ασυσχέτιστες Ε&Σ* είναι όταν δεν υπάρχει καθαρή συσχέτιση μεταξύ των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Μέσα από τις ασυσχέτιστες Ε&Σ, μια επιχείρηση επιδιώκει την απόκτηση επιχειρήσεων με σκοπό την αύξηση των εσόδων και των κερδών της, δηλαδή της αποδοτικότητας της, αλλά χωρίς ανάλογη αύξηση του επιπέδου του κινδύνου, καθώς το τελευταίο επιτυγχάνεται λόγω της διαφοροποίησης. Τέτοιες Ε&Σ ενδείκνυται για επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αρκετά ώριμους κλάδους ή που χαρακτηρίζονται από υψηλή αβεβαιότητα, και όπου η διαφοροποίηση, μέσα από επέκταση σε άλλες δραστηριότητες είναι απαραίτητη για την συνεχή επιβίωση. Εκτός από αυτό, πεδίο για αναζήτηση τέτοιων Ε&Σ αποτελεί και εάν επιτυγχάνεται το λεγόμενο αποτέλεσμα « $1 + 1 = 3$ », όπου προκύπτει ένα καλύτερο αποτέλεσμα για μια νέα επιχείρηση που θα προκύψει μέσα από μια Ε&Σ σε σχέση με το τι θα μπορούσε να επιτύχει η κάθε εταιρία από μόνη της. Πάντως, θα πρέπει να τονιστεί ότι σε πολλές περιπτώσεις ασυσχέτιστων Ε&Σ προκύπτουν αρκετές αδυναμίες εκμετάλλευσης στρατηγικών συμβατοτήτων στο πλαίσιο της αλυσίδας αξίας, έτσι ώστε να είναι σπάνιες οι φορές, εντέλει, που επιτυγχάνεται το αποτέλεσμα « $1 + 1 = 3$ ». Επίσης, στις ασυσχέτιστες Ε&Σ είναι που η ανάγκη ύπαρξης ικανής διοίκησης είναι ακόμη πιο μεγάλη, όχι μόνο για την σωστή επιλογή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων μεταξύ τους, αλλά και για την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία του νέου εταιρικού σχήματος μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Μάλιστα, είθισται, όσο περισσότερο διαφορετικές είναι οι δραστηριότητες της κάθε επιχείρησης, τόσο πιο δύσκολο είναι το έργο εποπτείας και συντονισμού των δραστηριοτήτων του νέου σχήματος, αποτελώντας το βασικό παράγοντα αποτυχίας του εγχειρήματος αυτού.

Οι *φιλικές Ε&Σ* είναι όταν όλες οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις είναι απόλυτα σύμφωνες με την ολοκλήρωση μιας Ε&Σ. Σε τέτοιες περιπτώσεις, υπάρχει, προφανώς, συναίνεση μετόχων και Διοικητικού Συμβουλίου μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών ως προς θέματα που αφορούν το

τίμημα και τις γενικότερες προϋποθέσεις που αφορούν την Ε&Σ. Οι φιλικές Ε&Σ έχουν αποδειχθεί, κατά κανόνα, οι πιο επιτυχημένες τέτοιες συμφωνίες, καθώς λόγω της αρχικής συναίνεσης που απορρέει από τα ανώτατα κλιμάκια, επιτυγχάνεται ευκολότερα και γρηγορότερα η ενοποίηση και η δημιουργία θετικού κλίματος σε όλο το προσωπικό. Έτσι, σε τέτοιες περιπτώσεις ο ανθρώπινος παράγοντας δεν αποτελεί τροχοπέδη και βασικό παράγοντα αποτυχίας, όπως σε πολλές περιπτώσεις Ε&Σ.

Οι *εχθρικές Ε&Σ* είναι όταν υπάρχει σύγκρουση των εμπλεκόμενων μερών και όταν η ανώτατη διοίκηση της επιχείρησης-στόχου έχει μια αρνητική στάση απέναντι στη σχετική συμφωνία. Για να πραγματοποιηθεί μια τέτοια Ε&Σ θα πρέπει να υπάρχει μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης-στόχου και η διοίκηση της να διαθέτει μικρή ισχύ. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι *εχθρικές Ε&Σ* δημιουργούν, κατά κανόνα, μια αρνητική εικόνα και άσχημο κλίμα μεταξύ του προσωπικού των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, κάτι που επιφέρει, συνήθως, δυσμενείς συνέπειες για την αποτελεσματική ολοκλήρωση και ενοποίηση του ανθρώπινου παράγοντα και, μοιραία, αρνητικές επιπτώσεις για την συνολική αποδοτικότητα. Ουσιαστικά, τις περισσότερες φορές μια εχθρική Ε&Σ αποτελεί την έσχατη λύση όταν υπάρχει επίμονη άρνηση από τη μεριά της επιχείρησης στόχους για μια τέτοια συμφωνία.

Κλείνοντας την αναφορά στα είδη των Ε&Σ αξίζει να αναφερθεί και μια τρίτη κατηγοριοποίηση τους, που αφορά τον τρόπο χρηματοδότησης τους. Σύμφωνα με τον Παπαδάκη (2016), οι Ε&Σ διακρίνονται σε *μοχλευμένες Ε&Σ*, όπου για την πραγματοποίηση μιας τέτοιας συμφωνίας μέρος των μετρητών που απαιτούνται αντλούνται με δανειακά κεφάλαια, και σε *Ε&Σ από τη διοίκηση*, όπου η εξαγορά πραγματοποιείται με ιδιωτικά κεφάλαια που αντλούνται, ως ίδια κεφάλαια, απευθείας από την διοίκηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Είναι προφανές ότι οι πρώτες ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο, καθώς στον ήδη υπάρχοντα επιχειρηματικό κίνδυνο έρχεται να προστεθεί ο χρηματοοικονομικός που απορρέει από την δανειακή υποχρέωση και από τον κίνδυνο χρεοκοπίας που ελλοχεύει. Για αυτό τέτοιες Ε&Σ θα πρέπει να πραγματοποιούνται όταν ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι σε χαμηλά και ανεκτά επίπεδα, αλλά και όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση έχει ικανές ταμειακές ροές και καλή ποιότητα περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να καλύψει τις σχετικές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, εάν παραστεί τέτοια ανάγκη στο μέλλον από μια πιθανή μη ικανοποιητική πορεία της Ε&Σ.

2.1.2 Κίνητρα για Ε&Σ

Έχει παρατηρηθεί, εμπειρικά, ότι εγχειρήματα όπως Ε&Σ συνήθως λαμβάνουν χώρα σε ώριμες αγορές, με αυξημένο ανταγωνισμό, αυξημένο επίπεδο παγκοσμιοποίησης, αλλά και όταν υπάρχουν πολιτικές απελευθέρωσης των αγορών, όπως έχει επισημάνει, σχετικά, ο Garside (1999). Για αυτό, άλλωστε, οι Ε&Σ συνήθως πραγματοποιούνται σε αγορές και κλάδους όπως τηλεπικοινωνίες, αεροπορικές γραμμές και στον φαρμακευτικό κλάδο, μεταξύ άλλων.

Στο πλαίσιο αυτό, λοιπόν, και σύμφωνα με τον Garside (1999), τα δύο πιο ισχυρά κίνητρα πραγματοποίησης Ε&Σ είναι οι οικονομίες κλίμακας και οι οικονομίες σκοπού. Οι πρώτες αφορούν την όλο και περισσότερο αποδοτική λειτουργική αποτελεσματικότητα σε όλο και υψηλότερο επίπεδο παραγωγής, ενώ οι δεύτερες αφορούν την κεντροποίηση πολλαπλών υπηρεσιών έτσι ώστε να εξασφαλίζονται κρίσιμες συνεργασίες και επιχειρησιακές διεργασίες. Στο ίδιο μήκος κύματος, ένα ακόμη κίνητρο για Ε&Σ είναι και η εκμετάλλευση πλεονάζουσας παραγωγικής δυναμικότητας.

Τα κίνητρα Ε&Σ, σύμφωνα με τους Sudarsanam (2011) και Moeller & Brady (2014), διακρίνονται σε στρατηγικά, χρηματοοικονομικά και οργανωσιακά. Πιο συγκεκριμένα, τα στρατηγικά κίνητρα περιλαμβάνουν, ανάμεσα σε άλλα, την ανάπτυξη ή αλλιώς αύξηση του επιχειρησιακού μεγέθους, οικονομίες σκοπού, αύξηση ανταγωνιστικότητας και αύξηση μεριδίου αγοράς. Επιπλέον, στο πλαίσιο των στρατηγικών κινήτρων περιλαμβάνονται και η δημιουργία συνεργιών που οδηγούν σε μειώσεις κόστους, αλλά και η διαφοροποίηση, με την έννοια ότι η αύξηση των διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων που έχει να διαχειριστεί μια επιχείρηση, διαφοροποιεί και, άρα, μειώνει τον συνολικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται, στο πλαίσιο της κλασικής θεωρίας του χαρτοφυλακίου.

Τα χρηματοοικονομικά κίνητρα περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την αξιοποίηση πλεονάζοντος κεφαλαίου, υψηλότερη αγοραία κεφαλαιοποίηση, μείωση κόστους, φορολογικά οφέλη, διάσωση μη υγιών επιχειρηματικών μονάδων, αύξηση κερδών ανά μετοχή και, εντέλει, δημιουργία υψηλότερης αξίας για τους μετόχους.

Τα οργανωσιακά κίνητρα περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, προσωπικές φιλοδοξίες των επιχειρηματιών, παραμονή ικανών στελεχών, αύξησης της ποιότητας διοίκησης, ενδυνάμωση του επιχειρησιακού λόμπυ και των σχετικών δημοσίων σχέσεων, σχηματισμός πολυεθνικών επιχειρήσεων με υψηλή επιρροή.

Στο πλαίσιο εξαγοράς μιας άλλης επιχείρησης, ο Sudarsanam (2011) αναφέρει ότι υπάρχουν κάποια σχετικά κίνητρα, που περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων κάτω από την εύλογη αξία τους, αλλά και την δυνατότητα για υψηλότερη ανάπτυξη και αποδοτικότητα τους, σε σχέση με το να λειτουργούσαν χωρίς να εξαγοραστούν. Επιπλέον κίνητρα αποτελούν η ικανοποίηση της ζήτησης για επιπλέον προϊόντα και υπηρεσίες, η αποφυγή του υψηλού κινδύνου του να ξεκινούσε από την αρχή μια νέα επιχείρηση (start-up) αντί της εξαγοράς, η αύξηση των κερδών ανά μετοχή, η μείωση εξάρτησης από λίγα προϊόντα και υπηρεσίες αυξάνοντας το προϊόντικό χαρτοφυλάκιο και μειώνοντας το σχετικό κίνδυνο, η αύξηση μεριδίου αγοράς και ενδυνάμωση θέσης στην αγορά, η αντιστάθμιση κυκλικών και εποχικών κυμάνσεων από τα ήδη υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, η ενδυνάμωση της ισχύς και του πρεστίτζ της ανώτατης διοίκησης, η αύξηση έντασης χρήσης των τρεχόντων πόρων, η απόκτηση ικανών διοικητικών και τεχνικών στελεχών και η είσοδος σε νέες αγορές.

Εκτός από όλα τα προαναφερθέντα, ο Sudarsanam (2011) τονίζει ότι κάποιοι επιπλέον καλοί λόγοι που ευνοούν τις αποφάσεις για Ε&Σ περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, και την εταιρική επέκταση, την πραγματοποίηση υπεραξιών λόγω συνεργιών, ενώ την ίδια στιγμή θα πρέπει να αναφερθεί, επίσης, ότι κάποιοι όχι και τόσο καλοί λόγοι που ευνοούν τις σχετικές αποφάσεις, περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, σύμφωνα με τους Moeller & Brady (2014), λόγοι μίμησης που ωθούν κυρίως από φορολογικούς σκοπούς και από προσωπικούς στόχους και φιλοδοξίες.

Οι Moeller & Brady (2014) αναφέρουν ότι το εταιρικό μέγεθος παίζει ένα σημαντικό ρόλο σε μια απόφαση για μια Ε&Σ. Η λογική είναι μια επιχείρηση αυξάνοντας το μέγεθος της αποκομίζει ορισμένα οφέλη που περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την ενδυνάμωση της μάρκας και του εταιρικού συμβόλου, την ευκολία για νέες επενδύσεις, καθώς τα κόστη κατανέμονται σε πολύ περισσότερες μονάδες παραγωγής, επιτυγχάνοντας υψηλές οικονομίες κλίμακα, έτσι ώστε να μειώνεται ο επιχειρησιακός κίνδυνος και, μοιραία, το κόστος κεφαλαίου, κάνοντας πιο

εύκολη την άντληση κεφαλαίων και τη σχετική χρηματοδότηση. Οι οικονομίες κλίμακας, εκτός του ότι βοηθάνε μια επιχείρηση να αναλαμβάνει όλο και περισσότερες επενδύσεις, τη βοηθάει να κρατάει ικανά στελέχη, αλλά και να αποκτάει και ακόμα ικανότερα, δημιουργώντας, έτσι, μεγαλύτερες ευκαιρίες για ικανότερη διαχείριση που θα φέρει μακροχρόνια αξία σε ένα πιο σταθερό πλαίσιο.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τους Sudarsanam (2011) και Moeller & Brady (2014), οι E&S αποτελούν μια ιδιαίτερα ελκυστική επιλογή στρατηγικής επέκτασης μιας επιχείρησης. Εντούτοις, παραμένει να είναι μια πρακτική που χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο κινδύνου.

Οι στόχοι που τίθεται, συνήθως, στο πλαίσιο μιας E&S είναι, μεταξύ άλλων, να βελτιωθεί η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που εμπλέκονται σε όρους ποιότητας διοίκησης, λειτουργικής και χρηματοοικονομικής συνέργειας, να προκύψει εκμετάλλευση πλεοναζόντων πόρων, να επιταχυνθεί η πρόσβαση σε νέες αγορές, να αποκτηθούν ικανότητες και τεχνολογίες πιο γρήγορα σε ένα λογικό κόστος. Γενικά, ο βασικός σκοπός είναι να αποκτηθούν οι λεγόμενοι «νικητές» όσο το δυνατό νωρίτερα, πριν ξεχωρίσουν, σε μια τιμή κτήσης ιδιαίτερα ελκυστική, έτσι ώστε να πραγματοποιηθούν υπεραξίες.

Ουσιαστικά, οι E&S μπορούν να θεωρηθούν ως μια αποτελεσματική απάντηση και αντιμετώπιση στις ραγδαίες μεταβολές που πραγματοποιούνται στο πολιτικό, οικονομικό, κοινωνικό και τεχνολογικό επιχειρησιακό περιβάλλον.

2.1.3 Λόγοι Αποτυχίας E&S

Αν και υπάρχουν πολλά και ισχυρά κίνητρα που ωθούν το κύμα των E&S που παρατηρείται παγκοσμίως, εντούτοις, δεν παύει να αποτελεί ένα εγχείρημα με πολύ υψηλό κίνδυνο και μάλλον δεν είναι τυχαίο το φαινόμενο να παρατηρούνται πολλές αποτυχίες στο πλαίσιο αυτό. Ο Kazemek (1989), μάλιστα, είχε, από αρκετά νωρίς, επισημάνει ότι η αποτυχία είναι ο κανόνας στις E&S. Πράγματι, στην πλειοψηφία, αυτών των εγχειρημάτων δεν επιτυγχάνονται οι σκοποί και οι στόχοι που ανέμεναν οι εμπλεκόμενες μεριές.

Διάφορες μελέτες από εκείνη την περίοδο, όπως αναφέρει σχετικά ο Kazemek (1989), αναφέρουν ότι ο ρυθμός αποτυχίας των Ε&Σ κυμαίνεται σε ποσοστά από 50% έως 80% από κλάδο σε κλάδο. Το υψηλό αυτό ποσοστό αποτυχίας οφείλεται, σύμφωνα με τον Kazemek (1989), στη χαμηλή σημασία που δίνεται σε κάποιους, υποτίθεται, δευτερευούσης σημασίας παράγοντες.

Πράγματι, σε καθαρά «τεχνικά» θέματα, που περιλαμβάνουν χρηματοοικονομική απόδοση, επίπεδο χρέους, μερίδιο αγοράς προέλευση πελατών, ποιότητα εργατικού δυναμικού, εταιρική φήμη, ποιότητα προϊόντων και υπηρεσιών, συνήθως δίνεται η απαιτούμενη προσοχή κατά τη διάρκεια μιας Ε&Σ, με το προσωπικό του οικονομικού τμήματος να παίζει το σημαντικότερο ρόλο κατά τη διάρκεια της υλοποίησης του εγχειρήματος.

Το πρόβλημα, εντούτοις, όπως εντοπίζεται από τον Kazemek (1989), είναι ότι δεν δίνεται η ίδια σημασία σε λιγότερο «τεχνικής» σημασίας παράγοντες, όπως η εταιρική διακυβέρνηση του νέου εταιρικού σχήματος, το στιλ ηγεσίας και η συγχώνευση εταιρικής κουλτούρας. Εκεί κρύβεται η απάντηση στο ερώτημα του γιατί οι αποτυχίες στις Ε&Σ είναι, εντέλει, τόσο συχνές.

Οι κύριοι λόγοι που αυτοί οι κρίσιμες, τελικά, σημασίας παράγοντες υποβαθμίζονται κατά τη διάρκεια ολοκλήρωσης μιας Ε&Σ είναι ο φόβος ότι μπορεί να χαλάσουν μια τέτοια συμφωνία. Στο πλαίσιο αυτό, ο Kazemek (1989) ισχυρίζεται ότι αυτοί οι «μη τεχνικοί» παράγοντες μοιάζουν σαν το μέρος ενός παγόβουνου που βρίσκεται κάτω από το νερό, με την έννοια ότι δεν είναι άμεσα ορατοί, αλλά είναι πολύ περισσότερο μεγάλο το μέγεθος τους και η σημασία τους και μπορεί να γίνουν πολύ πιο επικίνδυνοι για τη βιωσιμότητα μιας συμφωνίας Ε&Σ, σε σχέση με τους «τεχνικής» σημασίας και πιο ορατούς παράγοντες. Η λογική είναι ότι μια αποτυχία στη διαχείριση των «μη τεχνικών» παραγόντων είναι αυτή που οδηγεί σε σημαντικά προβλήματα που ανακύπτουν κατά τη διάρκεια της φάσης της τελικής υλοποίησης μιας συμφωνίας Ε&Σ. Όμως, σημαντικά προβλήματα σε αυτήν την τελική φάση, συνήθως σημαίνουν και αποτυχία του όλου εγχειρήματος μιας Ε&Σ.

Στο πλαίσιο της αποτυχίας των Ε&Σ, ο Garside (1999) έχει, επίσης, επισημάνει ότι τα αναμενόμενα οφέλη από μια Ε&Σ σπάνια πραγματοποιούνται και στην πράξη και αυτό οφείλεται, σε πολύ μεγάλο βαθμό, στο ότι δεν λαμβάνεται υπόψη όσο θα έπρεπε η εταιρική κουλτούρα. Αυτό, μάλιστα, θεωρείται ως ένας λόγος κλειδί για την αποτυχία. Πράγματι, μη

επαρκή ολοκλήρωση διαφορετικών, τυχόν, εταιρικών κουλτουρών σε μια ενιαία, προκαλεί προβλήματα μεταξύ των εργαζομένων και στελεχών κάτι που έχει άμεση επίπτωση στην εύρυθμη καθημερινή επιχειρησιακή λειτουργία και, μοιραία, οδηγεί σε ολική προβληματική λειτουργία και, κατά συνέπεια, αποτυχία.

Για αυτό και ο Garside (1999) ισχυρίζεται ότι μια επιτυχημένη E&S απαιτεί ιδιαίτερη εστίαση σε δύο ζωτικής σημασίας στοιχεία: 1) ξεκάθαροι στόχοι από την συμφωνία, και 2) αποτελεσματική και ξεκάθαρη επικοινωνία καθ' όλη τη διάρκεια της διαδικασίας της E&S. Πιο συγκεκριμένα, θα πρέπει να διαχέεται ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη ένα κοινό όραμα ως προς το «που πάμε», έτσι ώστε να διαχειρίζεται απολύτως αποτελεσματικά μια E&S.

Η αποτυχία μιας E&S δεν έχει να κάνει με παραλείψεις και προβλήματα που προκύπτουν μόνο κατά τη διάρκειας της υλοποίησης της, αλλά ακόμα και για κάποια περίοδο μετά. Στο πλαίσιο αυτό, οι Almor et al (2009) έχουν τονίσει ότι η προσπάθεια για μια αποτελεσματική ολοκλήρωση κατά τη διάρκεια της περιόδου μετά την αρχική υλοποίηση μιας συμφωνίας E&S είναι εξίσου σημαντική για την συνολική αποδοτικότητα και επιτυχία της συμφωνίας αυτής. Επίσης, έχουν τονίσει ότι οι σχέσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών και οι συνέργειες που αναπτύσσονται, η εταιρική και εθνική κουλτούρα δεν είναι ξεκάθαρες, όπως δεν είναι ξεκάθαρη και η επίδραση τους στην επιτυχία μιας διεθνούς E&S. Η απώλεια αυτονομίας, στο πλαίσιο της διαδικασίας της ολοκλήρωσης θεωρείται ένας πολύ σημαντικός παράγοντας επιτυχίας ή αποτυχίας E&S, σύμφωνα με τους Almor et al (2009). Οι ίδιοι συγγραφείς επισημαίνουν και τα προβλήματα που ανακύπτουν λόγω διαφοράς στην κουλτούρα και την εθνικότητα. Στο πλαίσιο αυτό, μια ουσιαστική δέσμευση στους διοικητικούς πόρους των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων απαιτείται για μια επιτυχημένη συμφωνία E&S.

Η αποτυχία μιας E&S έγκειται στο γεγονός ότι αποτυγχάνει να δημιουργήσει μια υπεραξία για τους μετόχους, όπως ισχυρίζονται οι Moeller & Brady (2014). Μάλιστα, σε πολλές περιπτώσεις αυτό συμβαίνει όταν μια συμφωνία E&S πραγματοποιείται για προσωπικούς λόγους που αφορούν τις ανώτατες διοικήσεις. Προφανώς, οι προσωπικοί λόγοι μάλλον θολώνουν μια πιο ορθή και αντικειμενική κρίση δεν διαγιγνώσκονται εγκαίρως οι κίνδυνοι που υπάρχουν και δεν αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά, ενώ σε πολλές περιπτώσεις δεν υπήρχε, μάλλον, εξ αρχής πρόσφορο έδαφος για μια επιτυχημένη συμφωνία.

Πολλές φορές μια απόφαση για μια E&Σ έχει κίνητρο τη μίμηση και τη «μόδα» αυτών των συμφωνιών, ιδιαίτερα εάν έχει υπάρξει μια επιτυχημένη τέτοια συμφωνία πρόσφατα στον ίδιο ή παρόμοιο κλάδο. Εντούτοις, οι Moeller & Brady (2014) επισημαίνουν ότι η επιτυχία μιας τωρινής συμφωνίας δεν εγγυείται ούτε κατά διάνοια την επιτυχία μιας παρόμοιας μελλοντικής συμφωνίας. Συνεπώς, υπονοείται ότι σε πολλές περιπτώσεις η αποτυχία E&Σ οφείλεται και σε μια, καθόλου δικαιολογημένη, αισιοδοξία και λανθασμένη περιρρέουσα ατμόσφαιρα.

Οι Kansal & Chandani (2014) αναφέρουν και έναν ακόμη ενδιαφέροντα λόγο αποτυχίας των E&Σ. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με αυτούς τους συγγραφείς, αν και οι E&Σ πραγματοποιούνται σε πολλούς κλάδους τόσο συχνά, ακόμα και σε εβδομαδιαία βάση, ένας παράγοντας συχνής αποτυχίας τους είναι η φτώχη αντιμετώπιση της διοίκησης των αλλαγών. Πράγματι, οι Kansal & Chandani (2014) ισχυρίζονται ότι «η αλλαγή είναι το μόνο πράγμα που δεν πρόκειται ποτέ να αλλάξει» και για αυτό προτείνουν ότι θα πρέπει να ληφθεί πολύ σοβαρά υπόψη η όλη λογική της διοίκησης των αλλαγών και στο πλαίσιο των E&Σ. Ένας κύριος λόγος για μη επαρκή διοίκηση αλλαγών, σύμφωνα με τους Kansal & Chandani (2014), είναι η έλλειψη ουσιαστικής και αποτελεσματικής επικοινωνίας. Δεν είναι τυχαίο, άλλωστε, ότι η έλλειψη τέτοιας επικοινωνίας αποτελεί και τον πλέον σοβαρό λόγο αποτυχίας για τις E&Σ, καθώς αυτές οι συμφωνίες προκαλούν αλλαγή στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, Έτσι, μια αποτελεσματική διοίκηση αλλαγών θα μπορούσε να εμποδίσει την αποτυχία αυτών των συμφωνιών.

Ο Godfred (2016) αναφέρει, επίσης, ότι πολλές συμφωνίες E&Σ αποτυγχάνουν και δεν δημιουργούν τις ζητούμενες υπεραξίες για τους μετόχους και ότι η συσσωρευμένη εμπειρία ετών έχει δείξει ότι το στάδιο της ολοκλήρωσης είναι το πιο προβληματικό κατά τη διάρκεια της διαδικασίας μιας E&Σ. Πιο συγκεκριμένα, ο κύριος παράγοντας αποτυχίας των E&Σ είναι η αποτυχία ολοκλήρωσης στο πλαίσιο του ανθρώπινου παράγοντα ανάμεσα στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις. Πράγματι, είναι δύσκολη η αποτελεσματική συγχώνευση των ανθρωπίνων πόρων, καθώς αυτοί αποτελούνται από άτομα διαφορετική κουλτούρα και εθνικότητα, ενώ συχνή είναι η έλλειψη ουσιαστικής και αποτελεσματικής επικοινωνίας.

Ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας αποτυχίας των E&Σ, σύμφωνα με τον Godfred (2016) είναι η μη αποτελεσματική επιλογή στρατηγική που εφαρμόζεται μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

Είναι φανερό ότι τέτοια θέματα δεν χαρακτηρίζονται από τον απαιτούμενο χειρισμό στις περισσότερες περιπτώσεις των Ε&Σ, οδηγώντας τις μισές σχεδόν σε αποτυχία, άσχετα από τις όποιες αρχικές υψηλές προσδοκίες που αποτέλεσαν, συνήθως, και ένα αρχικό ισχυρό κίνητρο μιας τέτοιας συμφωνίας.

Οι Faelten et al (2016) ισχυρίζονται ότι τρία μεγάλα λάθη λαμβάνουν χώρα σχετικά με τις συμφωνίες Ε&Σ και περιλαμβάνουν λάθη κατά τη διάρκεια του σχεδιασμού, λάθη που αφορούν την επικοινωνία και λάθη που έχουν να κάνουν με τον ανθρώπινο παράγοντα και την συγχώνευση του.

Πιο συγκεκριμένα, στο πλαίσιο του σχεδιασμού, οι Faelten et al (2016) επισημαίνουν ότι ένα συχνό λάθος στις περισσότερες συμφωνίες Ε&Σ είναι οι υψηλές προσδοκίες που διαμορφώνονται πριν την συμφωνία. Σε πολλές περιπτώσεις η αποτίμηση των εμπλεκόμενων εταιριών, και κυρίως της εταιρίας στόχου, καθώς οι διοικήσεις διακατέχονται από αλαζονεία και υπερεκτιμούν δυνατότητες και πόρους. Στο πλαίσιο της επικοινωνίας, αυτό που ισχυρίζονται οι Faelten et al (2016) είναι ότι οι μέτοχοι θα πρέπει να μαθαίνουν σχετικά με τα οφέλη και κινδύνους που κρύβονται, έτσι ώστε να είναι ορθά προετοιμασμένοι. Τέλος, στο πλαίσιο του ανθρώπινου παράγοντα, οι Faelten et al (2016) αναγνωρίζουν και αυτοί ότι πρόκειται για τον πλέον σημαντικό παράγοντα αποτυχίας των Ε&Σ και ότι εάν αγνοηθεί η κουλτούρα αυτό αποτελεί τον κατεξοχήν λόγο αποτυχίας των Ε&Σ.

Οι Moeller & Brady (2014) ισχυρίζονται, πάντως, ότι παρόλη την υψηλή συχνότητα αποτυχίας των Ε&Σ στο να δημιουργήσουν υπεραξία για τους μετόχους των εμπλεκόμενων μερών και γενικά στην επίτευξη των στόχων που είχαν τεθεί, εντούτοις παραμένουν ζωτικής σημασίας συμφωνίες στο να δημιουργήσουν επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους σε παγκόσμιο επίπεδο.

2.2 Στοιχεία για τους Δείκτες Εμπιστοσύνης

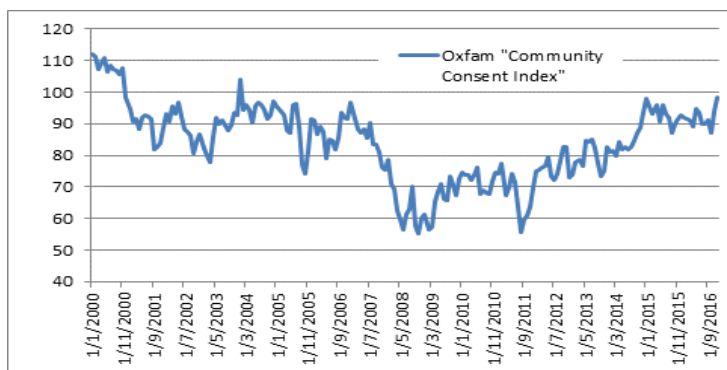
Οι διάφοροι δείκτες εμπιστοσύνης των καταναλωτών και του γενικότερου επιχειρηματικού κλίματος δείχνουν κατά πόσο οι καταναλωτές είναι διατεθειμένοι να ξοδέψουν για αγορά αγαθών και υπηρεσιών και κατά πόσο η αγορά, οι επενδυτές, οι επιχειρηματίες έχουν εμπιστοσύνη στην πορεία της οικονομίας, έτσι ώστε να λαμβάνουν αποφάσεις για επενδύσεις και για διάφορα επιχειρηματικά σχέδια.

Προφανώς, η απόφαση για μια υλοποίηση συμφωνίας Ε&Σ αποτελεί μια τέτοια απόφαση που θα εξαρτάται σε κάποιο βαθμό από την πορεία τέτοιων δεικτών. Στις παραγράφους παρακάτω παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν κάποιους δημοφιλείς και σημαντικούς δείκτες εμπιστοσύνης και επιχειρηματικού κλίματος.

2.2.1 Δείκτης Oxfam Community Consent

Ο δείκτης αυτός δείχνει κατά πόσο η κοινωνία δείχνει κατανόηση και ανταπόκριση στις δραστηριότητες επιχειρήσεων που ασχολούνται με την ενέργεια (πετρέλαιο, φυσικό αέριο) αλλά και με τα μεταλλεύματα (ορυχεία κτλ). Δηλαδή, αυτός ο δείκτης μετράει την εμπιστοσύνη που δείχνει η κοινωνία στις δραστηριότητες αυτών των επιχειρήσεων και ότι λειτουργούν προς όφελος της και όχι μόνο προς ίδιον συμφέρον και κατά του φυσικού περιβάλλοντος (<https://www.oxfam.org/en/research/community-consent-index-2015>).

Σχήμα 2.1, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Oxfam Community Consent



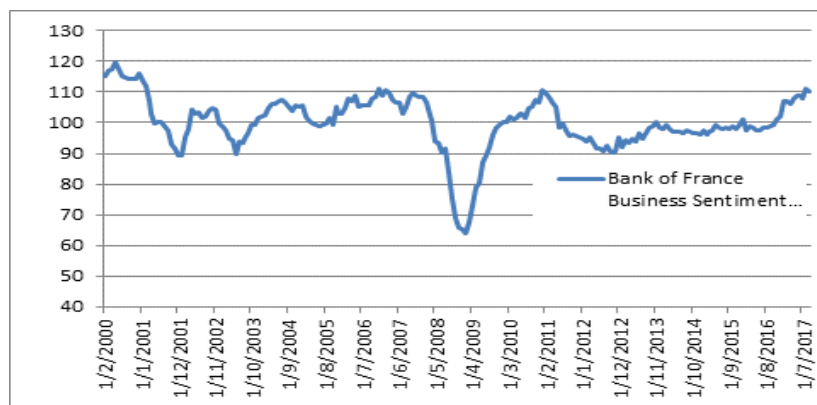
Πηγή: <https://www.oxfam.org/en/research/community-consent-index-2015>

Ο δείκτης αυτός πριν την κρίση είχε κάποιες διακυμάνσεις, αλλά χωρίς κάποια ιδιαίτερη τάση. Μετά την κρίση είχε μια πτωτική πορεία που έφτασε μέχρι τα κατώτατα επίπεδα στις αρχές του 2009, υποδηλώνοντας το πλέον απαισιόδοξο οικονομικό και επιχειρηματικό κλίμα. Από εκεί και ύστερα εμφανίζει μια ανοδική τάση, αλλά με αρκετές διακυμάνσεις που έφεραν ένα νέο ιστορικό χαμηλό προς το φθινόπωρο του 2011. Από εκεί και ύστερα η ανοδική πορεία συνεχίζεται, παρά τις όποιες διακυμάνσεις, μέχρι το 2015 όπου φαίνονται σταθεροποιητικές τάσεις.

2.2.2 Bank of France Business Sentiment Indicator

Ο δείκτης αυτός μετράει το επιχειρηματικό κλίμα στην οικονομία της Γαλλίας (<https://tradingeconomics.com/france/business-confidence>). Πιο συγκεκριμένα, καταγράφει την αίσθηση που έχουν οι επιχειρηματίες για την τρέχουσα οικονομική και επιχειρηματική κατάσταση στην οικονομία αυτή και στις γενικότερες επιχειρηματικές προοπτικές που προσφέρει. Ο δείκτης αυτός λαμβάνει υπόψη του τους ηγέτες σε κάθε ένα από τους κύριους οικονομικούς κλάδους και υπολογίζεται μέσα από μια στατιστική τεχνική γνωστή και ως ανάλυση παραγόντων. Η τελική τιμή του δείκτη διαμορφώνεται έτσι ώστε να μετράει το τρέχον αίσθημα και αίσθηση των επιχειρηματιών σε σχέση και με παρελθούσες τιμές του δείκτη για την περίοδο 1993-2011.

Σχήμα 2.2, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Οικονομικού Κλίματος στη Γαλλική Οικονομία (Bank of France Business Sentiment Indicator)



Πηγή: <https://tradingeconomics.com/france/business-confidence>

Μια τιμή του δείκτη πάνω από τα επίπεδα 110 υπονοεί υψηλό επίπεδο αισιοδοξίας και καλού επιχειρηματικού κλίματος, υπονοώντας μια αίσθηση για καλές μελλοντικές προοπτικές στην οικονομία γενικότερα, ενώ μια τιμή του δείκτη κάτω από τις 90 μονάδες συνήθως σημαίνει υψηλό επίπεδο απαισιοδοξίας και όχι και τόσο καλού επιχειρηματικού κλίματος, υπονοώντας μια αίσθηση για όχι και τόσο καλές μελλοντικές προοπτικές. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι τιμές του δείκτη κοντά στο επίπεδο 100 υπονοούν μια πιο ουδέτερη στάση των επιχειρηματιών και ένα πιο ουδέτερο οικονομικό και επιχειρηματικό κλίμα.

Παρατηρείται ότι πριν την παγκόσμια κρίση ο δείκτης διαμορφωνόταν σε επίπεδα λίγο πάνω ή λίγο κάτω από το 100, δηλαδή τότε προέκυπτε ένα λίγο αισιόδοξο κλίμα και τότε ένα λίγο πιο απαισιόδοξο. Μετά το 2008, όμως, που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση, το επίπεδο του δείκτη γνώρισε μια απότομη πτώση από επίπεδα άνω του 100 σε επίπεδα πολύ κάτω του 100 καταδεικνύοντας μια μεγάλη πτώση της αισιοδοξίας που έδωσε τη θέση της στην υψηλή απαισιοδοξία και αβεβαιότητα. Αν και κατά 2011 το επίπεδο του δείκτη βρέθηκε και πάλι πάνω από τις 100 μονάδες, όπου διαφάνηκε κάποια σχετική αισιοδοξία, αυτό δεν κράτησε πολύ και μέχρι το 2014 το επίπεδο του παρέμενε κάτω από τις 100 μονάδες, υπονοώντας μια σχετική απαισιοδοξία η οποία ήταν απόρροια μάλλον της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη.

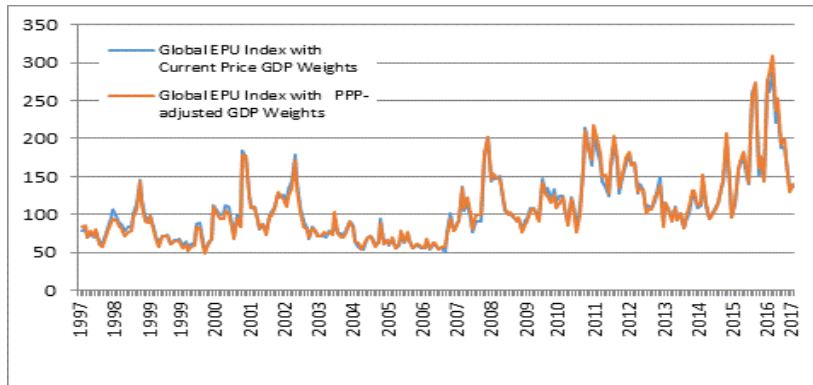
Από το τέλος του 2015 ο δείκτης έχει μια ελαφρά ανοδική πορεία και βρίσκεται, πια, σε επίπεδα άνω του 100, πλησιάζοντας τις 110 μονάδες, όπου φαίνεται ότι το κλίμα από απαισιόδοξο, γυρίζει σιγά-σιγά και γίνεται από ουδέτερο έως και ελαφρά αισιόδοξο.

2.2.3 Δείκτης Global EPU

Ο δείκτης Global Economic Policy Uncertainty (GEPU) «τρέχει» από τον Ιανουάριο 1997 έως και σήμερα και αποτελεί ένα σταθμισμένο μέσο όρο των επιμέρους δεικτών EPU για 18 χώρες (Αυστραλία, Βραζιλία, Καναδάς, Χιλή, Κίνα, Γαλλία, Γερμανία, Ινδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ολλανδία, Ρωσία, Νότια Κορέα, Ισπανία, Σουηδία, Μεγάλη Βρετανία και ΗΠΑ), όπου ως σταθμίσεις χρησιμοποιείται το ΑΕΠ της κάθε χώρας (http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

Ο κάθε επιμέρους εθνικός δείκτης EPU αντανακλά τη σχετική συχνότητα των άρθρων σε εγχώριες εφημερίδες που περιέχουν όρους που αφορούν την οικονομία (economy – E), την πολιτική (Policy – P) και την αβεβαιότητα (Uncertainty – U). Με άλλα λόγια, ο κάθε μηνιαίος εθνικός EPU δείκτης είναι αναλογικός ως προς το μερίδιο άρθρων σε εφημερίδες που ασχολούνται με την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής στον αντίστοιχο μήνα. Κατόπιν, ο κάθε εθνικός μηνιαίος δείκτης «κανονικοποιείται» έχοντας ένα μέσο όρο την τιμή 100 λαμβάνοντας υπόψη τα έτη από 1997 έως και 2015 και όπου υπάρχουν τυχόν χαμένες τιμές χρησιμοποιείται η στατιστική τεχνική της παλινδρόμησης προκειμένου να ανακτηθούν – εκτιμηθούν. Έτσι, έχοντας, πια τιμές για όλες τις 18 χώρες υπολογίζεται ο ολικός παγκόσμιος σταθμικός μέσος όρος, χρησιμοποιώντας ως συντελεστές στάθμισης τα ΑΕΠ των επιμέρους χωρών, όπου το ΑΕΠ λαμβάνεται από τη βάση οικονομικών δεδομένων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Στο πλαίσιο αυτό, ο παγκόσμιος δείκτης υπολογίζεται κάτω από δύο εκδοχές. Η μία βασίζεται στις τρέχουσες τιμές του ΑΕΠ και οι άλλες στις προσαρμοσμένες για την σχέση αγοραστικής δύναμης (Purchasing Power Parity – PPP). Αξίζει να σημειωθεί ότι οι 18 χώρες που συνθέτουν το δείκτη αναλογούν στα δύο τρίτα του παγκόσμιου ΑΕΠ, μετρημένο με προσαρμογή στην PPP, ή στα τρίτα τέταρτα του σε τρέχουσες τιμές.

Σχήμα 2.3, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Global EPU



Πηγή: http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

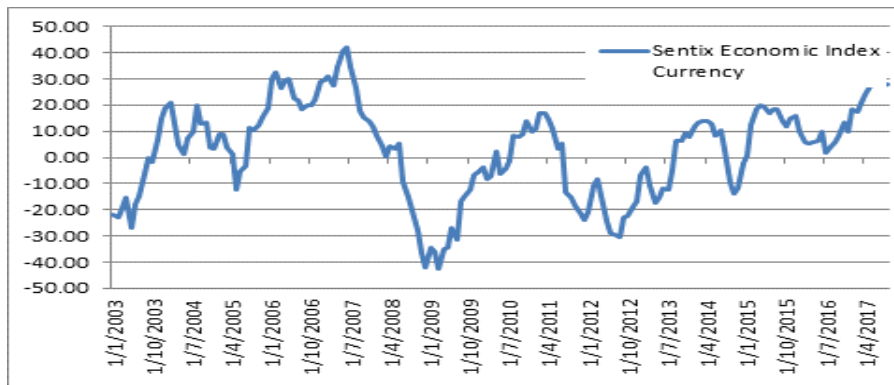
Την περίοδο 2003 έως 2008 ο δείκτης ήταν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, αλλά και χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις, υπονοώντας ένα χαμηλό επίπεδο οικονομικής αβεβαιότητας σε παγκόσμιο επίπεδο. Μετά το 2008, λόγω της παγκόσμιας κρίσης ο δείκτης αυτός βρίσκεται σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα, υπονοώντας υψηλότερη οικονομική αβεβαιότητα, και μάλιστα διακρίνεται μια σχετικά ανοδική τάση, όπου κύριο χαρακτηριστικό είναι και οι έντονες διακυμάνσεις του, υπονοώντας ότι εκτός του ότι η αβεβαιότητα στην οικονομική πολιτική σε παγκόσμιο επίπεδο βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα γενικότερα γνωρίζει απότομες πτώσεις και ανόδους, υπονοώντας ότι το γενικότερο κλίμα για την οικονομική αβεβαιότητα αλλάζει πολύ εύκολα.

2.2.4 Sentix Economic Index Currency

Ο δείκτης αυτός μετράει, σε μηνιαία βάση, την οπτική της οικονομίας της Ευρωζώνης τους τελευταίους 6 μήνες κάθε φορά. Ο σχηματισμός της τιμής του δείκτη προκύπτει από μια σχετική έρευνα που διεξάγεται ανάμεσα σε περίπου 2.800 επενδυτές και αναλυτές από την περιοχή της ευρωζώνης.

Μια τιμή του δείκτη πάνω από το μηδέν υπονοεί ένα αισιόδοξο κλίμα και θετικές προοπτικές για την οικονομία της ευρωζώνης, ενώ μια τιμή κάτω από το μηδέν υπονοεί μια αντίστοιχη απαισιοδοξία και όχι και τόσο θετικές προοπτικές (<https://www.investing.com/economic-calendar/sentix-investor-confidence-268>).

Σχήμα 2.4, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη *Sentix Economic Index Currency*



Πηγή: <https://www.investing.com/economic-calendar/sentix-investor-confidence-268>

Ο δείκτης αυτός είχε αρκετές διακυμάνσεις για όλη την εξεταζόμενη περίοδο 2003-2017. Πάντως, αμέσως μετά την παγκόσμια κρίση γνώρισε μια απότομη πτώση και έφρασε στις αρχές του 2009 σε ιστορικό χαμηλό, δείχνοντας μια μεγάλη απαισιοδοξία για τις προοπτικές της οικονομίας της ευρωζώνης. Από εκεί και ύστερα ο δείκτης έχει κάποιες κυκλικές διακυμάνσεις που τον φέρνουν πότε σε θετικό πρόσημο και πότε, πιο συνήθως σε αρνητικό πρόσημο. Πάντως, αξίζει να σημειωθεί ότι το κατώτατο σημείο ενός διαφαινόμενου κύκλου στα μέσα του 2016 βρέθηκε σε θετικό πρόσημο, δείχνοντας ότι τελευταία, παρά τις όποιες διακυμάνσεις τείνει να διαμορφώνεται ένα μάλλον αισιόδοξο κλίμα για θετικές προσδοκίες για την οικονομία της ευρωζώνης, σύμφωνα με αυτόν τον δείκτη.

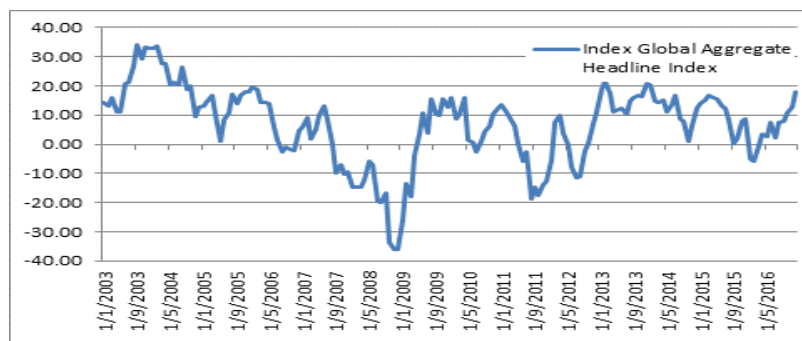
2.2.5 Global Aggregate Headline Index

Ο δείκτης αυτός μετράει την εμπιστοσύνη που έχουν οι καταναλωτές βάσει της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης, ως προς το να είναι πρόθυμοι να ξοδέψουν για αγαθά και υπηρεσίες, αλλά μετράει παράλληλα και τις προσδοκίες που έχουν για την μελλοντική πορεία της οικονομίας. Ουσιαστικά ο δείκτης προκύπτει ως μέσος όρος των επιμέρους δύο αυτών μετρήσεων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι στάσεις και προσδοκίες των καταναλωτών, για αυτόν τον δείκτη, βασίζονται στις ειδήσεις που ακούνε από τα διάφορα ΜΜΕ. Βάσει, λοιπόν, των δύο αυτών συνιστωσών, συντίθεται ο συνολικός σχετικός δείκτης (<https://www.sentix.de/index.php/en/sentix-Economic-Factsheets/global-aggregate.html>).

Η ποσοτική μέτρηση του δείκτη αυτού λαμβάνει, ως κλίμακα μέτρησης, θετικές και αρνητικές τιμές. Οι θετικές τιμές αντιστοιχούν σε μια αισιοδοξία από την μεριά των καταναλωτών, ενώ οι αρνητικές τιμές σε μια πιο απαισιόδοξη στάση. Προφανώς, τιμές του δείκτη κοντά στο μηδέν υπονοούν μια πιο ουδέτερη στάση των καταναλωτών, με τη λογική ότι δεν είναι ούτε ιδιαίτερα αισιόδοξοι, αλλά ούτε και τόσο απαισιόδοξοι.

Ο δείκτης αυτός χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις γενικά σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Μάλιστα, αρκετά πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση εμφάνιζε μια εμφανή πτωτική πορεία φτάνοντας σε ιστορικό χαμηλό στις αρχές του 2009, όπου υπονοείται το πλέον αρνητικά διαμορφωμένο οικονομικό κλίμα. Από εκεί και ύστερα, ο δείκτης εμφάνισε μια απότομη άνοδο όπου επανήλθε σε επίπεδα πότε πάνω πότε κάτω από το μηδέν χωρίς να διαμορφώνει κάποια ιδιαίτερη τάση. Αξίζει να σημειωθεί ότι εμφάνισε και ένα ακόμη ιστορικό χαμηλό στα τέλη του 2011. Εντούτοις, από τις αρχές του 2013 μόνο σε μια περίπτωση βρέθηκε κάτω από το μηδέν, υπονοώντας ότι γενικά διαμορφώνεται ένα μάλλον θετικό κλίμα χωρίς, όμως, να γίνεται και τόσο υπέρ-αισιόδοξο. Πάντως, σύμφωνα με αυτόν τον δείκτη, το κλίμα τείνει να φτάσει στα επίπεδα που βρισκόταν και την περίοδο προ κρίσης.

Σχήμα 2.5, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Global Aggregate Headline Index



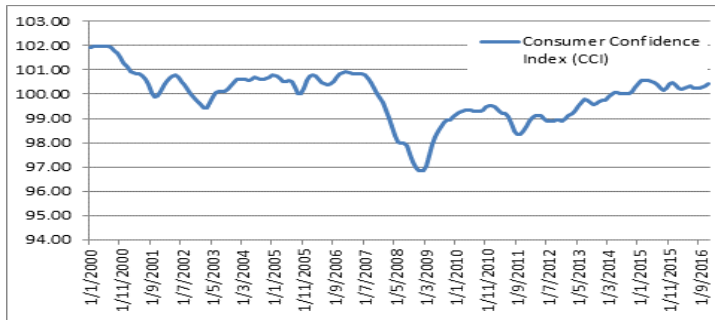
Πηγή: <https://www.sentix.de/index.php/en/sentix-Economic-Factsheets/global-aggregate.html>

2.2.6 Consumer Confidence Index (CCI)

Πρόκειται για έναν δείκτη μέτρησης εμπιστοσύνης των καταναλωτών, όπου μετράει την αισιοδοξία ή την απαισιοδοξία τους σχετικά με τις κοντινές μελλοντικές οικονομικές συνθήκες και πιο συγκεκριμένα στην οικονομία των ΗΠΑ. Η ιδέα πίσω από αυτόν τον δείκτη είναι ότι εάν οι καταναλωτές είναι αισιόδοξοι θα τείνουν να αυξάνουν τη ζήτηση τους για αγαθά και υπηρεσίες, κάτι που αναμένεται να δώσει ώθηση στην οικονομία γενικότερα (<http://www.investopedia.com/terms/c/cci.asp>).

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται κάθε τελευταία Πέμπτη του μήνα και αποτελεί ένα βαρόμετρο για την κατάσταση της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς βασίζεται στην αντίληψη των καταναλωτών για τις τρέχουσες συνθήκες στις επιχειρήσεις και στην αγορά εργασίας αλλά και στις προσδοκίες τους αυτές και για τα εισοδήματά τους για τους επόμενους 6 μήνες. Η κατασκευή του δείκτη πραγματοποιείται από ένα εντεταλμένο συμβούλιο με τη συμμετοχή μιας μεγάλης εταιρείας οικονομικών ερευνών (Nielsen) και κατασκευάζεται βάσει μιας έρευνας σε 5.000 νοικοκυριά. Η κατασκευή του δείκτη έχει ξεκινήσει από το 1967 σε δίμηνη βάση, ενώ από το 1977 είναι, πια σε μηνιαία βάση. Η έρευνα αυτή αποτελείται από δύο ερωτήσεις που αφορούν τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες και τρεις που αφορούν τις μελλοντικές προσδοκίες. Σε κάθε ερώτηση υπάρχουν τρεις δυνατές απαντήσεις: θετική, αρνητική και ουδέτερη.

Σχήμα 2.6, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Consumer Confidence Index (CCI)



Πηγή: <http://www.investopedia.com/terms/c/ci.asp>

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται κάθε τελευταία Πέμπτη του μήνα και αποτελεί ένα βαρόμετρο για την κατάσταση της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς βασίζεται στην αντίληψη των καταναλωτών για τις τρέχουσες συνθήκες στις επιχειρήσεις και στην αγορά εργασίας αλλά και στις προσδοκίες τους αυτές και για τα εισοδήματά τους για τους επόμενους 6 μήνες. Η κατασκευή του δείκτη πραγματοποιείται από ένα εντεταλμένο συμβούλιο με τη συμμετοχή μιας μεγάλης εταιρείας οικονομικών ερευνών (Nielsen) και κατασκευάζεται βάσει μιας έρευνας σε 5.000 νοικοκυριά. Η κατασκευή του δείκτη έχει ξεκινήσει από το 1967 σε δίμηνη βάση, ενώ από το 1977 είναι, πια σε μηνιαία βάση. Η έρευνα αυτή αποτελείται από δύο ερωτήσεις που αφορούν τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες και τρεις που αφορούν τις μελλοντικές προσδοκίες. Σε κάθε ερώτηση υπάρχουν τρεις δυνατές απαντήσεις: θετική, αρνητική και ουδέτερη.

Ο δείκτης αυτός θεωρείται ότι προηγείται των βασικών δεικτών οικονομικής πορείας για την οικονομία των ΗΠΑ και για αυτό θεωρείται κρίσιμης σημασίας η επίβλεψη του, έτσι ώστε να λαμβάνονται έγκυρα μέτρα που θα αναχαιτίσουν, πιθανόν, μια κακή οικονομική πορεία.

Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών ήταν σε αρκετά υψηλά επίπεδα και με μικρές διακυμάνσεις την περίοδο πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση. Μετά από αυτήν την περίοδο υπήρχε μια μεγάλη πτώση που έφτασε σε ένα ιστορικό χαμηλό στις αρχές του 2009. Από εκεί και ύστερα, η πορεία του δείκτη είναι σχετικά ανοδική με πολύ μικρές διακυμάνσεις.

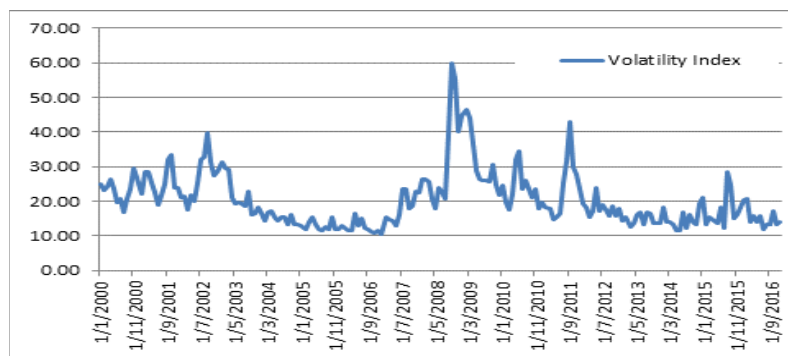
Πάντως, μόλις μετά το τέλος του 2014 το επίπεδο της εμπιστοσύνης αρχίζει και ξεπερνάει δειλά-δειλά το επίπεδο 100 που υποδηλώνει μια ουδέτερη στάση, δείχνοντας ότι το επίπεδο εμπιστοσύνης των καταναλωτών στις ΗΠΑ αρχίζει μεν να γίνεται κάπως πιο θετικό, αλλά με πολύ αργά βήματα και δεν έχει ανακτήσει ακόμη το επίπεδο που βρισκόταν προ κρίσης.

2.2.7 Volatility Index (VIX)

Ο δείκτης αυτός δείχνει τις προσδοκίες της χρηματιστηριακής αγοράς των ΗΠΑ ως προς την μεταβλητότητα (volatility) των επόμενων 30 ημερών (<http://www.investopedia.com/terms/v/vix.asp>). Κατασκευάζεται χρησιμοποιώντας τις τεκμαρτές μεταβλητότητες (implied volatilities) από ένα μεγάλο εύρος δικαιωμάτων προαίρεσης του χρηματιστηριακού δείκτη S&P 500. Αυτό σημαίνει ότι λαμβάνει υπόψη του όχι την ιστορική μεταβλητότητα, αλλά την προβλεπόμενη μελλοντική μεταβλητότητα, η οποία υπολογίζεται από τιμές δικαιωμάτων αγοράς (calls) και πώλησης (puts) και αποτελεί ένα μέτρο του κινδύνου αγοράς που δείχνει και το λεγόμενο φόβο των επενδυτών.

Ο δείκτης αυτός αποτελεί μια πρώτη επιτυχημένη απόπειρα να μετρηθεί όχι το επίπεδο τιμών των μετοχών, αλλά η μεταβλητότητα τους. Εισήχθηκε το 1993, ενώ το 2004 επεκτάθηκε σε περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης προκειμένου να μετράει την μεταβλητότητα της αγοράς με ακόμη πιο ακριβή τρόπο. Τιμές του δείκτη άνω του 30 υπονοούν πολύ υψηλή μεταβλητότητα και τιμές κάτω από το 20 υπονοούν μια πολύ χαμηλή μεταβλητότητα.

Σχήμα 2.7, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Volatility Index (VIX)



Πηγή: <http://www.investopedia.com/terms/v/vix.asp>

Ο δείκτης αυτός είχε κάποιες διακυμάνσεις στις αρχές του 21ου αιώνα και λίγα χρόνια πριν την κρίση είχε και μια μικρή πτωτική τάση φτάνοντας σε ένα ιστορικό χαμηλό στα τέλη του 2006 αρκετά κάτω από το επίπεδο 20 υποδηλώνοντας μια πολύ χαμηλή μεταβλητότητα. Μετά, όμως, την παγκόσμια οικονομική κρίση, το επίπεδο του δείκτη έφτασε σε ένα ιστορικό υψηλό, στις αρχές του 2009, πολύ πάνω από την τιμή 30, σχεδόν το διπλάσιο, υποδηλώνοντας την μεγαλύτερη αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική κατάσταση. Μετά την κρίση, το επίπεδο του δείκτη είχε μεν μια πτωτική τάση, αλλά με κάποιες έντονες διακυμάνσεις που έφεραν ένα ακόμη ιστορικό υψηλό το Φθινόπωρο του 2011, ξεπερνώντας κατά πολύ την τιμή 30, υπονοώντας ότι υπήρχε ακόμα έκδηλη μια σχετική αβεβαιότητα. Από εκεί και ύστερα, πάντως, η πορεία του δείκτη ακολουθεί μια πορεία χωρίς τάση και με μικρές διακυμάνσεις και βρίσκεται στα επίπεδα που ήταν και λίγο πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση, κάτω από την τιμή 20, υποδηλώνοντας μια σχετικά μικρή μεταβλητότητα.

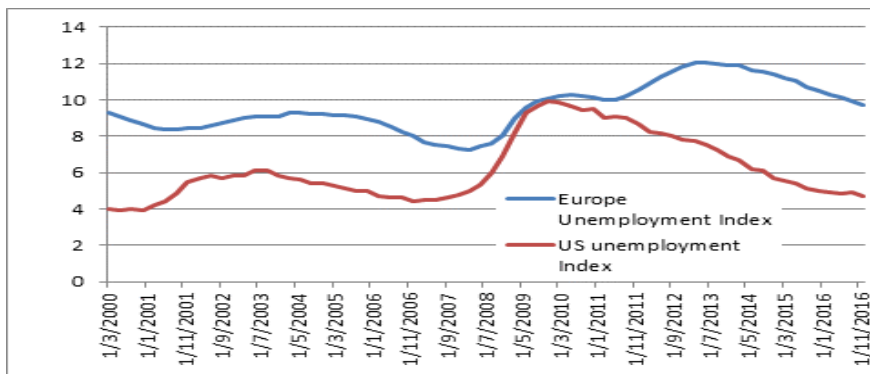
2.2.8 Δείκτες Ανεργίας σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη

Ο ρυθμός ανεργίας είναι το ποσοστό του εργατικού δυναμικού που βρίσκεται χωρίς απασχόληση και εκφράζεται ως ποσοστό %. Αποτελεί ένα δείκτη που έπεται των βασικών δεικτών της πορείας μιας οικονομίας, υπονοώντας ότι δείχνει τα δυσμενή αποτελέσματα μιας

κακής οικονομικής πορείας και δεν αποτελεί ένα δείκτη που να προειδοποιεί. Όταν η οικονομία δεν βρίσκεται σε καλή κατάσταση, τότε είναι λογικό να μειώνονται οι θέσεις εργασίας και να αυξάνει ο ρυθμός ανεργίας. Αντίθετα, όταν η οικονομία είναι σε καλή κατάσταση, τότε οι θέσεις εργασίες είναι λογικό να αυξάνονται οδηγώντας σε πτώση το ρυθμό ανεργίας.

Το επίσημο μέτρο που καθορίζει το δείκτη είναι ανεργίας είναι αυτό που μετράει ως ανέργους αυτούς που είναι πρόθυμοι και μπορούν να εργαστούν και που έχουν αναζητήσει απασχόληση τις τελευταίες 4 εβδομάδες. Όσοι απασχολούνται εποχιακά ή έκτακτα υπό καθεστώς είτε πλήρους είτε μερικής απασχόλησης και εργάζονται τουλάχιστο 15 ώρες εβδομαδιαίως θεωρούνται ως εργαζόμενοι. Με βάση αυτούς τους ορισμούς των ανέργων και των εργαζόμενων, το ποσοστό ανεργίας υπολογίζεται διαιρώντας τον αριθμό των ανέργων ως προς τον αριθμό του συνόλου του εργατικού δυναμικού που αποτελείται από το άθροισμα των εργαζομένων και των ανέργων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι άτομα που θέλουν να εργαστούν αλλά δεν μπορούν (πχ ΑΜΕΑ) ή άτομα που δεν αναζητούν εργασία για πάνω από 4 εβδομάδες δεν προσμετρούνται στους ανέργους και άρα δεν αποτελούν μέρος του συνολικού εργατικού δυναμικού.

Σχήμα 2.8, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Ανεργίας σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη



Πηγή: <http://www.investopedia.com/terms/u/unemploymentrate.asp>

Αυτή η πρακτική θεωρείται, πάντως, ότι εξωραΐζει, σε κάποιο βαθμό, την εικόνα της ανεργίας και έχει δεχτεί τις ανάλογες κριτικές. Μια ακόμη κριτική υπάρχει για το γεγονός ότι δεν διαχωρίζει την πλήρη από την μερική απασχόληση και την μόνιμη από την έκτακτη. Πάντως, ο ρυθμός ανεργίας προσαρμόζεται για την εποχικότητα, ιδιαίτερα για τις εποχιακές προσλήψεις σε συγκεκριμένους κλάδους, προκειμένου να προκύπτει ένα πιο αξιόπιστο μέτρο ανεργίας.

Οι δείκτες ανεργίας σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη ακολουθούν μια σχεδόν παράλληλη πορεία μέσα στον 21^ο αιώνα. Πριν την κρίση η ανεργία ήταν σαφώς υψηλότερη στην Ευρωζώνη ενώ η πορεία του ήταν χωρίς κάποια ιδιαίτερη τάση. Κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας κρίσης τα ποσοστά ανέβηκαν, όπου αυτό της ΗΠΑ έφτασε σχεδόν της Ευρωζώνης. Μετά το ιστορικό υψηλό στις αρχές του 2010, ο ρυθμός ανεργίας στις ΗΠΑ μειώνεται συνεχώς φτάνοντας στα επίπεδα που είχε πριν την κρίση, ενώ στην Ευρωζώνη γνώρισε μια ακόμη ανοδική πορεία μέχρι το τέλος του 2013, απόρροια πιθανόν της κρίσης χρέους στην περιοχή, και από εκεί και ύστερα ακολουθεί μια πτωτική πορεία τείνοντας στα επίπεδα προ κρίσης.

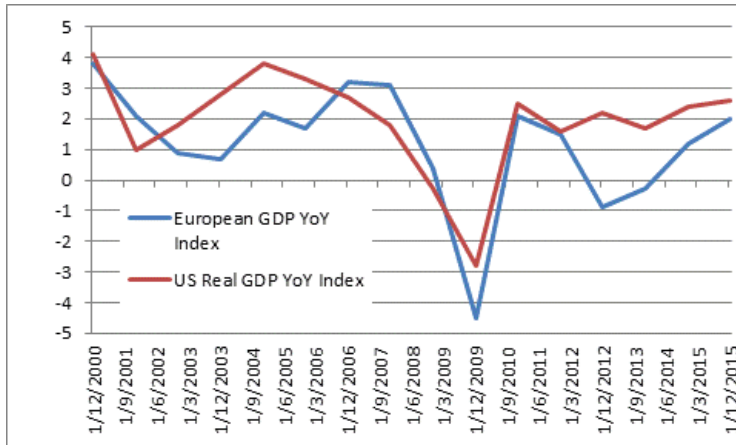
2.2.9 Ρυθμοί Ανάπτυξης (Δείκτες Ρυθμού Μεταβολής του ΑΕΠ)

Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (Gross Domestic Product – GDP), γνωστό και ως ΑΕΠ μετράει την χρηματική αξία όλων των αγαθών των τελικών προϊόντων και αγαθών που παράχθηκαν σε μια οικονομία σε ετήσια βάση, ενώ σε μερικές χώρες, όπως πχ στις ΗΠΑ μετράται ακόμα και σε τριμηνιαία βάση. Το ΑΕΠ αποτελεί το κατεξοχήν μέτρο οικονομικής δραστηριότητας και τον δείκτη που δείχνει την πορεία μιας οικονομίας (<http://www.investopedia.com/terms/g/gdp.asp>). Δείχνει, επίσης, και το επίπεδο διαβίωσης κατά κάποιο τρόπο.

Προκειμένου να αποφευχθεί η επίδραση του πληθωρισμού, το ΑΕΠ αποπληθωρίζεται και υπολογίζεται το μέτρο αυτό σε σταθερές τιμές (πραγματικό ΑΕΠ). Επίσης, για να είναι συγκρίσιμο το ΑΕΠ μεταξύ χωρών που έχουν σημαντικά διαφορετικό πληθυσμό διαιρείται το πραγματικό ΑΕΠ με τον πληθυσμό προκειμένου να προκύψει το κατά κεφαλή ΑΕΠ.

Η ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού κατά κεφαλή ΑΕΠ είναι αυτό που ονομάζεται ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας και αποτελεί το κατεξοχήν δείκτη πορείας μιας οικονομίας και της οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα.

Σχήμα 2.9, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη Ρυθμού Ανάπτυξης σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη



Πηγή: <http://www.investopedia.com/terms/g/gdp.asp>

Οι ρυθμοί ανάπτυξης σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη εξελίσσονται σχεδόν παράλληλα κατά τον 21^ο αιώνα. Πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση, ο ρυθμός ανάπτυξης στις ΗΠΑ ήταν λίγο υψηλότερος. Μετά την οικονομική κρίση οι ρυθμοί ανάπτυξης μειώνονται δραματικά και γίνονται έντονα αρνητικοί, φτάνοντας σε ένα υψηλότερο ιστορικό χαμηλό στις αρχές του 2009 όπου και πάλι στην Ευρωζώνη η ύφεση ήταν πιο έντονη. Από εκεί και ύστερα ακολουθεί μια περίοδος με ανοδικές τάσεις έως και το 2011. Από τότε οι ρυθμοί ανάπτυξης στις ΗΠΑ έχουν σταθεροποιητικές τάσεις στα επίπεδα και πριν την κρίση, ανάμεσα στο 2% και 3%, ενώ στην Ευρωζώνη υπάρχει μια ακόμη πτώση που οδηγεί σε αρνητικούς ρυθμούς κατά τα έτη 2012 και 2013, απόρροια της κρίσης χρέους στην ευρύτερη περιοχή. Από εκεί και ύστερα, οι ρυθμοί ανάπτυξης και εκεί γυρίζουν σε θετικό πρόσημο δείχνοντας μάλιστα μια μικρή τάση για ανοδική πορεία.

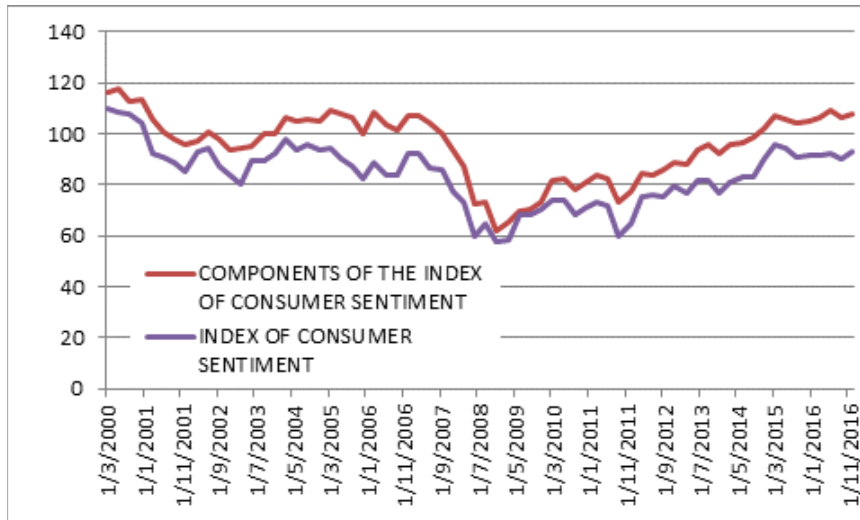
2.2.10 University of Michigan Consumer Sentiment Index

Ο δείκτης αυτός μετράει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και δημοσιεύεται σε μηνιαία βάση από το Πανεπιστήμιο του Μίσιγκαν (Curtin, 2007). Οι τιμές του δείκτη κανονικοποιούνται, έτσι ώστε να έχουν βάση την τιμή 100 που αντιστοιχεί τον Δεκέμβριο του 1964. Κάθε μήνα διεξάγονται περί τις 500 συνεντεύξεις με δείγμα από όλες τις πολιτείες των ΗΠΑ, όπου τίθενται 50 κύριες ερωτήσεις που αφορούν την παρούσα οικονομική κατάσταση του ερωτώμενου και τη δυνατότητα του να ξοδεύει, τις προσδοκίες που έχει για την οικονομία σε βραχυχρόνιο και σε μακροχρόνιο πλαίσιο, αλλά και το ποιές είναι εκείνες οι προϋποθέσεις να αγοράζει διαρκή αγαθά.

Ο δείκτης αυτός προηγείται των βασικών οικονομικών δεικτών και έχει στόχο να αποκαλύψει τη στάση των καταναλωτών ως προς το πόσο μπορούν να ξοδεύουν, το επιχειρηματικό κλίμα που κυριαρχεί και να προλάβει έτσι να προβλέψει έγκαιρα τις όποιες μεταβολές θα προκύψουν στην οικονομία σε εθνικό επίπεδο. Γενικά, προσπαθεί να εκτιμήσει το πόσο αισιόδοξοι ή απαισιόδοξοι είναι οι καταναλωτές από την παρούσα και μελλοντική οικονομική κατάσταση και να μπορούν να γίνουν πιο ασφαλείς προβλέψεις για το πόσο μπορούν να ξοδέψουν και, άρα, ποιο θα είναι το επίπεδο της ζήτησης για διάφορα αγαθά και υπηρεσίες.

Το πανεπιστήμιο του Μίσιγκαν εκτός από τον κύριο δείκτη εμπιστοσύνης (Index of Consumer Sentiment), υπολογίζει και έναν δείκτη που αποτελείται από διάφορες συνιστώσες (Components of the Index of Consumer Sentiment), όπως οι προσδοκίες των καταναλωτών και οι τρέχουσες οικονομικές συνθήκες (<http://www.sca.isr.umich.edu/>).

Σχήμα 2.10, Ιστορική Εξέλιξη Δείκτη University of Michigan Consumer Sentiment



Πηγή: <http://www.sca.isr.umich.edu/>

Παρατηρείται ότι και οι δύο αυτοί δείκτες έχουν παράλληλη πορεία διαχρονικά, υπονοώντας ότι εξηγούν με τον ίδιο τρόπο το επιχειρηματικό κλίμα και την αίσθηση που υπάρχει στους καταναλωτές. Πιο συγκεκριμένα, πριν την παγκόσμια κρίση, οι δείκτες είχαν μια σταθερή σχετικά πορεία η οποία κατά τη διάρκεια της κρίσης γνώρισε μια μεταβολή και ένα χαμηλό ιστορικό στις αρχές του 2009. Μετά, οι δείκτες ακολούθησαν μια σχετικά ανοδική πορεία η οποία είχε ένα ακόμη ιστορικό χαμηλό προς το τέλος του 2011, κάτι που μάλλον αποτελεί απόρροια της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Από εκεί και ύστερα η ανοδική πορεία συνεχίζεται απρόσκοπτα και το επίπεδο της εμπιστοσύνης τείνει να φτάσει στα επίπεδα που βρισκόταν προ κρίσης.

2.2.11 Τελική Σύνοψη

Στις παραπάνω υπό-ενότητες παρουσιάστηκαν διάφοροι δείκτες εμπιστοσύνης από τους πιο δημοφιλείς, ενώ ως δείκτες εμπιστοσύνης μπορεί να θεωρηθούν και βασικοί οικονομικοί δείκτες όπως ο ρυθμός ανεργίας και ο ρυθμός ανάπτυξης.

Ο κάθε δείκτης έχει τη δική του μεθοδολογία κατασκευής και μέτρησης, αλλά είναι εμφανής ο κοινός στόχος να μετρηθεί η εμπιστοσύνη που έχουν καταναλωτές και επιχειρηματίες από την πορεία της οικονομίας στην τρέχουσα φάση της και για τις μελλοντικές προσδοκίες που διαμορφώνουν.

Η ιστορική εξέλιξη σχεδόν όλων των δεικτών ήταν παρόμοια με την έννοια ότι υπήρχε μια σχετική σταθερότητα, με τις όποιες διακυμάνσεις την περίοδο πριν την κρίση, ενώ την διετία 2008-2009 υπήρξε μια σχετική επιδείνωση, καθώς λόγω του ξεσπάσματος της κρίσης είναι λογικό το επιχειρηματικό κλίμα να μην είναι και το καλύτερο και η εμπιστοσύνη των καταναλωτών να έχει κλονιστεί και να μην υπάρχουν γενικά θετικές προσδοκίες και θετικό κλίμα. Από εκεί και ύστερα όλοι οι δείκτες έδειξαν βελτίωση του κλίματος με μια εξαίρεση μια νέα επιδείνωση στα τέλη του 2011 η οποία μάλλον οφείλεται στην κρίση χρέους της Ευρωζώνης η οποία και πάλι κλόνησε την εμπιστοσύνη και των καταναλωτών και του επιχειρηματικού κόσμου. Μετά και από αυτή την χρονιά, η βελτίωση του κλίματος είναι μάλλον εμφανής, σύμφωνα με όλους σχεδόν τους προαναφερθέντες δείκτες.

Το ότι όλοι ακολουθούν μια τέτοια παράλληλη πορεία και μάλιστα συμβατή με τα διάφορα σημαντικά οικονομικά συμβάντα, υπονοεί ότι μάλλον καταφέρνουν να μετρήσουν αξιόπιστα την εμπιστοσύνη καταναλωτών και επιχειρηματιών και να αποτυπώνουν έγκυρα το γενικότερο επιχειρηματικό κλίμα που κυριαρχεί. Συνεπώς, οι δείκτες αυτοί μπορούν να παίξουν το ρόλο τους ως δείκτες που προηγούνται των βασικών οικονομικών δεικτών και να αποτελέσουν εργαλεία πρόληψης και λήψης κατάλληλων οικονομικών πολιτικών από τη μεριά των αρχών σε κάθε επίπεδο.

Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η μεθοδολογία έρευνας που ακολουθήθηκε για το εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο τμήμα παρουσιάζεται το θέμα της έρευνας και τα ερευνητικά ερωτήματα που τίθενται. Στο δεύτερο τμήμα παρουσιάζεται η στατιστική και η οικονομετρική μεθοδολογία και στο τρίτο τμήμα παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν το δείγμα που θα χρησιμοποιηθεί.

3.1 Θέμα Έρευνας

Στην παρούσα εργασία το κύριο ζητούμενο είναι να εξεταστεί η σχέση των Ε&Σ με το επιχειρηματικό κλίμα και την εμπιστοσύνη που δείχνουν οι καταναλωτές στην οικονομία, όπως αυτά αποτυπώνονται από διάφορους δείκτες εμπιστοσύνης (sentiment indices). Στο πλαίσιο αυτού του κεντρικού ερευνητικού θέματος διατυπώνονται οι παρακάτω 3 ερευνητικές ερωτήσεις:

- 1) Ποια είναι η σχέση ανάμεσα στην συνολική δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος ολοκληρωμένων και μη σχετικών αρχικών συμφωνιών) και στο επίπεδο της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και του επιχειρηματικού κλίματος
- 2) Ποια είναι η σχέση ανάμεσα στο ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ ως προς την συνολική σχετική δραστηριότητα και στο επίπεδο της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και του επιχειρηματικού κλίματος
- 3) Πόσο τυχόν διαφέρει ο χρόνος ολοκλήρωσης μιας Ε&Σ ανάλογα με τον κλάδο και το μέγεθος της εξαγοράζουσας επιχείρησης

Η πρώτη ερευνητική υπόθεση έχει στόχο να συσχετίσει κατά πόσο ένα αυξημένο επίπεδο επιχειρηματικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης συνδέεται με μια αυξημένη δραστηριότητα E&Σ, δηλαδή με ένα αυξημένο πλήθος αρχικών τέτοιων συμφωνιών, ασχέτου ποιες από αυτές θα καταλήξουν να είναι ολοκληρωμένες ή όχι. Η λογική είναι ότι όσο το επιχειρηματικό κλίμα είναι πιο ευνοϊκό και υπάρχει αισιοδοξία και θετικές προσδοκίες, όπως αυτό αποτυπώνεται από μια αντίστοιχη υψηλή ή χαμηλή τιμή κάποιων σχετικών δεικτών, τόσο ευνοούνται οι διάφορες επιχειρηματικές αποφάσεις για επενδύσεις, καθώς οι επιχειρηματίες είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ρίσκα, ενώ και η χρηματοδότηση είναι πιο εύκολη. Μέσα σε αυτές, είναι και οι αποφάσεις για E&Σ και, επομένως, εκτιμάται ότι θα υπάρχει μια τάση για αυξημένο πλήθος τέτοιων συμφωνιών, άσχετα εάν θα καταλήγουν σε ολοκλήρωση. Αντίστοιχα, όσο το επιχειρηματικό κλίμα είναι λιγότερο ευνοϊκό και υπάρχει απαισιοδοξία και λιγότερο θετικές προσδοκίες, όπως αυτό αποτυπώνεται από μια υψηλή ή χαμηλή τιμή των σχετικών δεικτών, τόσο λιγοστεύει ο όγκος των διαφόρων επιχειρηματικών αποφάσεων για επενδύσεις, καθώς υπάρχει φόβος και δεν επιθυμείται τόσο πολύ η ανάληψη επιχειρηματικού ρίσκου, ενώ και η χρηματοδότηση δεν είναι τόσο εύκολη. Έτσι, ανάλογα θα λιγοστεύει και το πλήθος επιχειρηματικών συμφωνιών όπως είναι μια E&Σ.

Η δεύτερη ερευνητική υπόθεση έχει στόχο να συσχετίσει κατά πόσο ένα αυξημένο επίπεδο επιχειρηματικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης συνδέεται με ένα αυξημένο ποσοστό ολοκλήρωσης συμφωνιών E&Σ. Η λογική είναι ότι σε ένα πιο ευνοϊκό επιχειρηματικό κλίμα με αισιοδοξία και θετικές προσδοκίες, το ηθικό της ανώτατης διοίκησης θα είναι πιο υψηλό και θα μπορεί πιο εύκολα να περάσει σε όλο το προσωπικό τις θετικές προοπτικές που δημιουργούνται από μια ολοκλήρωση συμφωνίας E&Σ και έτσι η ενοποίηση του ανθρώπινου παράγοντα των εμπλεκόμενων μερών σε επίπεδο κουλτούρας είναι πιθανό να είναι πιο εύκολη και αποτελεσματική, με συνέπεια να κάνει τη διαδικασία της ολοκλήρωσης πιο πιθανό να πραγματοποιηθεί τελικά. Αντίθετα, σε ένα λιγότερο ευνοϊκό επιχειρηματικό κλίμα με απαισιοδοξία και λιγότερες θετικές προσδοκίες, ίσως η ανώτατη διοίκηση να μην μπορεί να περάσει θετικές προοπτικές από μια ολοκλήρωση E&Σ ή να μην μπορεί να διαχειριστεί το κακό κλίμα και τον τυχόν φόβο που κυριαρχεί σε όλο το προσωπικό, κάτι που σίγουρα δυσχεραίνει τη διαδικασία της ολοκλήρωσης και είναι πιθανό να την κάνει πιο δύσκολο να πραγματοποιηθεί εντέλει.

Η τρίτη ερευνητική υπόθεση έχει στόχο να εξετάσει κατά πόσο διαφέρει ο χρόνος ολοκλήρωσης μιας Ε&Σ ανάλογα με τον κλάδο και το μέγεθος της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Λογικά, σε κάποιους κλάδους οι συνθήκες να είναι τέτοιες που να επιτρέπουν τον χρόνο ολοκλήρωσης να είναι πιο άμεσος, ιδιαίτερα για κλάδους που ευνοούνται οι συσχετισμένες ή οι φιλικές Ε&Σ όπου εκεί αναμένεται να είναι πιο εύκολη και άμεση η τελική ολοκλήρωση μιας συμφωνίας Ε&Σ. Αντίθετα, σε κλάδους που είναι πιο συνηθισμένες οι λιγότερο συσχετισμένες ή οι εχθρικές Ε&Σ, εκεί εκτιμάται να είναι λιγότερη εύκολη και άμεση η όποια τελική ολοκλήρωση. Αντίστοιχα, εκτιμάται ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μιας επιχείρησης, τόσο πιο αργές θα είναι οι διαδικασίες απορρόφησης και τελικής ολοκλήρωσης συμφωνιών Ε&Σ.

3.2 Στατιστική και Οικονομετρική Μεθοδολογία

Η πρώτη ερευνητική υπόθεση που αφορά τη διερεύνηση σχέσης ανάμεσα στην δραστηριότητα Ε&Σ και στο επίπεδο διαφόρων δεικτών, εξετάζεται βάσει της εξειδίκευσης και της εκτίμησης του παρακάτω οικονομετρικού υποδείγματος:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \dots + \beta_I X_{it} + u_{it} \quad (3.1)$$

Y_{it} = πλήθος (ολοκληρωμένων και μη ολοκληρωμένων) Ε&Σ την περίοδο t

X_{jt} = επίπεδο του j δείκτη εμπιστοσύνης επιχειρηματικού κλίματος την περίοδο t

u_{it} = τυχαίο σφάλμα του υποδείγματος

Για δείκτες που η υψηλή τιμή τους σημαίνει υψηλή εμπιστοσύνη καταναλωτών και αισιόδοξο οικονομικό κλίμα αναμένεται ένα θετικό πρόσημο και στατιστικά σημαντικά συντελεστής β , ενώ για δείκτες που η υψηλή τιμή τους σημαίνει χαμηλή εμπιστοσύνη καταναλωτών και απαισιόδοξο οικονομικό κλίμα αναμένεται ένα αρνητικό πρόσημο και

στατιστικά σημαντικά συντελεστής β για να επικυρωθεί η σχέση του επιπέδου των δεικτών με την δραστηριότητα Ε&Σ.

Καθώς τα δεδομένα αποτελούν χρονολογικές σειρές, θα πρέπει να διεξαχθεί, πρώτα, έλεγχος στασιμότητας των εμπλεκόμενων μεταβλητών και εάν δεν τηρείται η σχετική προϋπόθεση της στασιμότητας, τότε θα πρέπει να εφαρμοστεί και έλεγχος συνολοκλήρωσης. Επίσης, καθώς η εξίσωση (3.1) αποτελείται από μεγάλο πλήθος ερμηνευτικών μεταβλητών που είναι πολύ πιθανό να συσχετίζονται μεταξύ τους, θα εξεταστεί η ύπαρξη υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας.

Για να εκτιμηθούν οι συντελεστές β_1, β_2 , κτλ θα εφαρμοστεί η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) στην εξίσωση (3.1). Για να αποφασιστεί ποιες θα είναι τελικά οι ερμηνευτικές μεταβλητές που συμμετέχουν στο τελικό υπόδειγμα, θα εφαρμοστεί η μέθοδος επιλογής μεταβλητών Stepwise. Μαζί με την τελική εκτίμηση θα πραγματοποιηθούν και διαγωνιστικοί έλεγχοι των καταλοίπων για διερεύνηση τυχόν παρουσία ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης, καθώς πρόκειται για στοιχεία χρονολογικών σειρών. Εάν παραβιάζεται κάποια υπόθεση, θα πραγματοποιηθεί η σχετική διόρθωση και ορθή επανεκτίμηση του υποδείγματος.

Η δεύτερη ερευνητική υπόθεση που αφορά τη διερεύνηση σχέσης ανάμεσα στο ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ και στο επίπεδο διαφόρων δεικτών, εξετάζεται βάσει της εξειδίκευσης και της εκτίμησης του παρακάτω οικονομετρικού υποδείγματος:

$$Y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \dots + \beta_j X_{jt} + u_{2t} \quad (3.2)$$

$$Y_{2t} = \text{ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ την περίοδο } t = \frac{\text{Πλήθος Ολοκληρωμένων Ε&Σ}}{\text{Πλήθος Ολοκληρωμένων και Μη Ε&Σ}}$$

X_{jt} = επίπεδο του j δείκτη εμπιστοσύνης επιχειρηματικού κλίματος την περίοδο t

u_{2t} = τυχαίο σφάλμα του υποδείγματος

Για δείκτες που η υψηλή τιμή τους σημαίνει υψηλή εμπιστοσύνη καταναλωτών και αισιόδοξο οικονομικό κλίμα αναμένεται ένα θετικό πρόσημο και στατιστικά σημαντικά συντελεστής β , ενώ για δείκτες που η υψηλή τιμή τους σημαίνει χαμηλή εμπιστοσύνη καταναλωτών και απαισιόδοξο οικονομικό κλίμα αναμένεται ένα αρνητικό πρόσημο και στατιστικά σημαντικά συντελεστής β , για να επικυρωθεί η σχέση του επιπέδου των δεικτών με το ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ.

Προφανώς και για την εκτίμηση της (3.2) θα διεξαχθούν οι προκαταρτικοί έλεγχοι στασιμότητας και υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας, ενώ θα εφαρμοστεί η μέθοδος εκτίμησης OLS με τη μέθοδο επιλογής μεταβλητών Stepwise, ενώ θα εξεταστεί η ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης και θα πραγματοποιηθούν τυχόν διορθώσεις και επανεκτιμήσεις εάν χρειάζεται.

Η τρίτη ερευνητική υπόθεση που αφορά τη διαφοροποίηση του χρόνου ολοκλήρωσης ανάλογα με τον κλάδο και το μέγεθος της εξαγοράζουσας επιχείρησης (το οποίο έχει μετρηθεί κατηγοριοποιώντας τις επιχειρήσεις σε μικρό, μεσαίο και μεγάλο μέγεθος με χρήση ποσοστημορίων), εξετάζεται με χρήση της ανάλυσης διακύμανσης κατά ένα παράγοντα (One Way ANOVA) με βάση τις παρακάτω υποθέσεις:

$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k \Leftrightarrow$ ο μέσος χρόνος δεν διαφέρει ανάμεσα στους k κλάδους

$H_1: \text{διαφορετικά} \Leftrightarrow$ ο μέσος χρόνος διαφέρει ανάμεσα στους k κλάδους

$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 \Leftrightarrow$ ο μέσος χρόνος δεν διαφέρει ανάμεσα στα τρία επίπεδα μεγέθους

$H_1: \text{διαφορετικά} \Leftrightarrow$ ο μέσος χρόνος διαφέρει ανάμεσα στα τρία επίπεδα μεγέθους

Εάν οι H_0 απορριφθούν τότε προκύπτει ότι ο χρόνος ολοκλήρωσης διαφοροποιείται ανά κλάδο. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να πραγματοποιηθούν και post-hoc έλεγχοι ανάμεσα

στους κλάδους και στα μεγέθη ανά δύο με σκοπό να διαπιστωθεί τελικά μεταξύ ποιων κλάδων και ποιων μεγεθών παρατηρούνται εντέλει διαφορές. Για να διεξαχθούν οι σχετικοί έλεγχοι, θα πρέπει να εξεταστεί πρώτα εάν τηρείται η προϋπόθεση της ισότητας διακυμάνσεων μεταξύ των ομάδων. Εάν δεν τηρείται, τότε θα εφαρμοστούν τα σχετικά κριτήρια που είναι προσαρμοσμένα για μη ισότητα διακυμάνσεων.

3.3 Δείγμα

Για να εξεταστούν οι ερευνητικές υποθέσεις μέσα από την στατιστική και οικονομετρική ανάλυση θα χρησιμοποιηθούν στοιχεία πλήθους ολοκληρωμένων και μη Ε&Σ, αλλά και στοιχεία που αφορούν το επίπεδο των δεικτών εμπιστοσύνης που παρουσιάστηκαν στο τμήμα 2.2 του κεφαλαίου 2. Τα στοιχεία αυτά αφορούν την περίοδο 1990 έως και το τέλος του 2016.

Κεφάλαιο 4: Αποτελέσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των στατιστικών αναλύσεων σχετικά με τα ερευνητικά ερωτήματα για τη σχέση Ε&Σ και επιπέδου δεικτών εμπιστοσύνης. Αρχικά παρουσιάζονται ορισμένα περιγραφικά στοιχεία και κάποιοι προκαταρκτικοί έλεγχοι και έπειτα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα ερώτημα.

4.1 Βασικά Περιγραφικά και Προκαταρκτικοί Έλεγχοι

Στον πίνακα παρακάτω παρουσιάζονται ορισμένα βασικά περιγραφικά για τη δραστηριότητα των Ε&Σ (πλήθος Ε&Σ), το ποσοστό των ολοκληρωμένων συμφωνιών και για το επίπεδο των διαφόρων δεικτών εμπιστοσύνης.

Πίνακας 4.1, Περιγραφικά Στατιστικά – Τριμηνιαία Βάση

	Τυπ.				
	Μέσος	Απόκλιση	Ελάχιστο	Διάμεσος	Μέγιστο
Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	5198.67	1227.97	2010.00	5489.00	7501.00
Ποσοστό Ολοκληρωμένων Ε&Σ	96.69%	1.85%	90.80%	97.29%	98.70%
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	86.41	12.34	57.70	88.70	110.10
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	98.17	12.79	61.90	100.45	118.60
Ρυθμός Ανεργίας (Ευρωζώνη) %	9.67	1.26	7.23	9.89	12.03
Ρυθμός Ανεργίας (ΗΠΑ) %	6.06	1.56	3.90	5.67	9.93

Σχεδόν 5.200 συμφωνίες Ε&Σ γίνονται κάθε τρίμηνο κατά μέσο όρο με μια μικρή τυπική απόκλιση στις 1230 συμφωνίες περίπου. Το εύρος του πλήθους των συμφωνιών κυμαίνεται από τις 2000 έως τις 7.500 συμφωνίες περίπου, υπονοώντας μια μεσαίου επιπέδου μεταβλητότητα. Το ποσοστό των ολοκληρωμένων συμφωνιών Ε&Σ είναι στο 96.7% κατά μέσο όρο κάθε τρίμηνο με τυπική απόκλιση μόλις 1.85% υπονοώντας μια πολύ μικρή μεταβλητότητα, κάτι που φαίνεται και από το πολύ μικρό εύρος που κυμαίνεται από το 90.8% έως και 98.7%.

Ως προς τους δείκτες εμπιστοσύνης, ο βασικός δείκτης του πανεπιστήμιου του Μίσιγκαν κυμαίνεται στις 86.41 μονάδες με τυπική απόκλιση 12.34 μονάδες, υπονοώντας μια μεσαία μεταβλητότητα. Σε λίγο υψηλότερα επίπεδα με παρόμοια μεταβλητότητα κυμαίνεται και ο άλλος δείκτης εμπιστοσύνης.

Ο ρυθμός ανεργίας στην ευρωζώνη κυμαίνεται στο 9.67% κατά μέσο όρο με τυπική απόκλιση 1.26% υπονοώντας μια μικρή μεταβλητότητα, ενώ ο ρυθμός ανεργίας στις ΗΠΑ βρίσκεται στο 6.06% κατά μέσο όρο με τυπική απόκλιση 1.56% υπονοώντας μια μικρή και πάλι μεταβλητότητα, απλά λίγο μεγαλύτερη από ότι στην Ευρωζώνη.

Πίνακας 4.2, Περιγραφικά Στατιστικά – Μηνιαία Βάση

	Τυπ.				
	Μέσος	Απόκλιση	Ελάχιστο	Διάμεσος	Μέγιστο
Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	1715.32	445.41	640.00	1799.00	2768.00
Ποσοστό Ολοκληρωμένων Ε&Σ	96.60%	1.99%	89.16%	97.26%	98.96%
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	86.50	12.53	55.30	88.45	112.00
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	98.33	12.97	57.50	101.35	121.10
Consumer Confidence Index (CCI)	100.08	0.96	96.84	100.28	101.99
VIX VOLATILITY INDEX	19.71	7.48	10.42	18.01	59.89
Bank of France Business Sentiment Indicator	100.86	9.18	64.13	100.78	119.53
Global EPU Index	106.01	43.35	49.41	96.22	286.28
Sentix Economic Index	1.77	17.90	-42.70	5.39	42.02
Global Aggregate Headline Index	6.81	13.21	-36.21	9.88	34.12

Σχεδόν 1.700 συμφωνίες Ε&Σ γίνονται κάθε μήνα κατά μέσο όρο με μια τυπική απόκλιση στις 445 συμφωνίες περίπου, υπονοώντας μια μεσαία τυπική απόκλιση. Το ποσοστό των ολοκληρωμένων συμφωνιών είναι στο 96.6% κατά μέσο όρο κάθε μήνα με μια τυπική απόκλιση μόλις 1.99% υπονοώντας μια πολύ μικρή μεταβλητότητα.

Ως προς τους δείκτες εμπιστοσύνης, ο βασικός δείκτης του πανεπιστήμιου του Μίσιγκαν κυμαίνεται στις 86.50 μονάδες με τυπική απόκλιση 12.54 μονάδες, υπονοώντας μια μεσαία μεταβλητότητα. Σε λίγο υψηλότερα επίπεδα με παρόμοια μεταβλητότητα κυμαίνεται και ο άλλος δείκτης εμπιστοσύνης. Ο δείκτης εμπιστοσύνης CCI κυμαίνεται στις 100.08 μονάδες με μια πολύ χαμηλή τυπική απόκλιση και ένα ιδιαίτερα μικρό εύρος, υπονοώντας μια πολύ χαμηλή

μεταβλητότητα. Ο δείκτης της Γαλλίας είναι και αυτός κοντά στην τιμή 100 κατά μέσο με μια πιο υψηλή τυπική απόκλιση στις 9.18 μονάδες υπονοώντας μια μικρή και πάλι μεταβλητότητα. Ο δείκτης Global EPU βρίσκεται στις 106.01 μονάδες κατά μέσο όσο με μια τυπική απόκλιση στις 43.35 μονάδες, υπονοώντας μια μάλλον υψηλή σχετικά με τους άλλους δείκτες μεταβλητότητα.

Ο δείκτης μεταβλητότητας VIX βρίσκεται κατά μέσο όρο στις 19.71 με τυπική απόκλιση 7.48 μονάδες υπονοώντας μια μάλλον υψηλή σχετικά μεταβλητότητα.

Τέλος, οι δείκτες Sentix και Global Aggregate Headline Index ήταν κατά μέσο όρο λίγο πάνω από το μηδέν, που σημαίνει μια σχετική αισιοδοξία, με τυπική απόκλιση αρκετά υψηλή, ενώ όπως φαίνεται και από το σχετικό εύρος υπάρχει μια υψηλή σχετικά μεταβλητότητα.

Συνοψίζοντας, το πλήθος των συμφωνιών κάθε τρίμηνο ή μήνα είναι πολλές συμφωνίες με μια σχετική σταθερότητα κάθε περίοδο, ενώ το ποσοστό των ολοκληρωμένων συμφωνιών είναι πολύ υψηλό, αγγίζει σχεδόν το 100% και είναι πάρα πολύ σταθερό, καθώς η μεταβλητότητα του είναι πάρα πολύ μικρή έως μηδαμινή.

Όσον αφορά τους δείκτες εμπιστοσύνης, οι περισσότεροι είχαν μια κάποια μεταβλητότητα, κάτι λογικό καθώς το δείγμα αναφέρεται σε πολλά έτη και είναι λογικό να εμφανίζονται σχετικές διακυμάνσεις, ενώ και το επίπεδο τους έχει τάση να δείχνει περισσότερο αισιόδοξες στάσεις παρά απαισιόδοξες, αλλά όχι με πολύ μεγαλύτερη ένταση.

Οι συσχετίσεις ανάμεσα στους δείκτες εμπιστοσύνης, που θα αποτελέσουν τις ανεξάρτητες μεταβλητές στα πρώτα δύο ερωτήματα που αφορούν τη σχέση E&Σ και δεικτών εμπιστοσύνης, βρέθηκαν αρκετά χαμηλές, με εξαίρεση τους δύο δείκτες εμπιστοσύνης του πανεπιστήμιου του Μίσιγκαν, όπως άλλωστε εντοπίστηκε και στο σχετικό γράφημα. Αυτή η πολύ υψηλή συσχέτιση είναι δυνατό να προκαλέσει σοβαρό πρόβλημα υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας και θα ληφθεί υπόψη κατά τη διάρκεια εκτίμησης των σχετικών υποδειγμάτων παλινδρόμησης.

Οι συσχετίσεις μεταξύ πλήθους E&Σ και δεικτών εμπιστοσύνης βρέθηκαν θετικοί, εκτός από το ρυθμό ανεργίας στις ΗΠΑ που προέκυψε αρνητική συσχέτιση. Εντούτοις, το επίπεδο τους βρέθηκε μάλλον χαμηλό και στατιστικά ασήμαντο σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Συνεπώς, δεν

φαίνεται, εκ πρώτης όψεως να υπάρχει κάποια συσχέτιση ανάμεσα στο πλήθος Ε&Σ και στους διάφορους δείκτες εμπιστοσύνης. Τα ίδια ακριβώς αποτελέσματα προέκυψαν και για τις συσχετίσεις ανάμεσα σε ποσοστό ολοκληρωμένων συμφωνιών και δεικτών εμπιστοσύνης.

Πίνακας 4.3, Ανάλυση Συσχετίσεων – Τριμηνιαία Βάση

		1	2	3	4	5	6
1	Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	1.0000					
2	Ποσοστό Ολοκληρωμένων Ε&Σ	0.784338	1.0000				
3	INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	0.0473	0.0753	1.0000			
4	COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	0.6304	0.4429				
5	Ρυθμός Ανεργίας (Ευρωζώνη)	0.0060	0.0395	0.9527	1.0000		
6	Ρυθμός Ανεργίας (ΗΠΑ)	0.9516	0.6877	0.0000			
7	VIX VOLATILITY INDEX	0.1184	0.2677	0.1722	0.1474	1.0000	
		0.2269	0.0055	0.0776	0.1317		
		-0.1189	-0.0830	-0.7484	-0.8125	0.2421	1.0000
		0.2249	0.3977	0.0000	0.0000	0.0124	
		0.1524	0.0579	-0.2040	-0.3175	-0.2243	0.0743
		0.1189	0.5555	0.0359	0.0009	0.0208	0.4492

Οι πιο πολλές συσχετίσεις μεταξύ των δεικτών εμπιστοσύνης προέκυψαν χαμηλές. Εντούτοις εκτός από τη συσχέτιση μεταξύ των δύο δεικτών εμπιστοσύνης του Μίσιγκαν που βρέθηκε πάρα πολύ υψηλή, προέκυψαν και κάποιες άλλες υψηλές συσχετίσεις άνω του 0.60 σε απόλυτη τιμή. Αυτό σημαίνει ότι μπορεί να προκύψει σοβαρό πρόβλημα υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας και θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την εκτίμηση των σχετικών υποδειγμάτων παλινδρόμησης.

Οι συσχετίσεις μεταξύ πλήθους Ε&Σ και δεικτών εμπιστοσύνης βρέθηκαν άλλοι θετικοί και άλλοι αρνητικοί, ενώ οι περισσότεροι βρέθηκαν χαμηλοί και στατιστικά ασήμαντοι σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Εξάιρεση αποτελούν οι δείκτες του Μίσιγκαν, της Γαλλίας, Sentix και Global Aggregate Headline Index που βρέθηκε να έχουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση σε επίπεδο από 10% ($p < 0.10$) έως και 1% ($p < 0.01$).

Οι συσχετίσεις μεταξύ ποσοστού ολοκληρωμένων συμφωνιών Ε&Σ και δεικτών εμπιστοσύνης βρέθηκαν άλλες θετικές και άλλες αρνητικές, αλλά όλες βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο από 10% ($p < 0.10$) έως και 1% ($p < 0.01$).

Πίνακας 4.4, Ανάλυση Συσχετίσεων – Μηνιαία Βάση

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	1.0000							
2	Ποσοστό Ολοκληρωμένων Ε&Σ	0.0382	1.0000						
		0.6226							
3	INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-0.2198	0.4341	1.0000					
		0.0042	0.0000						
4	COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-0.1256	0.4769	0.9491	1.0000				
		0.1048	0.0000	0.0000					
5	Consumer Confidence Index (CCI)	-0.0873	0.4108	0.8938	0.9295	1.0000			
		0.2608	0.0000	0.0000	0.0000				
6	VIX VOLATILITY INDEX	0.0309	-0.3512	-0.6606	-0.7205	-0.7483	1.0000		
		0.6908	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000			
7	Bank of France Business Sentiment Indicator	0.1295	0.2055	0.4832	0.5753	0.7649	-0.6415	1.0000	
		0.0943	0.0075	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		
8	Global EPU Index	0.1109	0.1335	-0.2492	-0.2482	-0.3995	0.3262	-0.3783	1.0000
		0.1525	0.0845	0.0011	0.0012	0.0000	0.0000	0.0000	
9	Sentix Economic Index	0.2585	0.2249	0.5349	0.6385	0.7758	-0.5838	0.7943	-0.4439
		0.0007	0.0034	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
10	Global Aggregate Headline Index	-0.4057	0.2289	0.6240	0.5522	0.6132	-0.5914	0.4146	-0.3756
		0.0000	0.0028	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Η αρχική αυτή ανάλυση συσχέτισης δείχνει σε ένα πρώτο επίπεδο ότι το πλήθος των Ε&Σ και το ποσοστό ολοκληρωμένων συμφωνιών έχουν κάποια, έστω μέτριας έντασης, σχέση με το επίπεδο των διαφόρων δεικτών εμπιστοσύνης. Εντούτοις, μια πιο προηγμένη και λεπτομερή ανάλυση παλινδρόμησης θα δώσει τις σχετικές απαντήσεις.

Καθώς τα δεδομένα αποτελούν χρονολογικές σειρές είναι απαραίτητος και ο έλεγχος στασιμότητας των εμπλεκόμενων μεταβλητών. Για τον έλεγχο αυτό εφαρμόστηκε το κριτήριο των Dickey-Fuller. Η βοηθητική παλινδρόμηση εκτιμήθηκε αρχικά και με τάση και με σταθερό όρο και εάν αυτοί οι παράμετροι προκύπτουν στατιστικά ασήμαντοι η βοηθητική παλινδρόμηση εκτιμάται ξανά μέχρι όλες οι παράμετροι που θα παραμείνουν να είναι στατιστικά σημαντικοί. Στην παλινδρόμηση αυτή προστίθενται και όροι αυτοπαλίνδρομοι, έτσι ώστε να αποφευχθεί τυχόν πρόβλημα αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων της. Τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Πίνακας 4.5, Έλεγχοι Στασιμότητας – Τριμηνιαία Βάση

	Επίπεδο		Πρώτες Διαφορές	
	ADF-statistic	p-value	ADF-statistic	p-value
Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	-2.44	0.1341	-12.39	0.0000
Ποσοστό Ολοκληρωμένων Ε&Σ	-2.79	0.0629	-18.05	0.0000
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-2.10	0.2440	-10.87	0.0000
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-0.04	0.6682	-10.60	0.0000
Ρυθμός Ανεργίας (Ευρωζώνη) %	-3.10	0.0295	-	-
Ρυθμός Ανεργίας (ΗΠΑ) %	-2.72	0.0748	-4.24	0.0000
VIX VOLATILITY INDEX	-5.12	0.0000	-	-

Σχεδόν σε όλες τις μεταβλητές η αρχική υπόθεση της μη στασιμότητας δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Συνεπώς, σχεδόν όλες οι μεταβλητές είναι μη στάσιμες. Ο σχετικός έλεγχος στασιμότητας στις πρώτες διαφορές αυτών δείχνει απόρριψη της σχετικής υπόθεσης σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$), υπονοώντας ότι οι μη στάσιμες μεταβλητές αυτές είναι $I(1)$, δηλαδή ολοκληρωμένες κατά τάξη 1.

Εξαίρεση αποτελούν ο ρυθμός ανεργίας στην Ευρωζώνη και ο δείκτης VIX, όπου η αρχική υπόθεση της μη στασιμότητας απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$), υπονοώντας ότι οι μεταβλητές αυτές είναι στάσιμες.

Πίνακας 4.6, Έλεγχοι Στασιμότητας – Μηνιαία Βάση

	Επίπεδο		Πρώτες Διαφορές	
	ADF-statistic	p-value	ADF-statistic	p-value
Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	-2.16	0.2215	-4.68	0.0000
Ποσοστό Ολοκληρωμένων Ε&Σ	-1.99	0.2915	-14.06	0.0000
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-2.91	0.0458	-	-
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-2.18	0.2147	-23.23	0.0000
Consumer Confidence Index (CCI)	-2.87	0.0506	-6.72	0.0000
VIX VOLATILITY INDEX	-5.27	0.0000	-	-
Bank of France Business Sentiment Indicator	-3.78	0.0035	-	-
Global EPU Index	-5.09	0.0002	-	-
Sentix Economic Index	-2.66	0.0080	-	-
Index Global Aggregate Headline Index	-2.32	0.0201	-	-

Για τις δύο εξαρτημένες μεταβλητές (πλήθος Ε&Σ και ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ) αλλά και για δύο ανεξάρτητες (ο δεύτερος δείκτης του Πανεπιστήμιου του Μίσιγκαν και ο CCI) η αρχική υπόθεση της μη στασιμότητας δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Συνεπώς, αυτές οι μεταβλητές είναι μη στάσιμες. Ο σχετικός έλεγχος στασιμότητας στις πρώτες διαφορές αυτών δείχνει απόρριψη της σχετικής υπόθεσης σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$), υπονοώντας ότι αυτές οι μη στάσιμες μεταβλητές αυτές είναι $I(1)$, δηλαδή ολοκληρωμένες κατά τάξη 1.

Αντίθετα, για όλες τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές, η αρχική υπόθεση της μη στασιμότητας απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$), υπονοώντας ότι όλες οι άλλες μεταβλητές είναι στάσιμες.

4.2 Διερεύνηση Σχέσης Μεταξύ Πλήθους Ε&Σ και Δεικτών Εμπιστοσύνης

Καθώς βρέθηκαν κάποιες υψηλές συσχετίσεις ανάμεσα στις ανεξάρτητες μεταβλητές των υποδειγμάτων παλινδρόμησης (3.1) και (3.2), η προσθήκη όλων των μεταβλητών αυτών θα προκαλούσε σοβαρό πρόβλημα υψηλής πολυσυγγραμμικότητας. Για αυτό χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία επιλογής ανεξάρτητων μεταβλητών *Stepwise*, όπου επιλέγονται οι πιο σημαντικές ανεξάρτητες μεταβλητές χωρίς να έχουν και μεταξύ τους υψηλή συσχέτιση. Επιπλέον, καθώς κάποιες από τις εμπλεκόμενες μεταβλητές προέκυψαν μη στάσιμες, θα διεξαχθεί και ένας έλεγχος συνολοκλήρωσης, μην τυχόν εμφανιστεί το πρόβλημα της ψευδούς παλινδρόμησης (*spurious regression*). Παράλληλα με τον έλεγχο συνολοκλήρωσης διεξάγονται και οι κλασικοί έλεγχοι αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων και γίνονται οι απαραίτητες διορθώσεις και επανεκτιμήσεις των υποδειγμάτων εάν αυτό είναι αναγκαίο. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στους πίνακες αμέσως παρακάτω για τριμηνιαία και μηνιαία δεδομένα.

Η αρχική εκτίμηση του υποδείγματος (3.1), με τριμηνιαία δεδομένα, έδωσε μια πολύ χαμηλή τιμή *DW*, χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή, σε επίπεδο 5% ($DW = 0.18$ και $D_L = 1.61$). Αυτό σημαίνει, σύμφωνα με τον έλεγχο των *Eagle-Granger*, ότι η μηδενική υπόθεση για τη μη στασιμότητα των καταλοίπων δεν απορρίπτεται και, έτσι, προκύπτει ότι δεν υπάρχει

συνολοκλήρωση μεταξύ των μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει σοβαρός κίνδυνος τα αποτελέσματα να πάσχουν από το πρόβλημα της ψευδούς παλινδρόμησης και να είναι, μοιραία, μη έγκυρα. Επιπλέον, δε, η χαμηλή αυτή τιμή του DW, υπονοεί στατιστικά σημαντική αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων. Οι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας Breusch-Pagan, White και ARCH (με 4 υστερήσεις λόγω τριμηνιαίων δεδομένων) έδειξαν όλοι ότι η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.01$). Συνεπώς, τα κατάλοιπα της αρχικής εκτίμησης (μοντέλο 1) εμφανίζουν και ετεροσκεδαστικότητα.

Πίνακας 4.7, Σχέση Μεταξύ Πλήθους Ε&Σ και Δεικτών Εμπιστοσύνης – Τριμηνιαία Βάση

Εξαρτημένη: Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)				
	1	2	3	
Σταθερά	12104.68***	-843.25	-927.54	
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	53.38*	10.04**	10.29**	
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-116.58***	-	-	
Ρυθμός Ανεργίας (Ευρωζώνη) %	387.85***	-	-	
Ρυθμός Ανεργίας (ΗΠΑ) %	-630.84***	58.21*	51.58*	
VIX VOLATILITY INDEX	-	-	-	
R ²	16.05%	90.78%	82.91%	
F-statistic	4.83	113.18	55.80	
p-value	0.0013	0.0000	0.0000	
BP - Statistic	38.71	19.88	12.16	
p-value	0.0000	0.0108	0.2045	
White - Statistic	56.47	65.33	55.71	
p-value	0.0000	0.0200	0.1108	
ARCH Statistic	51.75	13.40	8.38	
p-value	0.0000	0.0095	0.0786	
DW Statistic	0.18	1.87	1.85	
BG - Statistic	-	4.82	5.10	
p-value	-	0.3063	0.2770	

* Στατιστικά σημαντικό σε 10% ** Στατιστικά σημαντικό σε 5% *** Στατιστικά σημαντικό σε 1%

Το μοντέλο (2) εκτιμήθηκε με χρήση 5 χρονικών υστερήσεων της εξαρτημένης για να αντιμετωπιστεί η αρχική αυτοσυσχέτιση

Το μοντέλο (3) εκτιμήθηκε με κατάλληλο μετασχηματισμό για αντιμετώπιση της ετεροσκεδαστικότητας

Για το ARCH Statistic & BP Statistic χρησιμοποιήθηκαν 4 χρονικές υστερήσεις

Καθώς, λοιπόν, παραβιάζονται οι σχετικές υποθέσεις εκτός από τη μη συνολοκλήρωση των εμπλεκόμενων μεταβλητών, θα πρέπει να γίνουν οι κατάλληλες διορθώσεις και επανεκτιμήσεις. Στο πλαίσιο του μοντέλου (2) διορθώθηκε η αυτοσυσχέτιση με προσθήκη 5

χρονικών υστερήσεων. Πράγματι, σύμφωνα με τον έλεγχο Breusch-Godfray η μηδενική υπόθεση της ανεξαρτησίας των καταλοίπων δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Όμως, οι αντίστοιχοι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας έδειξαν ότι η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας απορρίπτεται σε επίπεδο 5% (Breusch-Pagan & White, $p < 0.05$) και σε επίπεδο 1% (ARCH(4), $p < 0.01$). Συνεπώς, έπρεπε να διορθωθεί και η σχετική ετεροσκεδαστικότητα.

Μια μελέτη στις σχετικές βοηθητικές παλινδρομήσεις των ελέγχων ετεροσκεδαστικότητας έδειξε ότι το γινόμενο των μεταβλητών της 4^{ης} χρονικής υστέρησης της εξαρτημένης και του Index of Consumer Sentiment είναι ο σημαντικότερος προσδιοριστικός παράγοντας της μη σταθερής διακύμανσης. Έτσι, με χρήση αυτών των μεταβλητών διεξήχθη ο σχετικός μετασχηματισμός και επανεκτιμήθηκε το μοντέλο (3).

Οι διαγνωστικοί έλεγχοι για τα κατάλοιπα έδειξαν ότι σε επίπεδο 5% δεν υπάρχει κάποια παραβίαση αυτοσυσχέτισης (Breusch-Godfray, $p > 0.05$) ή ετεροσκεδαστικότητας (Breusch-Pagan, White και ARCH(4), $p > 0.05$). Επιπλέον, δε, η τιμή του στατιστικού DW ξεπερνάει την κριτική τιμή D_L , κάτι που σημαίνει απόρριψη της μη στασιμότητας των καταλοίπων και άρα υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των εμπλεκόμενων μεταβλητών. Συνεπώς, τα αποτελέσματα είναι έγκυρα και αξιόπιστα.

Σύμφωνα με αυτά, ο συντελεστής του Index of Consumer Sentiment προέκυψε θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5%, ενώ ο συντελεστής του ρυθμού ανεργίας των ΗΠΑ προέκυψε θετικός και στατιστικά σημαντικός, έστω και οριακά, σε επίπεδο 10%. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι αρκετά υψηλός (83%) υπονοώντας ότι η μεταβλητότητα του πλήθους των Ε&Σ εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από το επίπεδο καταναλωτικής εμπιστοσύνης, σύμφωνα με τον δείκτη Index of Consumer Sentiment, από το ρυθμό ανεργίας στις ΗΠΑ, αλλά και από τη δυναμική που εκφράζει το ίδιο το πλήθος των Ε&Σ έως και 5 τρίμηνα πίσω.

Η αρχική εκτίμηση του υποδείγματος (3.1), με μηνιαία δεδομένα, έδωσε μια πολύ χαμηλή τιμή DW, χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή, σε επίπεδο 5% ($DW = 1.56$ και $D_L = 1.69$). Αυτό σημαίνει, σύμφωνα με τον έλεγχο των Eagle-Granger, ότι η μηδενική υπόθεση για τη μη στασιμότητα των καταλοίπων δεν απορρίπτεται και, έτσι, προκύπτει ότι δεν υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει σοβαρός κίνδυνος τα

αποτελέσματα να πάσχουν από το πρόβλημα της ψευδούς παλινδρόμησης και να είναι, μοιραία, μη έγκυρα. Επιπλέον, δε, η χαμηλή αυτή τιμή του DW, υπονοεί στατιστικά σημαντική αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων, η οποία επιβεβαιώνεται και από τον έλεγχο Breusch-Godfray σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Οι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας Breusch-Pagan, White και ARCH (με 12 υστερήσεις λόγω μηνιαίων δεδομένων) έδειξαν όλοι ότι η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$) και άρα τα κατάλοιπα της αρχικής εκτίμησης (μοντέλο 1) δεν εμφανίζουν και ετεροσκεδαστικότητα.

Πίνακας 4.8, Σχέση Μεταξύ Πλήθους Ε&Σ και Δεικτών Εμπιστοσύνης – Μηνιαία Βάση

	Εξαρτημένη	Δραστηριότητα Ε&Σ (πλήθος)	
		1	2
Σταθερά		17528.28***	-37.56
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT		-	-
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT		-	-
Consumer Confidence Index (CCI)		-155.15***	-
VIX VOLATILITY INDEX		-8.05***	-
Bank of France Business Sentiment Indicator		-	3.95**
Global EPU Index		0.90**	-0.42*
Sentix Economic Index		12.57***	2.73**
Index Global Aggregate Headline Index		-10.85***	-
R ²		45.60%	78.85%
F-statistic		27.16	35.18
p-value		0.0000	0.0000
BP - Statistic		0.98	14.26
p-value		0.9639	0.5792
White - Statistic		10.77	154.81
p-value		0.9315	0.4215
ARCH Statistic		8.30	6.62
p-value		0.7617	0.8819
DW Statistic		1.56	1.83
BG - Statistic		78.87	17.33
p-value		0.0000	0.1377

* Στατιστικά σημαντικό σε 10% ** Στατιστικά σημαντικό σε 5% *** Στατιστικά σημαντικό σε 1%

Το μοντέλο (2) εκτίμηθηκε με χρήση 12 χρονικών υστερήσεων της εξαρτημένης για να αντιμετωπιστεί η αρχική αυτοσυσχέτιση. Για το ARCH Statistic & BP Statistic χρησιμοποιήθηκαν 12 χρονικές υστερήσεις.

Καθώς, λοιπόν, παραβιάζεται η υπόθεση της ανεξαρτησίας των καταλοίπων, εκτός από τη μη συνολοκλήρωση των εμπλεκόμενων μεταβλητών, θα πρέπει να γίνουν οι κατάλληλες

διορθώσεις και επανεκτιμήσεις. Στο πλαίσιο του μοντέλου (2) διορθώθηκε η αυτοσυσχέτιση με προσθήκη 12 χρονικών υστερήσεων. Πράγματι, σύμφωνα με τον έλεγχο Breusch-Godfray η μηδενική υπόθεση της ανεξαρτησίας των καταλοίπων δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Επιπλέον, οι αντίστοιχοι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας έδειξαν ότι και η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας επίσης δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% (Breusch-Pagan & White και ARCH(4), $p > 0.05$). Τέλος, η τιμή του στατιστικού DW ξεπερνάει την κριτική τιμή D_L , κάτι που σημαίνει απόρριψη της μη στασιμότητας των καταλοίπων και άρα υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των εμπλεκόμενων μεταβλητών. Συνεπώς, τα αποτελέσματα είναι έγκυρα και αξιόπιστα.

Σύμφωνα με αυτά, οι συντελεστές του Bank of France Business Sentiment & Sentix Economic Index προέκυψαν θετικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο 5%, ενώ ο συντελεστής του Global EPU προέκυψε αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, έστω και οριακά, σε επίπεδο 10%. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι αρκετά υψηλός (79%) υπονοώντας ότι η μεταβλητότητα του πλήθους των Ε&Σ εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από το επίπεδο καταναλωτικής εμπιστοσύνης, σύμφωνα με τους παραπάνω δείκτες, αλλά και από τη δυναμική που εκφράζει το ίδιο το πλήθος των Ε&Σ έως και 12 μήνες πίσω.

4.3 Διερεύνηση Σχέσης Μεταξύ Ποσοστού Ολοκληρωμένων Ε&Σ και Δεικτών Εμπιστοσύνης

Και στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος επιλογής ανεξάρτητων μεταβλητών Stepwise, λόγω της πιθανής υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας, ενώ λόγω της μη στασιμότητας κάποιων μεταβλητών θα διεξαχθεί και πάλι έλεγχος συνολοκλήρωσης. Προφανώς και εδώ θα εξεταστεί η τυχόν αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητα των καταλοίπων και θα γίνουν οι απαραίτητες διορθώσεις και επανεκτιμήσεις εάν είναι αυτό αναγκαίο. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στους πίνακες αμέσως παρακάτω για τριμηνιαία και μηνιαία δεδομένα.

Η αρχική εκτίμηση του υποδείγματος (3.2), με τριμηνιαία δεδομένα, έδωσε μια πολύ χαμηλή τιμή DW, χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή, σε επίπεδο 5% ($DW = 0.18$ και $D_L = 1.63$).

Αυτό σημαίνει, σύμφωνα με τον έλεγχο των Eagle-Granger, ότι η μηδενική υπόθεση για τη μη στασιμότητα των καταλοίπων δεν απορρίπτεται και, έτσι, προκύπτει ότι δεν υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει σοβαρός κίνδυνος τα αποτελέσματα να πάσχουν από το πρόβλημα της ψευδούς παλινδρόμησης και να είναι, μοιραία, μη έγκυρα. Επιπλέον, δε, η χαμηλή αυτή τιμή του DW, υπονοεί στατιστικά σημαντική αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων. Οι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας Breusch-Pagan, White και ARCH (με 4 υστερήσεις λόγω τριμηνιαίων δεδομένων) έδειξαν όλοι ότι η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.01$). Συνεπώς, τα κατάλοιπα της αρχικής εκτίμησης (μοντέλο 1) εμφανίζουν και ετεροσκεδαστικότητα.

Πίνακας 4.9, Σχέση Μεταξύ Ποσοστού Ολοκληρωμένων Συμφωνιών E&Σ και Δεικτών Εμπιστοσύνης – Τριμηνιαία Βάση

	Εξαρτημένη: Ποσοστό Ολοκληρωμένων E&Σ	
	1	2
Σταθερά	1.04***	0.0984***
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-	-
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-0.0015***	-
Ρυθμός Ανεργίας (Ευρωζώνη) %	0.0077***	-
Ρυθμός Ανεργίας (ΗΠΑ) %	-0.0088***	-
VIX VOLATILITY INDEX	-	-
R ²	19.47%	91.53%
F-statistic	6.10	267.57
p-value	0.0002	0.0000
BP - Statistic	46.50	26.61
p-value	0.0000	0.0000
White - Statistic	67.12	37.31
p-value	0.0000	0.0007
ARCH Statistic	44.96	27.07
p-value	0.0000	0.0000
DW Statistic	0.18	2.14
BG - Statistic	-	6.51
p-value	-	0.1639

* Στατιστικά σημαντικό σε 10% ** Στατιστικά σημαντικό σε 5% *** Στατιστικά σημαντικό σε 1%

Το μοντέλο (2) εκτίμηθηκε με χρήση 3 χρονικών υστερήσεων της εξαρτημένης για να αντιμετωπιστεί η αρχική αυτοσυσχέτιση. Για το ARCH Statistic & BP Statistic χρησιμοποιήθηκαν 4 χρονικές υστερήσεις.

Καθώς, λοιπόν, παραβιάζονται οι σχετικές υποθέσεις εκτός από τη μη συνολοκλήρωση των εμπλεκόμενων μεταβλητών, θα πρέπει να γίνουν οι κατάλληλες διορθώσεις και επανεκτιμήσεις. Στο πλαίσιο του μοντέλου (2) διορθώθηκε η αυτοσυσχέτιση με προσθήκη τριών χρονικών υστερήσεων. Πράγματι, σύμφωνα με τον έλεγχο Breusch-Godfray η μηδενική υπόθεση της ανεξαρτησίας των καταλοίπων δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Όμως, οι αντίστοιχοι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας έδειξαν ότι η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας απορρίπτεται σε επίπεδο 1% (Breusch-Pagan & White και ARCH(4), $p < 0.01$). Συνεπώς, έπρεπε να διορθωθεί και η σχετική ετεροσκεδαστικότητα. Εντούτοις, αρκετοί διάφοροι μετασχηματισμοί που δοκιμάστηκαν, μελετώντας τις βοηθητικές παλινδρομήσεις δεν κατάφεραν να διορθώσουν το πρόβλημα αυτό, καθώς η ετεροσκεδαστικότητα παρέμενε στατιστικά σημαντική.

Εντούτοις, στο μοντέλο (2) η εκτίμηση των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών βρέθηκε να είναι στατιστικά ασήμαντη σε επίπεδο 5%, σύμφωνα με την μέθοδο επιλογής μεταβλητών Stepwise. Η παρουσία ετεροσκεδαστικότητας σημαίνει ότι τα τυπικά σφάλματα των εκτιμήσεων είναι χαμηλότερα από τα ορθά κάτι που σημαίνει ότι οι στατιστικές ελέγχου βρέθηκαν υψηλότερες από τις κανονικές. Όμως ακόμα και με αυτές τις υψηλότερες στατιστικές, οι εκτιμήσεις βρέθηκαν και πάλι ασήμαντες, κάτι που εκτιμάται ότι θα ίσχυε και με διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας. Δηλαδή, η εύρεση ασήμαντων συντελεστών είναι ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα τελικά. Συνεπώς προκύπτει ότι, σε τριμηνιαία βάση τουλάχιστο, το ποσοστό ολοκληρωμένων Ε&Σ δεν επηρεάζεται από την οικονομική εμπιστοσύνη, όπως διαμορφώνεται από το επίπεδο των σχετικών δεικτών.

Η αρχική εκτίμηση του υποδείγματος (3.2), με μηνιαία δεδομένα, έδωσε μια πολύ χαμηλή τιμή DW, χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή, σε επίπεδο 5% ($DW = 1.15$ και $D_L = 1.76$). Αυτό σημαίνει, σύμφωνα με τον έλεγχο των Eagle-Granger, ότι η μηδενική υπόθεση για τη μη στασιμότητα των καταλοίπων δεν απορρίπτεται και, έτσι, προκύπτει ότι δεν υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει σοβαρός κίνδυνος τα αποτελέσματα να πάσχουν από το πρόβλημα της ψευδούς παλινδρόμησης και να είναι, μοιραία, μη έγκυρα. Επιπλέον, δε, η χαμηλή αυτή τιμή του DW, υπονοεί στατιστικά σημαντική αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων, η οποία επιβεβαιώνεται και από τον έλεγχο Breusch-Godfray σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Οι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας Breusch-Pagan, White και ARCH

(με 12 υστερήσεις λόγω μηνιαίων δεδομένων) έδειξαν όλοι ότι η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$) και άρα τα κατάλοιπα της αρχικής εκτίμησης (μοντέλο 1) δεν εμφανίζουν και ετεροσκεδαστικότητα.

Πίνακας 4.10, Σχέση Μεταξύ Ποσοστού Ολοκληρωμένων Συμφωνιών E&Σ και Δεικτών Εμπιστοσύνης – Μηνιαία Βάση

Εξαρτημένη	Ποσοστό Ολοκληρωμένων E&Σ	
	1	2
Σταθερά	0.99095***	-0.0221**
INDEX OF CONSUMER SENTIMENT		
COMPONENTS OF THE INDEX OF CONSUMER SENTIMENT	-0.00011***	0.00010***
Consumer Confidence Index (CCI)		
VIX VOLATILITY INDEX	-0.00052***	
Bank of France Business Sentiment Indicator		
Global EPU Index	0.00006***	0.00002**
SentixEconomic Index		-
Index Global Aggregate Headline Index		-
R ²	34.86%	40.10%
F-statistic	41.39	10.51
p-value	0.0000	0.0000
BP - Statistic	2.82	10.25
p-value	0.4208	0.4187
White - Statistic	9.22	58.50
p-value	0.4173	0.2192
ARCH Statistic	14.38	10.04
p-value	0.2774	0.6124
DW Statistic	1.15	2.06
BG - Statistic	67.70	12.55
p-value	0.0000	0.4023

* Στατιστικά σημαντικό σε 10% ** Στατιστικά σημαντικό σε 5% *** Στατιστικά σημαντικό σε 1%

Το μοντέλο (2) εκτίμηθηκε με χρήση 6 χρονικών υστερήσεων της εξαρτημένης για να αντιμετωπιστεί η αρχική αυτοσυσχέτιση
Για το ARCH Statistic & BP Statistic χρησιμοποιήθηκαν 12 χρονικές υστερήσεις

Καθώς, λοιπόν, παραβιάζεται η υπόθεση της ανεξαρτησίας των καταλοίπων, εκτός από τη μη συνολοκλήρωση των εμπλεκόμενων μεταβλητών, θα πρέπει να γίνουν οι κατάλληλες διορθώσεις και επανεκτιμήσεις. Στο πλαίσιο του μοντέλου (2) διορθώθηκε η αυτοσυσχέτιση με προσθήκη 6 χρονικών υστερήσεων. Πράγματι, σύμφωνα με τον έλεγχο Breusch-Godfray η μηδενική υπόθεση της ανεξαρτησίας των καταλοίπων δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p > 0.05$). Επιπλέον, οι αντίστοιχοι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας έδειξαν ότι και η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας επίσης δεν απορρίπτεται σε επίπεδο 5% (Breusch-Pagan &

White και ARCH(4), $p > 0.05$). Τέλος, η τιμή του στατιστικού DW ξεπερνάει την κριτική τιμή D_L , κάτι που σημαίνει απόρριψη της μη στασιμότητας των καταλοίπων και άρα υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των εμπλεκόμενων μεταβλητών. Συνεπώς, τα αποτελέσματα είναι έγκυρα και αξιόπιστα.

Σύμφωνα με αυτά, οι συντελεστές του Components of the Index of Consumer Sentiment προέκυψε θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1%, ενώ ο συντελεστής του Global EPU προέκυψε θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5%. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι μέτριος (40%) υπονοώντας ότι η μεταβλητότητα του ποσοστού των ολοκληρωμένων Ε&Σ εξαρτάται σε ένα μέτριο βαθμό από το επίπεδο καταναλωτικής εμπιστοσύνης, σύμφωνα με τους παραπάνω δείκτες, αλλά και από τη δυναμική που εκφράζει το ίδιο το ποσοστό των ολοκληρωμένων Ε&Σ έως και 6 μήνες πίσω.

4.4 Διερεύνηση Σχέσης Μεταξύ Χρόνου Ολοκλήρωσης Ε&Σ και Κλάδου και Μεγέθους Εξαγοράζουσας Επιχείρησης

Για να διερευνηθεί εάν υπάρχει σχέση μεταξύ του χρόνου ολοκλήρωσης των Ε&Σ και παραγόντων όπως ο κλάδος και το μέγεθος της εξαγοράζουσας επιχείρησης εφαρμόστηκε ανάλυση διακύμανσης κατά ένα παράγοντα. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Πίνακας 4.11, Μέσος Χρόνος Ολοκλήρωσης Συμφωνίας Ε&Σ ανά Κλάδο – Ανάλυση Διακύμανσης Κατά Ένα Παράγοντα

Χρόνος Ολοκλήρωσης Ε&Σ (ημέρες)	N	Μέσος	Τυπική Απόκλιση	Έλεγχος Ισότητας Διακυμάνσεων		Έλεγχος Ισότητας Μέσων	
				F-statistic	p-value	F-statistic	p-value
Υψηλή Τεχνολογία	5502	100.64	169.42	23.15	0.000	16.27	0.000
Υπηρεσίες Υγείας	3127	118.95	179.78				
Μέσα Ενημέρωσης - Ψυχαγωγία	2690	121.80	172.04				
Καταναλωτικά Προϊόντα	4809	122.43	203.82				
Ανίκητη Περιουσία	1707	123.02	210.74				
Ενέργεια	5422	127.69	179.20				
Χρηματοοικονομικά	22231	132.94	178.26				
Τηλεπικοινωνίες	2147	133.06	173.93				
Λιανικό Εμπόριο	1582	135.25	278.99				
Κρατικός Τομέας	275	136.98	193.11				
Βιομηχανία - Υλικά	9683	137.18	239.90				
Σύνολο	59175	127.85	195.26				

Ο έλεγχος ισότητας διακυμάνσεων έδειξε ότι η αρχική υπόθεση περί ίσων διακυμάνσεων απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Συνεπώς, καθώς δεν ισχύει η απαραίτητη αυτή προϋπόθεση για έναν αξιόπιστο έλεγχο διαφοράς των μέσων, θα πρέπει το σχετικό αποτέλεσμα να διερευνηθεί προσεκτικά. Ο έλεγχος διαφοράς των μέσων έδειξε ότι η αρχική υπόθεση ισότητας των μέσων χρόνων ολοκλήρωσης συμφωνίας E&Σ ανά κλάδο απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Εντούτοις, καθώς οι διακυμάνσεις είναι και αυτές άνισες δεν είναι ευδιάκριτο να αποδοθεί η διαφορά που βρέθηκε στους μέσους όρους ή στις διακυμάνσεις μεταξύ των επιμέρους κλάδων.

Για αυτό πρέπει να διεξαχθούν οι σχετικοί post-hoc έλεγχοι οι οποίοι εξετάζουν εάν διαφέρουν οι μέσοι χρόνοι ολοκλήρωσης ανά δύο κλάδους κάθε φορά. Λόγω της μη ισότητας διακυμάνσεων εφαρμόζεται το σχετικό κριτήριο του Dunnett που λαμβάνει υπόψη του τις μη ίσες διακυμάνσεις. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Πίνακας 4.12, Μέσος Χρόνος Ολοκλήρωσης Συμφωνίας E&Σ ανά Κλάδο – Post Hoc Έλεγχος

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Υψηλή Τεχνολογία	-									
2 Υπηρεσίες Υγείας	4.64***	-								
3 Μέσα Ενημέρωσης - Ψυχαγωγία	5.25***	0.62	-							
4 Καταναλωτικά Προϊόντα	5.86***	0.80	0.14	-						
5 Ανίκητη Περιουσία	4.01***	0.68	0.20		-					
6 Ενέργεια	8.11***	2.17	1.43	1.38	0.83	-				
7 Χρηματοοικονομικά	12.53***	4.08***	3.16*	3.31*	1.89	1.93	-			
8 Τηλεπικοινωνίες	7.38***	2.86	2.25	2.23	1.59	1.20	0.03	-		
9 Λιανικό Εμπόριο	4.69***	2.11	1.73	1.68	1.41	1.02	0.32	0.27	-	
10 Κρατικός Τομέας	3.06	1.49	1.25	1.21	1.10	0.78	0.35	0.32	0.13	-
11 Βιομηχανία - Υλικά	10.94***	4.52***	3.74**	3.86***	2.50	2.75	1.56	0.92	0.26	0.02

* Στατιστικά Σημαντικό σε 10%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 5%

*** Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας, όπου και παρατηρήθηκε ο χαμηλότερος κατά μέσο όρο χρόνος ολοκλήρωσης μιας συμφωνίας E&Σ, προκύπτει ότι υπάρχουν στατιστικά σημαντικές διαφορές σχεδόν με όλους τους άλλους κλάδους ακόμη και σε επίπεδο 1% ($p < 0.01$). από εκεί και ύστερα και ο κλάδος των χρηματοοικονομικών βρέθηκε να έχει στατιστικά σημαντικές διαφορές σε σχέση με τους κλάδους της υψηλής τεχνολογίας και των υπηρεσιών

υγείας σε επίπεδο 1% ($p < 0.01$) και με τους κλάδους των μέσων ενημέρωσης και ψυχαγωγίας και καταναλωτικών προϊόντων σε επίπεδο 10% ($p < 0.10$). Τέλος, προέκυψε στατιστικά σημαντικές διαφορές για τον κλάδο της βιομηχανίας και υλικών με τους κλάδους της υψηλής τεχνολογίας, υπηρεσιών υγείας και καταναλωτικών προϊόντων σε επίπεδο 1% ($p < 0.01$) και με τον κλάδο μέσων ενημέρωσης και ψυχαγωγίας σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$).

Συνοψίζοντας, προέκυψε ότι ο χρόνος ολοκλήρωσης συμφωνίας E&Σ είναι στατιστικά πιο μικρός στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας σε σχέση με όλους τους υπόλοιπους κλάδους, ενώ για τον κλάδο των χρηματοοικονομικών και τον κλάδο βιομηχανίας και υλικών προέκυψε στατιστικά πιο υψηλός σε σχέση με τους 4 κλάδους με την ταχύτερη ολοκλήρωση κατά μέσο όρο.

Ως προς το μέγεθος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι όσες εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είχαν μέγεθος, βάσει εταιρικής αξίας, μικρότερο από το 33^ο ποσοστιμόριο θεωρούνται «μικρό» μέγεθος, όσες είχαν μέγεθος μεγαλύτερο του 67^ο ποσοστιμορίου θεωρούνται «μεγάλο» μέγεθος, ενώ οι υπόλοιπες θεωρούνται μεσαίο μέγεθος. Τα ποσοστιμόρια επιλέχθηκαν έτσι ώστε να χωριστεί το δείγμα σε περίπου τρία ίσα μέρη ανάμεσα στις τρεις κατηγορίες μεγέθους.

Πίνακας 4.13, Μέσος Χρόνος Ολοκλήρωσης Συμφωνίας E&Σ ανά Μέγεθος – Ανάλυση Διακύμανσης Κατά Ένα Παράγοντα

Μέγεθος	N	Μέσος	Τυπική Απόκλιση	Έλεγχος Ισότητας Διακυμάνσεων		Έλεγχος Ισότητας Μέσων	
				F-statistic	p-value	F-statistic	p-value
Μικρό	19528	118.64	193.68	133.89	0.000	226.79	0.000
Μεσαίο	20158	113.45	171.14				
Μεγάλο	19489	151.96	216.80				
Σύνολο	59175	127.85	195.26				

Ο έλεγχος ισότητας διακυμάνσεων έδειξε ότι η αρχική υπόθεση περί ίσων διακυμάνσεων απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Συνεπώς, καθώς και εδώ δεν ισχύει η απαραίτητη αυτή προϋπόθεση, θα πρέπει το αποτέλεσμα για τη διαφορά των μέσων όρων να διερευνηθεί

προσεκτικά. Ο έλεγχος διαφοράς των μέσων έδειξε ότι η αρχική υπόθεση ισότητας των μέσων χρόνων ολοκλήρωσης συμφωνίας Ε&Σ ανά μέγεθος απορρίπτεται σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Εντούτοις, καθώς οι διακυμάνσεις είναι και αυτές άνισες δεν είναι ευδιάκριτο να αποδοθεί η διαφορά που βρέθηκε στους μέσους όρους ή στις διακυμάνσεις μεταξύ των επιμέρους μεγεθών.

Για αυτό πρέπει να διεξαχθούν οι σχετικοί post-hoc έλεγχοι οι οποίοι εξετάζουν εάν διαφέρουν οι μέσοι χρόνοι ολοκλήρωσης ανά δύο κατηγορίες κάθε φορά. Λόγω της μη ισότητας διακυμάνσεων εφαρμόζεται το σχετικό κριτήριο του Dunnett που λαμβάνει υπόψη του τις μη ίσες διακυμάνσεις. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Για τις εταιρείες μικρού μεγέθους βρέθηκε να υπάρχουν στατιστικά σημαντικές διαφορές για τους μέσους χρόνους ολοκλήρωσης συμφωνιών Ε&Σ σε σχέση με τις εταιρείες μεσαίου και μεγάλου μεγέθους σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$). Επίσης, και για τις εταιρείες μεσαίου μεγέθους βρέθηκε να έχουν στατιστικά σημαντική διαφορά στο μέσο χρόνο ολοκλήρωσης σε σχέση με τις εταιρείες μεγάλου μεγέθους σε επίπεδο 5% ($p < 0.05$).

Πίνακας 4.14, Μέσος Χρόνος Ολοκλήρωσης Συμφωνίας Ε&Σ ανά Μέγεθος – Post Hoc Έλεγχος

	1	2
1 Μικρό	-	
2 Μεσαίο	2.82**	-
3 Μεγάλο	16.01**	19.59**

* Στατιστικά Σημαντικό σε 10%

** Στατιστικά Σημαντικό σε 5%

***Στατιστικά Σημαντικό σε 1%

Συνοψίζοντας, προέκυψε ότι ο χρόνος ολοκλήρωσης συμφωνίας Ε&Σ είναι στατιστικά πιο μικρός για τις εταιρείες μεσαίου μεγέθους και ακολουθούν αρκετά κοντά οι εταιρείες μικρού μεγέθους με μέσο χρόνο ολοκλήρωσης αρκετά κάτω από το μέσο επίπεδο του συνολικού δείγματος. Τέλος, οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους εκτός του ότι βρέθηκε να έχουν τον πιο αργό χρόνο ολοκλήρωσης μιας συμφωνίας Ε&Σ, έχουν και πολύ υψηλότερο μέσο χρόνο σε σχέση με το μέσο χρόνο του συνολικού δείγματος.

Κεφάλαιο 5: Τελικά Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα τελικά συμπεράσματα της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται μια σύνοψη των ευρημάτων σχετικά με τα ερευνητικά ερωτήματα και ακολουθεί μια συζήτηση των σχετικών αποτελεσμάτων.

5.1 Σύνοψη Αποτελεσμάτων

Με χρήση δείγματος την περίοδο 1990-2016 που αφορούσε δεδομένα πλήθους ολοκληρωμένων και μη Ε&Σ και το επίπεδο διαφόρων δεικτών οικονομικού κλίματος και καταναλωτικής εμπιστοσύνης, εξετάστηκε κατά πόσο η δραστηριότητα των Ε&Σ επηρεάζεται από το επίπεδο αυτών των δεικτών και κατά πόσο ο χρόνος ολοκλήρωσης των Ε&Σ διαφοροποιείται, κατά μέσο όρο, ανάλογα με τον κλάδο και το μέγεθος της εξαγοράζουσας.

Με χρήση τριμηνιαίων δεδομένων, βρέθηκε ότι το πλήθος των Ε&Σ εξαρτάται θετικά από το επίπεδο ενός δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης (Index of Consumer Sentiment) και από το επίπεδο του ρυθμού ανεργίας στις ΗΠΑ. Με χρήση μηνιαίων δεδομένων, αντίστοιχα, βρέθηκε ότι το πλήθος των Ε&Σ εξαρτάται θετικά από δύο δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης (Bank of France Business Sentiment Index, Sentix Economic Index) και αρνητικά από έναν άλλο δείκτη (Global EPU).

Με χρήση τριμηνιαίων δεδομένων, βρέθηκε ότι το ποσοστό των ολοκληρωμένων Ε&Σ δεν εξαρτάται από κανένα σχετικό δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης και οικονομικού κλίματος, ενώ με χρήση μηνιαίων δεδομένων, βρέθηκε ότι το πλήθος των Ε&Σ εξαρτάται θετικά από δύο δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης (Components of the Index of Consumer Sentiment, Global EPU).

Τέλος, ο χρόνος ολοκλήρωσης μιας συμφωνίας Ε&Σ βρέθηκε να διαφοροποιείται, κατά μέσο όρο, και από τον κλάδο και από το μέγεθος της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, βρέθηκε ότι επιχειρήσεις από τον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας ολοκληρώνουν

τις σχετικές συμφωνίες σε πολύ γρηγορότερο χρόνο σε σχέση με όλους τους υπόλοιπους κλάδους. Επίσης, κλάδοι όπως υπηρεσίες υγείας, μέσα ενημέρωσης – ψυχαγωγία και καταναλωτικά προϊόντα είχαν χρόνους ολοκλήρωσης αρκετά πιο σύντομους και από το μέσο επίπεδο γενικά, αλλά και από άλλους κλάδους, κυρίως από χρηματοοικονομικά και βιομηχανία-υλικά. Τέλος, κλάδοι όπως βιομηχανία - υλικά, κρατικός τομέας, λιανικό εμπόριο, τηλεπικοινωνίες και χρηματοοικονομικά ολοκλήρωναν τις συμφωνίες σε χρόνο, κατά μέσο όρο, υψηλότερο από το γενικό μέσο επίπεδο. Ως προς το μέγεθος, βρέθηκε ότι ο χρόνος ολοκλήρωσης είναι σημαντικά πιο γρήγορος σε επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους, λίγο πιο υψηλός σε επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, ενώ πολύ πιο αργός σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους.

5.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Η έρευνα έδειξε, σε γενικές γραμμές, ότι η δραστηριότητα Ε&Σ, σε πλήθος συμφωνιών και σε ποσοστό ολοκληρωμένων συμφωνιών επηρεάζεται σε κάποιο βαθμό από το οικονομικό κλίμα, όπως αυτό αποτυπώνεται από διάφορους σχετικούς δείκτες.

Πιο συγκεκριμένα, βάσει και του πρόσημου των σχέσεων που προέκυψαν, υπάρχει μια, μέτρια έστω, τάση το υψηλό επίπεδο καταναλωτικής εμπιστοσύνης και αισιόδοξου επιχειρηματικού κλίματος να συνδυάζεται με υψηλότερο πλήθος συμφωνιών Ε&Σ αλλά και με υψηλότερο ποσοστό ολοκληρωμένων σχετικών συμφωνιών. Αυτό ήταν και κάτι αναμενόμενο, καθώς είναι λογικό ένα ευνοϊκό οικονομικό κλίμα να ωθεί σε περισσότερες επενδυτικές αποφάσεις ακόμη και υψηλού ρίσκου, όπως είναι ένα εγχείρημα Ε&Σ. Για αυτό δεν προκαλεί έκπληξη να αυξάνει και το πλήθος αυτών των συμφωνιών όταν το οικονομικό κλίμα είναι πιο αισιόδοξο.

Επίσης, επιβεβαιώθηκε και το απολύτως λογικό ότι σε ένα πιο ευνοϊκό οικονομικό κλίμα είναι πιο εύκολη η ενοποίηση των εμπλεκόμενων σε μια Ε&Σ επιχειρήσεων και, άρα, πιο πιθανή η τελική ολοκλήρωση μιας τέτοιας συμφωνίας, κάτι που αυξάνει το σχετικό ποσοστό ολοκληρωμένων συμφωνιών.

Από εκεί και ύστερα προκαλεί κάποια έκπληξη το εύρημα της θετικής σχέσης ανάμεσα στο ρυθμό ανεργίας στις ΗΠΑ και στο πλήθος των Ε&Σ. Αυτό το εύρημα, ίσως και να εξηγείται από το γεγονός ότι υπάρχει μια πιθανή αντίστροφη σχέση με την έννοια ότι ένα αυξημένο πλήθος Ε&Σ, όπου σημαντικό μέρος αυτού πραγματοποιείται στις ΗΠΑ και γίνεται με κύριο στόχο την μείωση του κόστους και την επιβίωση των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, έχει κάποια τάση να μειώνει τις θέσεις εργασίας στην αγορά των ΗΠΑ, μέσω περικοπών και συγχωνεύσεων λειτουργιών και διαφόρων τμημάτων.

Έκπληξη, επίσης, προκαλεί και η αρνητική σχέση ανάμεσα στο πλήθος Ε&Σ και του δείκτη εμπιστοσύνης Global EPU. Καθώς αυτός ο δείκτης είναι σύνθεση πολλών επιμέρους δεικτών διαφόρων οικονομιών, ίσως να μην καταφέρνει να αποδώσει αξιόπιστα το οικονομικό κλίμα σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς πολλές οικονομίες λειτουργούν ανταγωνιστικά μεταξύ τους. Αξίζει να αναφερθεί ότι η ιστορική εξέλιξη αυτού του δείκτη συνδέεται αρνητικά με άλλους δείκτες εμπιστοσύνης που χρησιμοποιήθηκαν. Συνεπώς και από αυτό εξηγείται η αρνητική σχέση που προέκυψε. Πάντως, θα πρέπει να τονιστεί κιόλας ότι η αρνητική αυτή σχέση βρέθηκε μάλλον χαλαρή και ίσως δε θα πρέπει να ληφθεί και τόσο σοβαρά υπόψη ως εύρημα.

Ως προς το χρόνο ολοκλήρωσης των συμφωνιών Ε&Σ, φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας φαίνεται ότι εκτός από υψηλής ποιότητας προϊόντα, διαθέτουν και υψηλή ικανότητα στην αποτελεσματική διοίκηση και επικοινωνία. Επιπλέον, και τα συστήματα διοίκησης δεν είναι τόσο πολύπλοκα ώστε να δυσχεραίνονται οι σχετικές διαδικασίες, ενώ φαίνεται ότι η κουλτούρα ανάμεσα σε τέτοιες επιχειρήσεις διαχέεται πιο εύκολα. Τα ίδια, περίπου, φαίνεται να ισχύουν και για τις επιχειρήσεις υγείας, όπου φαίνεται να υπάρχει μια κοινή γλώσσα και εύκολη συνεννόηση ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη. Αντίθετα, επιχειρήσεις με πολύπλοκα συστήματα διοίκησης, όπως πχ του κρατικούς τομέα, είτε με πολύπλοκα συστήματα παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών, όπως βιομηχανικές και χρηματοοικονομικές, αλλά και τηλεπικοινωνίες και λιανικού εμπορίου που έχουν πολλές λειτουργίες να ενοποιήσουν δεν είναι τυχαίο ότι βρέθηκε να έχουν τους υψηλότερους μέσους χρόνους ολοκλήρωσης.

Τέλος, οι επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους ολοκληρώνουν πιο γρήγορα μια τέτοια συμφωνία, καθώς δεν είναι τόσο μικρές για να μην έχουν αποτελεσματική διοίκηση και ανάλογη τεχνογνωσία, αλλά και τόσο μεγάλες ώστε να δυσχεραίνεται το σχετικό έργο. Δεν είναι τυχαίο

ότι σε μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις είναι πιο δύσκολη η ενοποίηση συστημάτων, λειτουργιών και ανθρώπινου παράγοντα και για αυτό είναι και πολύ πιο αργή, κατά μέσο όρο, η σχετική ολοκλήρωση μιας Ε&Σ.

Βιβλιογραφία

- [1] Almor, T., Tarba, S.Y. & Benjamini, H. (2009) Unmasking Integration Challenges, *International Studies of Management & Organization*, 39(3): 32-52.
- [2] Faelten, A., Driessen, M. and Moeller, S. (2016) *Why deals fail and how to rescue them*, 1st ed. Economist Books.
- [3] Garside, P. (1999) Evidence based mergers? Two things are important in mergers: clear goals, clearly communicated', *Business Management Journal*, 318: 345-346.
- [4] Godfred, Y.K.A, (2016) Mergers and Acquisitions Failure Rates and Perspectives on Why They Fail, *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1): 150-158.
- [5] Kansal, S. & Chandani, A. (2014) *Effective Management of Change During Merger and Acquisition*.
- [6] Kazemek, E.A., (1989) Why Mergers And Acquisitions Fail. *Healthcare Financial Management*, 43(1): 94-94, 97.
- [7] Moeller, S. and Brady, C. (2014) *Intelligent M & A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, 2nd E.* 1st ed. John Wiley & Sons.
- [8] Sudarsanam, S. (2011) *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, 1st ed. Harlow, Pearson Education Limited.
- [9] Thompson Jr. A., Strickland III A. J., Gamble John E. (2010) *Σχεδιασμός & Υλοποίηση Επιχειρησιακής Στρατηγικής: Η Αναζήτηση Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος*, 1η Ελληνική έκδοση, 16η Αμερικανική, Εκδόσεις Utopia ΕΠΕ, Αθήνα.
- [10] Παπαδάκης Β.Μ. (2016) *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, 7η έκδοση, Τόμος Α' Θεωρία, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.

Ιστοσελίδες

- [1] <http://www.investopedia.com/terms/c/cci.asp>
- [2] <http://www.investopedia.com/terms/g/gdp.asp>
- [3] <http://www.investopedia.com/terms/u/unemploymentrate.asp>
- [4] <http://www.investopedia.com/terms/v/vix.asp>
- [5] http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html
- [6] <http://www.sca.isr.umich.edu/>
- [7] <https://tradingeconomics.com/france/business-confidence>
- [8] <https://www.investing.com/economic-calendar/sentix-investor-confidence-268>
- [9] <https://www.oxfam.org/en/research/community-consent-index-2015>
- [10] <https://www.sentix.de/index.php/en/sentix-Economic-Factsheets/global-aggregate.html>