



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«Η ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΗΜΕΡΗΣΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΕ ΠΕΝΤΕ(5) ΕΥΡΩΠΑΙΚΕΣ ΧΩΡΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗ
ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΓΥΡΩ ΑΠΟ ΤΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΩΝ
ΕΞΑΓΟΡΩΝ»

ΟΝΟΜΑ : ΤΑΣΙΟΠΟΥΛΟΣ Θ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ

ΑΜ. : ΜΧΡΗ/0644

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΑΘ. ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΑΘΗΝΑ 2008

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εκπόνηση αυτής της εργασίας ήταν μια πολύτιμη εμπειρία για μένα και θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή μου Κύριο Δημήτριο Κυριαζή που μου έδωσε τη δυνατότητα να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα, όπως επίσης τους διδακτορικούς του τμήματός μας και ιδιαίτερα τον Αντώνη Αντύπα για την πολύτιμη βοήθειά τους. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου και την Χαρά που βρίσκονται πάντοτε δίπλα μου και με στηρίζουν κάθε στιγμή της ζωής μου.

Πίνακας Περιεχομένων

Μέρος 1^ο : Εισαγωγή.....	4
1.1 Γενικά.....	4
1.2 Διάκριση μεταξύ Σ&Ε.....	8
1.3 Κίνητρα των Σ&Ε.....	9
1.4 Μέσα χρηματοδότησης.....	15
1.5 Οι Σ&Ε δημιουργούν αξία;.....	16
2. Μέρος 2^ο : Επισκόπηση Βιβλιογραφίας.....	25
2.1 Μελέτη Saeyoung Chang	25
2.2 Μελέτη James Ang & Ninon Kohers	28
2.3 Μελέτη Kathleen Fuller, Jeffry Netter & Mike Stegemoller.....	32
2.4 Μελέτη Mara Faccio, John J. McConnell & David Stolin	36
2.5 Μελέτη Paul Draper & Krishna Paudyal.....	39
3. Μέρος 3^ο : Δείγμα – Μεθοδολογία.....	48
3.1 Δείγμα.....	48
3.2 Μεθοδολογία.....	51
3.3 Μονομεταβλητή ανάλυση.....	54
3.4 Ανάλυση συσχέτισης (Correlation Analysis).....	56
3.5 Ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης.....	56
4. Μέρος 4^ο : Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	59
4.1 Αποτελέσματα μονομεταβλητής ανάλυσης.....	59
4.2 Αποτελέσματα ανάλυσης πολλαπλής παλινδρόμησης.....	69
5. Μέρος 5^ο : Συμπεράσματα.....	76
6. Μέρος 6^ο : Βιβλιογραφία.....	78
7. Μέρος 7^ο : Παράρτημα.....	83

Μέρος 1^ο: Εισαγωγή

1.1 Γενικά

Πρωταρχική επιδίωξη κάθε εταιρίας είναι η αύξηση της κερδοφορίας της. Αύξηση η οποία μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω της εισαγωγής και ανάπτυξης καινούριων προϊόντων είτε μέσω της βελτίωσης των ήδη υπαρχόντων. Υπάρχει όμως και η δυνατότητα εξωτερικής ανάπτυξης η οποία επιτυγχάνεται μέσω της απόκτησης μίας ήδη υπάρχουσας εταιρίας. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν πλέον δύο από τις βασικές μορφές εξωτερικής ανάπτυξης.

Η τελευταία δεκαετία του 20^{ου} αιώνα χαρακτηρίστηκε από σημαντική αύξηση τόσο του αριθμού όσο και του όγκου (σε όρους συναλλαγών) των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Στη πραγματικότητα, οι τελευταίες αποτέλεσαν τη κύρια τάση στο χρηματοοικονομικό τομέα παγκοσμίως. Οι σημαντικές θεσμικές και διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών, η δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, η απορρύθμιση και απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου καθώς και η επικράτηση της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων σε περισσότερες χώρες από ότι στις αγγλοσαξωνικές αποτελούν τις κύριες αιτίες της εξέλιξης αυτής.

«Στο παγκοσμιοποιημένο επιχειρησιακό περιβάλλον του σήμερα, οι εταιρίες οφείλουν να επεκτείνονται προκειμένου να επιβιώσουν, και ένας από τους καλύτερους τρόπους επέκτασης είναι είτε η συγχώνευση με μία άλλη εταιρία είτε η εξαγορά άλλων επιχειρήσεων»

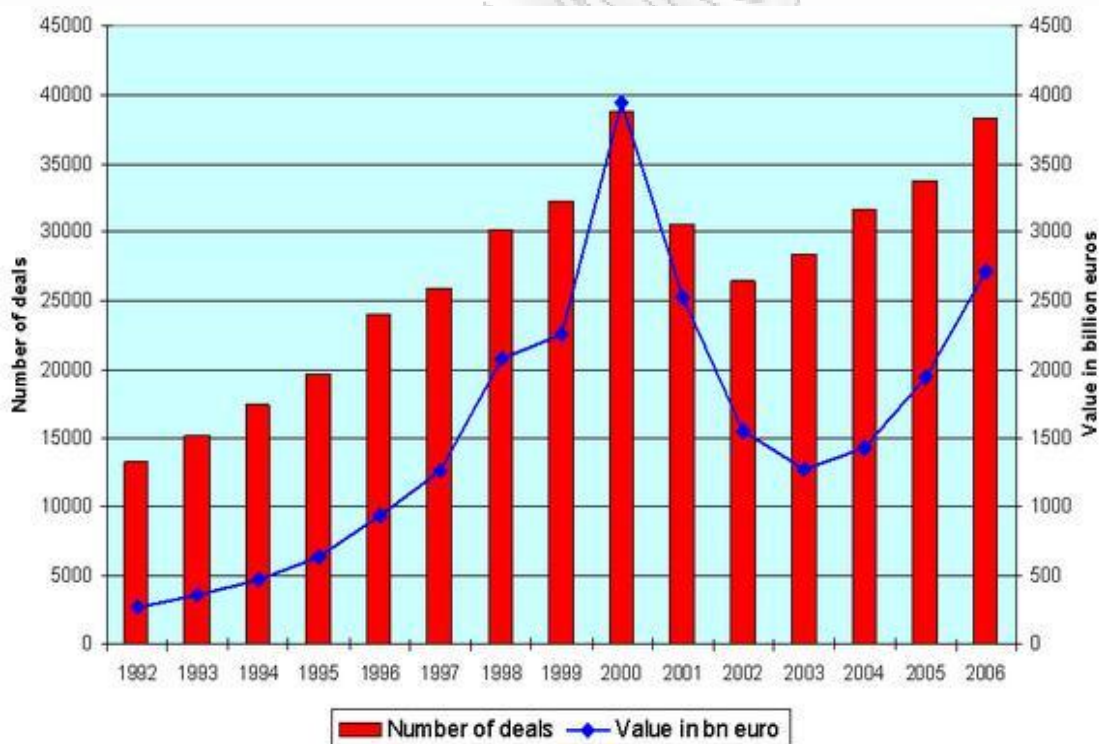
- χαρακτηριστική δήλωση του Jacalyn Sherriton στον Robert McGarvey, σε συνέντευξη για το Entrepreneur -

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Σ&Ε) έχουν ιστορία περισσότερο από 100 χρόνια και έρχονται κατά κύματα. Η βιβλιογραφία αναφέρει πέντε κύματα, αυτά της δεκαετίας του 1900, της δεκαετίας του 1920, του 1960, του 1980 και αυτό της δεκαετίας του 1990, με κύριους πρωταγωνιστές τις Ηνωμένες

Πολιτείες Αμερικής και το Ηνωμένο Βασίλειο. Από τα παραπάνω το τελευταίο ήταν το πιο αξιοσημείωτο σε όρους μεγέθους και γεωγραφικής εξάπλωσης. Για πρώτη φορά, εταιρίες της Ηπειρωτικής Ευρώπης ήταν πρόθυμες να συμμετάσχουν, σε βαθμό μάλιστα που η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έφτασε σε επίπεδα ανάλογα με αυτά των ΗΠΑ. Είναι γενικά αποδεκτό ότι η εισαγωγή του Euro σε συνδυασμό με τους παράγοντες που αναφέρθηκαν παραπάνω ώθησαν τις ευρωπαϊκές εταιρίες προς την κατεύθυνση αυτή. Σύμφωνα με τα πρόσφατα στοιχεία και μελέτες παρατηρείται μία σημαντική αναζωπύρωση της διεθνούς δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών ιδιαίτερα μετά το 2004 που πιθανόν να σηματοδοτεί την εμφάνιση ενός έκτου κύματος.

Σχήμα 1

Συγχωνεύσεις και εξαγορές παγκοσμίως



Πηγή : European Commission calculations from Thomson Financial Services data

Στο παραπάνω γράφημα φαίνεται καθαρά το πέμπτο κύμα Σ&Ε με έτος κορύφωσης το 2000, όπου ο αριθμός των συναλλαγών έφτασε τις 40.000 με συνολική αξία συναλλαγών 3.000 δις ευρώ. Επίσης γίνεται αντιληπτή μία

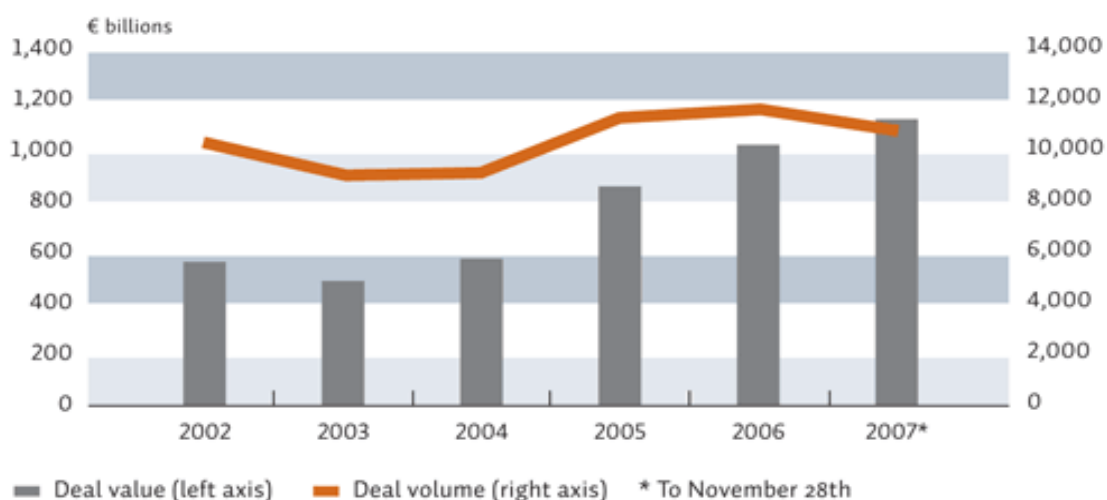
συνεχώς αυξανόμενη δραστηριότητα, ιδιαίτερα από τα μέσα του 2004 και μετά, που ίσως είναι η απαρχή του προαναφερθέντος έκτου κύματος. Σε αυτό συνέβαλε και το γεγονός ότι πολλές εταιρίες εξάντλησαν τις μεθόδους ελαχιστοποίησης του κόστους και της λειτουργικής αποτελεσματικότητας ως μέσα αύξησης της κερδοφορίας και αναζητούν εναλλακτικές μεθόδους που θα παράγουν αποδόσεις για τους μετόχους. Η αυξανόμενη πίεση για ανάπτυξη αναδεικνύει τη δυνατότητα να επιτευχθεί ανάπτυξη μέσω των Σ&Ε. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αντίστοιχα μεγέθη για την Ευρώπη για την περίοδο από το 2002 μέχρι και το 2007.

Σχήμα 2

Η ευρωπαϊκή αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών

Volume down, value up

The European M&A market



SOURCE: DEALOGIC

Πηγή : Dealogic

Από το σχήμα 2 είναι εύκολο να αντιληφθεί κανείς, πως οι ευρωπαϊκές χώρες τα τελευταία χρόνια και κυρίως μετά το 2003, έχουν εισέλθει με αξιώσεις στο τομέα των Σ&Ε με ολοένα και αυξανόμενο ποσοστό συμμετοχής σε αυτό.

Στη συνέχεια παρατίθενται πληροφορίες σχετικά με τις Σ&Ε (πώς ορίζονται, σε τι διακρίνονται καθώς και τα κίνητρα που βρίσκονται πίσω από αυτές).

Με βάση την ελληνική νομοθεσία (**N.2190/20**) οι ορισμοί των Σ&Ε είναι οι ακόλουθοι :

- “Ως εξαγορά, ορίζεται η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης (έναντι μετρητών) κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτό τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρία της εξαγοράζουσας”.

Συνήθως, ιδίως στις αγγλοσαξωνικές χώρες, ο όρος εξαγορά αναφέρεται στην αγορά μίας μικρής επιχείρησης από μία άλλη μεγαλύτερη εταιρία. Με βάση τη στάση ή διάθεση της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, οι εξαγορές διακρίνονται σε *φιλικές* ή *εχθρικές*. Στη πρώτη περίπτωση υπάρχει συνεργασία μεταξύ των δύο εταιριών για τη διευκόλυνση της διαδικασίας, ενώ στη δεύτερη περίπτωση η εταιρία που γίνεται στόχος εξαγοράς δεν επιθυμεί να αγοραστεί ή το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας στόχου δεν έχει προηγούμενη πληροφόρηση για την προσφορά.

- “Ως συγχώνευση, ορίζεται η διαδικασία της ενοποίησης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση (έναντι μετοχών βάση μιας προκαθορισμένης σχέσης ανταλλαγής). Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, λύεται δίχως να εκκαθαρίζεται, ενώ η απορροφώσα τη διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της”.

Κατά τη διαδικασία της συγχώνευσης πραγματοποιείται ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μία μεγαλύτερη. Τέτοιες δραστηριότητες είναι συνήθως φιλικές και γίνονται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών χωρίς να αποκλείεται και η χρηματοδότηση με μετρητά. Όσον αφορά την ανταλλαγή

μετοχών εφαρμόζεται συνήθως, γιατί δίνει τη δυνατότητα στους μετόχους των δύο επιχειρήσεων να «μοιράζονται» τον κίνδυνο που περικλείουν οι συμφωνίες αυτού του είδους.

Οι συγχωνεύσεις μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο κατηγορίες, στις συσχετισμένες και τις ασυσχέτιστες. Οι *συσχετισμένες* αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης και μπορούν με τη σειρά τους να χωριστούν στις *οριζόντιες* συγχωνεύσεις - όπου οι συγχωνευμένες εταιρίες παράγουν παρόμοια προϊόντα και ανήκουν στην ίδια βιομηχανία - και στις *κάθετες* συγχωνεύσεις - που αφορούν την περίπτωση όπου συγχωνεύονται εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικό τομέα της παραγωγής του ίδιου προϊόντος - . Όσον αφορά τις *ασυσχέτιστες* συγχωνεύσεις, αυτές λαμβάνουν χώρα όταν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές βιομηχανίες.

1.2 Διάκριση μεταξύ συγχωνεύσεων και εξαγορών

Αν και πολλές φορές οι δύο έννοιες αντιμετωπίζονται σαν να ήταν ταυτόσημες, οι όροι *συγχωνεύσεις* και *εξαγορές* έχουν κάποιες μικρές εννοιολογικές διαφορές. Όταν μία εταιρία αποκτά μία άλλη και κατοχυρώνεται ως ο νέος ιδιοκτήτης τότε η πράξη χαρακτηρίζεται ως εξαγορά. Επιπλέον η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις όπου η απορροφώμενη εταιρία λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται, παύοντας να ισχύει ως υποκείμενο δικαίου.

Με την πραγματική έννοια του όρου, μία συγχώνευση λαμβάνει χώρα όταν δύο ή περισσότερες εταιρίες, συνήθως παρόμοιου μεγέθους, αποφασίζουν να ενωθούν σε μία νέα ενιαία εταιρία. Μία τέτοια πράξη χαρακτηρίζεται ως «συγχώνευση μεταξύ ίσων». Οι μετοχές και των δύο εταιριών παραδίδονται και στη θέση τους εκδίδεται η νέα μετοχή της ενιαίας εταιρίας. Στην πράξη όμως, ουσιαστικές «συγχωνεύσεις μεταξύ ίσων» συμβαίνουν πολύ σπάνια. Συνήθως η μία εταιρία θα αγοράσει την άλλη και στο πλαίσιο των όρων της συμφωνίας θα δώσει το δικαίωμα στην απορροφώσα εταιρία να δηλώσει ότι η συναλλαγή ήταν μεταξύ ίσων.

Επιπλέον, μία αγορά χαρακτηρίζεται ως συγχώνευση όταν οι διευθύνοντες σύμβουλοι των εταιριών αποφασίσουν ότι η συγχώνευσή τους σε μία ενιαία εταιρία είναι προς όφελος και των δύο επιχειρήσεων. Στην περίπτωση όμως που η αγορά είναι εχθρική – δηλαδή όταν η εταιρία στόχος δεν επιθυμεί να εξαγοραστεί – τότε η πράξη χαρακτηρίζεται πάντοτε ως εξαγορά.

Τελικά κρίνοντας από τα παραπάνω, στην πράξη ο χαρακτηρισμός μίας αγοράς ως συγχώνευση ή εξαγορά εξαρτάται από το αν η ενέργεια είναι εχθρική ή φιλική καθώς και από τον τρόπο που αυτή ανακοινώνεται. Με άλλα λόγια, η πραγματική διαφορά έγκειται στον τρόπο που η απόφαση της ανακοίνωσης της εξαγοράς θα κοινοποιηθεί και θα ληφθεί από τη γενική συνέλευση, τους μετόχους και τους εργαζομένους της εταιρίας στόχου. Με βάση όμως τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π 3), σχεδόν όλες οι μορφές επιχειρηματικών σχηματισμών ενοποίησης θεωρούνται εξαγορές -ανεξάρτητα από τη μορφή του ανταλλάγματος- εκτός από τις περιπτώσεις που δεν είναι δυνατή η διάκριση του αγοραστή από τον εξαγοραζόμενο και αναγνωρίζεται μόνο η μέθοδος της απόκτησης ή της εξαγοράς.

1.3 Κίνητρα των Σ&Ε

Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί πολλές διαφορετικές θεωρίες στη βιβλιογραφία σχετικά με τα κίνητρα που βρίσκονται πίσω από την ολοένα και αυξανόμενη δραστηριότητα των Σ&Ε. Μερικά από τα πιο σημαντικά κίνητρα είναι τα εξής :

- Συνέργειες

Αποτελούν το βασικό και πρωταρχικό στόχο της Διοίκησης που προκύπτει από τη συγχώνευση δύο εταιριών ή την εξαγορά μίας εταιρίας από μία άλλη. Προϋποθέτει την απόλυτη συμμετρική και αρμονική συνεργασία των διαφόρων συντελεστών παραγωγής ή τμημάτων των δύο εταιριών, με εκμετάλλευση και ενεργοποίηση των δυνατών σημείων της καθεμιάς, ώστε να υπάρξει μεγιστοποίηση του αποτελέσματος σε βαθμό υψηλότερο από τη χωριστή επίδοση της κάθε εταιρίας πριν τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Η επίτευξη συνεργειών μπορεί να είναι σε λειτουργικό επίπεδο

(μέσω των οικονομιών κλίμακας, φάσματος και μάθησης-εμπειριών), σε διοικητικό επίπεδο (μέσω της κατανομής των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων ή μέσω της αντικατάστασης μιας αναποτελεσματικής ομάδας διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας) καθώς και σε χρηματοοικονομικό επίπεδο (μέσω της αυξημένης διοικητικής ικανότητας μετά τη συγχώνευση, μέσω της διαφοράς πλεοναζόντων ταμειακών ροών της εταιρίας του αγοραστή και των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρίας στόχου, καθώς και μέσω φορολογικών εξοικονομήσεων).

- Ανάπτυξη

Η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης αποτελεί ίσως το συνηθέστερο κίνητρο για μια συγχώνευση ή εξαγορά. Η παραπάνω διαπίστωση δεν αποτελεί έκπληξη δεδομένης της αυξανόμενης πίεσης που ασκείται στα διευθυντικά στελέχη για αύξηση των πωλήσεων, των κερδών, του περιθωρίου κέρδους κ.τ.λ. Η ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί είτε εσωτερικά μέσω της επένδυσης σε προγράμματα παγίου κεφαλαίου, είτε εξωτερικά με την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων άλλων επιχειρήσεων. Εντούτοις, εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι μέσω της εξωτερικής ανάπτυξης επιτυγχάνονται γρηγορότεροι ρυθμοί ανάπτυξης, κάτι το οποίο δικαιολογεί την ολοένα και αυξανόμενη δραστηριότητα στον τομέα των Σ&Ε.

- Αύξηση της δύναμης στην αγορά

Αν μία εταιρία λειτουργεί σε μία συγκεντρωμένη αγορά όπου υπάρχουν λίγοι ανταγωνιστές, μια συγχώνευση μέσω οριζόντιας ολοκλήρωσης θα μπορούσε να παράσχει στην πρώτη ακόμη μεγαλύτερη δύναμη στην αγορά. Απολαμβάνοντας μεγαλύτερη δύναμη στην αγορά, η εταιρία θα έχει και την ικανότητα να επηρεάζει και (ή) να ελέγχει τις τιμές. Κάτι τέτοιο όμως μπορεί να οδηγήσει σε δημιουργία μονοπωλίου. Χαρακτηριστικά ακαδημαϊκές έρευνες [Mueller (1980) και Cowling, Stoneman, Cubbin, et.al. (1980)] έχουν δείξει ότι πράγματι υπάρχει αυτός ο κίνδυνος, αλλά μετριάζεται σήμερα από την ύπαρξη των κανονισμών αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας. Πάντως πρέπει να σημειωθεί πως οι οριζόντιες συγχωνεύσεις δεν είναι ο μόνος τύπος συγχωνεύσεων που

οδηγεί σε αύξηση της δύναμης αγοράς. Από την άλλη μεριά οι κάθετες συγχωνεύσεις δίνουν για παράδειγμα τη δυνατότητα σε μια εταιρία να αποκτήσει, προμήθειες εξαιρετικής σημασίας για τους ανταγωνιστές, αυξάνοντας με την ενέργεια αυτή τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Όπως και πριν, έτσι και στην περίπτωση αυτή οι αρχές αντιμονοπωλίου μπορούν να παρέμβουν ώστε να μετριαστεί ο κίνδυνος δημιουργίας μονοπωλίων.

- Ασυμμετρία πληροφόρησης

Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία οι συγχωνεύσεις είναι το αποτέλεσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών στην αγορά. Ως εκ τούτου, η διοίκηση του αγοραστή μπορεί να προχωρήσει στην ανακοίνωση της εξαγοράς μιας άλλης εταιρίας εάν έχοντας προνομιακή πληροφόρηση πιστεύει πως η τελευταία είναι υποτιμημένη και ότι κάτω από τη νέα διοίκηση θα αξιοποιηθεί το πραγματικό δυναμικό της [Myers and Majlouf (1984)]. Οι παραπάνω ενέργειες “στέλνουν” μήνυμα σε άλλους επίδοξους αγοραστές ότι η πραγματική αξία της εταιρίας στόχου είναι μεγαλύτερη και επομένως υπάρχουν περιθώρια κέρδους. Μάλιστα υπάρχουν εμπειρικές μελέτες [Dodd & Ruback (1977) και Bradley, Desai & Kim (1983)] που επιβεβαιώνουν τη σχέση μεταξύ ασυμμετρίας πληροφόρησης και δραστηριότητας των εξαγορών, δείχνοντας ότι οι τιμές των μετοχών των εταιριών στόχων που έχουν δεχθεί δημόσια προσφορά, εξακολουθούν να αυξάνουν ακόμη και μετά την αποτυχία της εξαγοράς ανεξάρτητα από την έκβαση αυτής.

- Θεωρία Παιγνίων

Η εφαρμογή της μαθηματικής αυτής θεωρίας στον επιχειρησιακό τομέα αναλύει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να αντιδράσουν σε ενδεχόμενες κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Υπό το πρίσμα της θεωρίας αυτής εξηγείται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας.

- Θεωρία οικονομικής διαταράξεως και υπεραντίδρασης της αγοράς

Η θεωρία της οικονομικής διαταράξεως, με την οποία μπορούν να εξηγηθούν τα κύματα των Σ&Ε, αποτέλεσε τη βάση για τη θεωρία της υπεραντίδρασης των αγορών των DeBondt & Thaler (1985). Μεταξύ άλλων, οι DeBondt και Thaler υποστήριξαν ότι οι επενδυτές υπεραντιδρούν τόσο στα καλά όσο και στα άσχημα νέα. Επιπλέον η μεταγενέστερη μελέτη των DeBondt & Thompson (1992) απέδειξε την ύπαρξη εξάρτησης μεταξύ της δραστηριότητας των Σ&Ε και υπεραντίδρασης της αγοράς.

- Πρόβλημα αντιπροσώπευσης – Ύβρις των στελεχών

Σύμφωνα με έρευνες, σε συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού πιθανό κίνητρο για μία συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να είναι η αύξηση του μεγέθους της εταιρίας που διοικούν τα διευθυντικά στελέχη και όχι η αύξηση του πλούτου των μετόχων. Επιπλέον σε πολλές περιπτώσεις, η υπερβολική αυτοπεποίθηση των στελεχών σχετικά με τις πιθανές συνέργειες που θα προκύψουν από τις Σ&Ε, οδηγούν σε υπερπληρωμή των εταιριών στόχων (ύβρις των στελεχών).

- Εταιρικός έλεγχος της αγοράς

Με βάση τη θεωρία αυτή, σε περιπτώσεις εταιριών που λόγω μη αποτελεσματικής διοίκησης η τιμή της μετοχής τους πέφτει σε χαμηλά επίπεδα, οι εχθρικές εξαγορές αποτελούν ένα είδος πειθαρχικού μηχανισμού της αγοράς. Μέσω του μηχανισμού των εξαγορών η παρέμβαση της αγοράς έχει ως αποτέλεσμα την απομάκρυνση της αναποτελεσματικής διοίκησης ή τη συμμόρφωσή της - αν τελικά καταφέρει να παραμείνει ανεξάρτητη - .

Στη συνέχεια με βάση το υπόδειγμα των Berckovitch & Narayanan (1993), ακολουθεί ένας πίνακας με τη δημιουργία και την κατανομή των κερδών ανάλογα με τα κίνητρα της εξαγοράς όπως αυτά περιγράφηκαν από τις παραπάνω θεωρίες.

Πίνακας 1

Κίνητρο	Κέρδη αγοραστή	Κέρδη Στόχου	Κέρδη αγοραστή & Στόχου
Αύξηση Αποτ/τας & Συνέργειες	+	+	+
Ύβρις των Στελεχών	-	+	0
Πρόβλημα αντιπ/σης	-	+	-

Πηγή : Δημήτριος Αθ. Κυριαζής, Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, Αθήνα 2007, Εκδ. Σμπίλια, σελ. 37

Οι τρεις πίνακες που ακολουθούν περιλαμβάνουν τις σημαντικότερες Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν κατά τη δεκαετία του '90 παγκοσμίως, καθώς και κατά την περίοδο 2000- 2007 σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Πίνακας 2

Οι δέκα σημαντικότερες Σ&Ε παγκοσμίως για τη δεκαετία του '90

Βαθμός	Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (σε mil. USD)
1	1999	Vodafone Airtouch PLC	Mannesmann	183,000
2	1999	Pfizer	Warner-Lambert	90,000
3	1998	Exxon	Mobil	77,200
4	1999	Citicorp	Travelers Group	73,000
5	1999	SBC Communications	Ameritech Corporation	63,000
6	1999	Vodafone Group	AirTouch Communications	60,000
7	1998	Bell Atlantic	GTE	53,360
8	1998	BP	Amoco	53,000
9	1999	Qwest Communications	US WEST	48,000
10	1997	Worldcom	MCI Communications	42,000

Πηγή : Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances Research, Thomson Financial

Πίνακας 3

Οι δέκα σημαντικότερες Σ&Ε για την περίοδο 2000 – 2007 παγκοσμίως

Βαθμός	Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (σε mil.USD)
1	2000	Merger: America Online Inc.	Time Warner	164,747
2	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham	75,961
3	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74,559
4	2006	AT&T Inc.	BellSouth Corporation	72,671
5	2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband & Internet Svcs	72,041
6	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60,243
7	2000	Spin-off: Nortel Networks Corporation		59,974
8	2002	Pfizer Inc.	Pharmacia Corpo	59,515
9	2004	Merger: JP Morgan Chase & Co.	Bank One Corporation	58,761
10	2006	Pending: E.on AG	Endesa SA	56,266

Πηγή : **Source: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances Research, Thomson Financial**

Πίνακας 4

Οι δέκα σημαντικότερες Σ&Ε για την περίοδο 2000 – 2007 στην Ευρώπη

Βαθμός	Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (σε mil.USD)
1	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75,961
2	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74,559

3	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60,243
4	2006	Pending: E.on AG	Endesa SA	56,266
5	2000	France Telecom SA	Orange Plc.	45,967
6	2006	Pending: Suez SA	Gaz de France SA	39,505
7	2006	Merger: Banca Intesa	SanPaolo IMI SpA	37,624
8	2006	Mittal Steel Co. NV	Arcelor SA	32,240
9	2005	Telefónica SA	O2 Plc.	31,659
10	2006	Merger: Statoil ASA	Norsk Hydro ASA	30,793

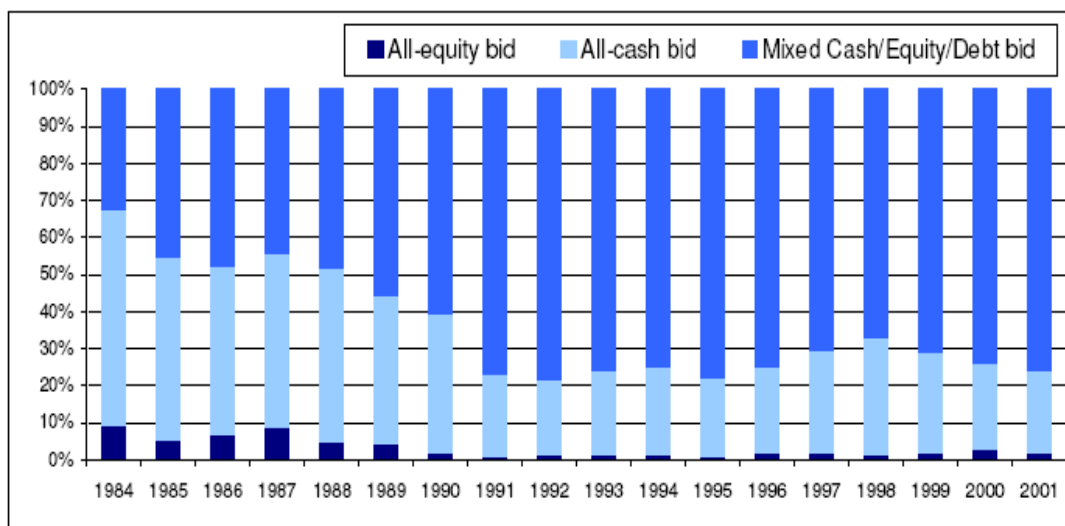
Πηγή : **Source: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances Research, Thomson Financial**

1.4 Μέσα χρηματοδότησης

Η εταιρική ανάπτυξη μέσω των εξαγορών, η οποία συνήθως παίρνει τη μορφή μεγάλων συναλλαγών, απαιτεί σημαντικές οικονομικές πηγές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις που έχουν πρόβλημα έλλειψης μετρητών να χρηματοδοτούν τις εξαγορές με μετοχές ή με συνδυασμό μετοχών και χρέους. Η μεγάλη ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς, που παρατηρήθηκε μετά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του '90, αύξησε την ελκυστικότητα των μετοχών ως μέσου πληρωμής των εξαγορών. Την ίδια περίοδο, η ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων αναπτύχθηκε ραγδαία προσφέροντας μία εναλλακτική πηγή κεφαλαίων. Κατά την ίδια περίοδο αναδείχθηκε επίσης και μία ευρωπαϊκή αγορά junk bond (ειδική κατηγορία ομολόγων με ιδιαίτερα χαμηλή αξιοπιστία). Τα χαμηλά επίπεδα επιτοκίων σε συνδυασμό με μία πιο ευνοϊκή στάση των τραπεζών απέναντι σε δάνεια με μεγαλύτερο κίνδυνο, έδωσαν μία επιπλέον ώθηση στη δραστηριότητα των Σ&Ε. Επομένως, λόγω των προαναφερθέντων συνθηκών, όσον αφορά την οικονομική σύνθεση των προσφορών εξαγορών, παρατηρήθηκε μία μεταβολή από τα μετρητά στις μετοχές.

Σχήμα 3

Ποσοστό των αποκλειστικά με μετρητά, αποκλειστικά με μετοχές και μικτών εξαγορών (με βάση το συνολικό αριθμό των Σ&Ε στην Ευρώπη)



Πηγή : Thomson Financial Securities Data

Το παραπάνω γράφημα αποκαλύπτει ότι το ποσοστό της συνολικής αξίας των Σ&Ε όπου χρησιμοποιήθηκαν μόνο μετρητά ήταν κατά μέσο όρο 50% τη δεκαετία του '80, ενώ μειώθηκε μόλις στο 30% τη δεκαετία του '90. Όπως απεικονίζεται παραπάνω, ο συνδυασμός μετρητών, μετοχών και χρέους έγινε η πιο δημοφιλής μέθοδος πληρωμών για τις Σ&Ε στην Ευρώπη για την περίοδο 1991–2001, αποτελώντας το 75% του συνόλου των συναλλαγών. Επιπλέον έχει αποδειχθεί, ότι υπάρχει σχέση μεταξύ της επιλογής μεθόδου πληρωμής και του μεγέθους της εξαγοράς. Εταιρίες με ανεπαρκή αποθέματα μετρητών, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν μεγάλες εξαγορές, καταφεύγουν σε συνδυασμό μετοχών και χρέους, με τις πολύ μεγάλες συναλλαγές να χρηματοδοτούνται αποκλειστικά με μετοχές.

1.5 Οι Σ&Ε δημιουργούν αξία:

Το παραπάνω ερώτημα σε συνδυασμό με τον τρόπο που κατανέμονται τα κέρδη ή οι ζημιές για τα ενδιαφερόμενα μέρη αποτελούν δύο από τα πιο κρίσιμα ζητήματα που απασχολούν το σύνολο των μετόχων.

Όσον αφορά στις αποδόσεις των μετόχων από την εξαγορά, φαίνεται να υπάρχει, κατά μέσο όρο, μια μεταφορά πλούτου από την αγοράστρια εταιρία προς την εταιρία που γίνεται στόχος εξαγοράς.

Συνεπώς το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί οι εταιρίες συνεχίζουν να δραστηριοποιούνται στο τομέα των Σ&Ε από τη στιγμή που το 50% περίπου των τελευταίων αποτυγχάνει να εκπληρώσει τους σκοπούς για τους οποίους πραγματοποιούνται. Όμως πριν περάσουμε στην ανάλυση των θεωριών, θα πρέπει, ανεξάρτητα από αυτές, να τονισθεί πως στο υπόλοιπο 50% (ή ακόμη και στο 40%) των εξαγορών που χαρακτηρίζονται ως επιτυχημένες, περιλαμβάνονται ορισμένες επιχειρήσεις που οφείλουν τη γρήγορη και σημαντική ανάπτυξή τους σε μία επιτυχημένη στρατηγική εξαγορών.

Υπάρχουν τρεις βασικές θεωρίες που μπορούν ενδεχομένως να δώσουν απάντηση στο παραπάνω ερώτημα.

1. Σύμφωνα με την πρώτη, υπάρχουν αρκετοί ερευνητές οι οποίοι υποστηρίζουν ότι ευθύνεται το γεγονός της έλλειψης αποτελεσματικότητας της αγοράς. Η πεποίθηση των παραπάνω ερευνητών στηρίζεται στη θεωρία της υπεραντίδρασης των αγορών [DeBondt & Thaler (1985)], κατά την οποία η αρνητική πορεία των αποδόσεων των μετόχων των αγοραστριών εταιριών που σημειώνεται κατά την περίοδο μετά την εξαγορά, συγκαταλέγεται στις μακροπρόθεσμες ανωμαλίες των αποδόσεων, αποδεικνύοντας με αυτό τον τρόπο την αναποτελεσματικότητα των αγορών. Ωστόσο στα πλαίσια της πρώτης θεωρίας υπάρχουν και οι εναλλακτικές απόψεις που υποστηρίζουν ότι υπεύθυνες για την αποτυχία των Σ&Ε είναι δύο άλλες αναμφισβήτητες ανωμαλίες της αγοράς :

- I. Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης [Jensen & Meckling (1976)]

Συγκεκριμένα, το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης σύμφωνα με τους Jensen (1986) και Mueller (1980), μετριάζεται από τις εξαγορές στις περιπτώσεις όπου τα στελέχη έχουν στη διάθεσή τους υπερβάλλουσες ελεύθερες ταμειακές ροές

II. Η ύβρις των στελεχών.

Όσον αφορά στη θεωρία της ύβρεως των στελεχών (Roll, 1986) η «αλαζονεία» των τελευταίων πολλές φορές οδηγεί σε λανθασμένες εκτιμήσεις.

2. Στη δεύτερη θεωρία ανήκουν οι υπέρμαχοι της αποτελεσματικότητας της αγοράς [Fama (1998) και Mitchell & Stafford (2000)]. Οι τελευταίοι υποστηρίζουν πως οι αρνητικές αποδόσεις των αγοραστών μπορούν να αποδοθούν στην έλλειψη ενός τέλει μοντέλου αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Η άποψή τους αυτή στηρίζεται στο ότι οι αρνητικές αυτές αποδόσεις των αγοραστών μπορεί να μειωθούν σημαντικά (όχι όμως και να εξαλειφθούν) με την εφαρμογή τόσο του τρι-παραγοντικού μοντέλου όσο και της μεθοδολογίας των χαρτοφυλακίων ημερολογιακού χρόνου.
3. Υπάρχει και μια τρίτη άποψη που προσπαθεί να δώσει απάντηση στο ερώτημα που τέθηκε παραπάνω. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή ο μέσος όρος των συμπερασμάτων αποκρύπτει την πραγματικότητα. Η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών στις οποίες χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από τη χρηματιστηριακή αγορά [με αρχική τη μελέτη των Jensen & Ruback (1983)], έδειξαν ότι η ανακοίνωση μιας εξαγοράς παράγει θετικά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών στόχων αλλά μικρές θετικές ή σχεδόν μηδενικές μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών γύρω από τη ημερομηνία της ανακοίνωσης, οι οποίες με τη σειρά τους μετατρέπονται σε ιδιαίτερα αρνητικές και στατιστικά σημαντικές για τη περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής [Agrawal et. Al, (1992)]. Οι μελέτες των Conrad & Niden (1992) για τις ΗΠΑ, των Cheung & Shum (1993) για το Χονγκ Κονγκ, των Draper & Paudyal (1999) για τη Βρετανία και των Goergen & Ronneboog (2004) για τις ευρωπαϊκές χώρες αποτελούν απόδειξη για την ύπαρξη σημαντικών κερδών προς τους μετόχους των εταιριών στόχων. Παράλληλα έχουν επισημανθεί και πολλοί άλλοι παράγοντες που σχετίζονται με το μέγεθος των αποδόσεων των επενδυτών. Ο Asquith et. al. (1983) αναφέρει ότι οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών επηρεάζονται από το σχετικό μέγεθος των εταιριών, ενώ οι Draper & Paudyal (1999) παρέχουν αποδείξεις ότι οι

αποδόσεις των μετόχων των αγοραστριών εταιριών εξαρτώνται από τον τρόπο πληρωμής. Για παράδειγμα ο Travlos (1987) αναφέρει αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για εταιρίες που χρηματοδοτούν τις εξαγορές με κοινές μετοχές και μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις για εκείνες τις εταιρίες που χρησιμοποιούν μετρητά. Οι Goergen & Ronneboog (2004) αναφέρουν ότι οι αγοραστές κερδίζουν στις φιλικές εξαγορές ενώ χάνουν στις εχθρικές. Θα πρέπει να τονιστεί ότι τα παραπάνω αποτελέσματα βασίζονται μόνο στη δραστηριότητα εξαγορών εισηγμένων εταιριών. Παρά το γεγονός ότι οι εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών αποτελούν τη συντριπτική πλειοψηφία (πάνω από 80%) του συνόλου των εξαγορών, τα στοιχεία που αφορούν την επίπτωση των ανακοινώσεων εξαγοράς μη εισηγμένων εταιριών στην αξία των αγοραστριών επιχειρήσεων είναι σε μεγάλο βαθμό ανεπαρκή. Οι κυριότερες μελέτες που αφορούν την εξαγορά μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι αυτές των Chang (1998), Ang & Kohers (2001) και Fuller et. al. (2002), όλες βασισμένες σε αμερικανική εμπειρία, καθώς και η μελέτη των Draper & Paudyal (2006) για τη Μ. Βρετανία.

Οι παραπάνω έρευνες έδειξαν ότι οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών κερδίζουν, σε αντιδιαστολή με τους αγοραστές εισηγμένων εταιριών οι οποίοι παρουσιάζουν ζημίες, με τα κέρδη προς στους αγοραστές εισηγμένων εταιριών να εξαρτώνται από τον τρόπο πληρωμής [Fuller et. al. (2002)]. Χαρακτηριστικά, οι μέτοχοι των αγοραστρών ιδιωτικών στόχων επιτυγχάνουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις, ανεξάρτητα από τον τρόπο πληρωμής με τους αγοραστές που χρησιμοποιούν μετοχές να κερδίζουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις. Αντιθέτως, οι αγοραστές εισηγμένων εταιριών που επιλέγουν ως μέθοδο πληρωμής τις μετοχές, σημειώνουν σημαντικές απώλειες. Επιπλέον ο Fuller et. al. (2002) έδειξε ότι τα παραπάνω συμπεράσματα ισχύουν για όλες τις ομάδες σχετικού μεγέθους (όπου το σχετικό μέγεθος είναι η αξία συναλλαγής σε σχέση με τη αγοραία αξία των αγοραστρών).

Πριν περάσουμε στη λεπτομερέστερη επισκόπηση των αποτελεσμάτων που αφορούν εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών, θα αναλύσουμε τις διαφορές των τελευταίων από τις εξαγορές εισηγμένων. Οι προσδοκίες των μετόχων από μία οικογενειακή μη εισηγμένη εταιρία θα είναι πολύ διαφορετικές από

αυτές μίας ευρέως γνωστής εισηγμένης εταιρίας στόχου. Η αναμενόμενη έκβαση θα είναι κάθε μία από τις δύο ομάδες μετόχων να έχουν διαφορετική αντίδραση όταν έρχονται αντιμέτωποι με μια εξαγορά, όπως επίσης διαφορετικές να είναι και οι ενέργειες των διοικούντων. Τα συμπεράσματα τα οποία έχουν ήδη προκύψει από την εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων ενδέχεται όμως να μην αντικατοπτρίζουν τις επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων που προκύπτουν από την εξαγορά μη εισηγμένων επιχειρήσεων.

Μερικοί από τους λόγους στους οποίους μπορούν να αποδοθούν οι διαφορές ανάμεσα στις αποδόσεις από την αγορά μη εισηγμένων εταιριών και στις αντίστοιχες αποδόσεις από την εξαγορά εισηγμένων, είναι δυνατόν να συνοψιστούν στις παρακάτω υποθέσεις.

- Υπόθεση των κινήτρων της διοίκησης (*The managerial motive hypothesis*)

Οι διοικούντες μιας αγοράστριας εταιρίας μπορεί να επιδιώξουν είτε να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά οφέλη που συσσωρεύονται προς αυτούς είτε να αυξήσουν τον πλούτο των μετόχων. Τα προσωπικό όφελος των διοικούντων σχετίζεται θετικά με το μέγεθος και το κύρος της εταιρίας που διοικούν καθώς και με το μέγεθος των πόρων που ελέγχουν [Aggawal & Samwick (2003)]. Τα διοικητικά στελέχη που παρακινούνται από την επιθυμία τους για κύρος και για μεγιστοποίηση του μεγέθους της εταιρίας (μεγιστοποιώντας τα προσωπικά οφέλη), είναι διατεθειμένα να πληρώσουν υψηλά *premia* για μεγάλες και αξιόπιστες εταιρίες. Όμως μία τέτοια τακτική θα επιφέρει αρνητικά αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής της εταιρίας τους. Από την άλλη πλευρά, η εξαγορά των μικρότερων και λιγότερο γνωστών μη εισηγμένων επιχειρήσεων – στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες είναι γενικά μεγαλύτερες και περισσότερο γνωστές σε σχέση με τις αντίστοιχες ιδιωτικές - θα παρακινείται λιγότερο από την επιθυμία για προσωπικά οφέλη των διοικούντων και περισσότερο από τη δημιουργία πιθανών συνεργειών από την εξαγορά και από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Οι διοικούντες που προχωρούν στην εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών (παρακινούμενοι όπως προαναφέρθηκε από την επιθυμία για μεγιστοποίηση του πλούτου των

μετόχων) θα είναι λιγότερο πρόθυμοι να πληρώσουν αυξημένα premia με αποτέλεσμα η ανακοίνωση της εξαγοράς να μην επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας. Επιπλέον οι μικρότερες μη εισηγμένες εταιρίες μπορούν ευκολότερα να ενσωματωθούν στο επιχειρηματικό πλαίσιο της αγοράστριας εταιρίας συγκρινόμενες με τις αρκετά μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρίες στόχους. Επομένως, η αγορά θα πρέπει να εκλαμβάνει την εξαγορά μιας μη εισηγμένης επιχείρησης με πιο ευνοϊκό τρόπο σε σχέση με τον τρόπο που αντιλαμβάνεται την εξαγορά ενός εισηγμένου στόχου. Τα παραπάνω συνθέτουν την ακόλουθη, χρήζουσα εξέτασης, υπόθεση πως «*οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών θα κερδίζουν περισσότερα από τους αγοραστές εισηγμένων*».

- Υπόθεση του περιορισμένου ανταγωνισμού (*The limited competition hypothesis*)

Με την προϋπόθεση ότι η αγορά των εξαγορών είναι ανταγωνιστική, η εξαγορά από μόνη της θα έπρεπε να αποτελεί ένα επενδυτικό σχέδιο μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας [Chang (1998)]. Ως εκ τούτου, οι αγοράστριες εταιρίες δεν θα έπρεπε να εμφανίζουν μη κανονικές αποδόσεις όταν χρηματοδοτούν μία εξαγορά με μετρητά. Ωστόσο, το αποτέλεσμα αυτό εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα πληροφόρησης προκειμένου να παραχθεί ανταγωνισμός μεταξύ των πιθανών αγοραστών. Σε αντίθεση με τους εισηγμένους στόχους, όπου η πληροφόρηση είναι διαθέσιμη και οι πιθανοί αγοραστές μπορεί να ανταγωνιστούν για τον έλεγχο της εταιρίας στόχου, η πληροφόρηση για τις μη εισηγμένες εταιρίες είναι συνήθως περιορισμένη με αποτέλεσμα την ύπαρξη ασθενούς ανταγωνισμού για την εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων. Τα παραπάνω συνθέτουν την ακόλουθη πρόταση η οποία και χρήζει τεκμηρίωσης : «*Οι αγοραστές των μη εισηγμένων εταιριών θα πρέπει να κερδίζουν περισσότερα σε σχέση με τους αγοραστές εισηγμένων επιχειρήσεων στόχων*».

- Υπόθεση της διαπραγματευτικής δύναμης (*The bargaining power hypothesis*)

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις διευθύνονται στις περισσότερες περιπτώσεις από μία οικογένεια ή από μία μικρή ομάδα από συνεταίρους. Το χαρακτηριστικό

αυτό αφαιρεί ή μειώνει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που ενδέχεται να εμφανιστούν. Αυτή η απουσία (ή μειωμένη παρουσία) του προβλήματος αντιπροσώπευσης προσφέρει συνήθως τη δυνατότητα στους τελευταίους να επιλέξουν τόσο τη χρονική στιγμή οποιασδήποτε πώλησης όσο και τον αγοραστή στον οποίο θα πουλήσουν. Μάλιστα, αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία στη περίπτωση όπου οι πρώτοι δεχτούν μετοχές από την αγοράστρια εταιρία ως αντάλλαγμα πληρωμής. Η ικανότητα του στενότερου ελέγχου της πώλησης συνιστά ότι οι στενότερα ελεγχόμενες εταιρίες μπορεί να έχουν σημαντική αγοραστική δύναμη, γεγονός που επιτρέπει στους ιδιοκτήτες να λαμβάνουν μια καλύτερη τιμή για την επιχείρησή τους και *premia* που ξεπερνούν τα πιθανά κέρδη που θα δημιουργηθούν από τη συναλλαγή. Από τα παραπάνω προκύπτει η εξής πρόταση η οποία και θα πρέπει να διερευνηθεί : «Οι αγοραστές των ιδιωτικών εταιριών κερδίζουν λιγότερα από τους αγοραστές εισηγμένων επιχειρήσεων».

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, μία εξαγορά σε συνθήκες ανταγωνιστικής αγοράς θα είναι μια συναλλαγή μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας και το *premium* θα είναι ίσο με την αξία των ωφελειών που θα προκύψουν από τις συνέργειες. Επομένως, θα υπήρχε ισοστάθμιση μεταξύ ωφελειών και κόστους για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών. Ωστόσο, η υπάρχουσα βιβλιογραφία επιβεβαιώνει την άποψη ότι η απόδοση της τιμής της μετοχής των αγοραστριών εταιριών εξαρτάται από τη μέθοδο πληρωμής [Drafer & Paudyal, (1999)]. Στη συνέχεια, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι παραπάνω διαπιστώσεις βασίζονται στην εμπειρία από μελέτες εισηγμένων εταιριών στόχων και ότι για λόγους ασυμμετρίας πληροφόρησης και εταιρικού ελέγχου αναμένεται να υπάρχει διαφορά στην ανταπόκριση της αγοράς ως προς τη μέθοδο πληρωμής που χρησιμοποιείται για την εξαγορά εισηγμένων εταιριών έναντι της εξαγοράς ιδιωτικών επιχειρήσεων.

➤ Υπόθεση του εταιρικού ελέγχου (*The corporate monitoring hypothesis*)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης [Ang et. al. (2000)] υποστηρίζει ότι τα κόστη αντιπροσώπευσης θα μπορούσαν να μειωθούν με την προϋπόθεση ότι μερικοί μέτοχοι (αυτοί μπορεί να είναι οι μέτοχοι της εταιρίας ή ακόμη και οι

δανειστές της) θα πραγματοποιούσαν αυστηρότερο έλεγχο στις δραστηριότητες της διοίκησης. Η διενέργεια εταιρικού ελέγχου, αν και δαπανηρή σε πόρους, θα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους για τους μεγάλους μετόχους. Όπως έχει προαναφερθεί, η ιδιοκτησία των μη εισηγμένων εταιριών είναι τις περισσότερες φορές συγκεντρωμένη σε μια οικογένεια ή σε μία μικρή ομάδα συνεργατών. Αν η πληρωμή πραγματοποιηθεί με ανταλλαγή μετοχών, οι αρχικοί ιδιοκτήτες της εταιρίας στόχου μπορεί να καταλήξουν να διατηρούν ένα σημαντικό μερίδιο μετοχών της νέας ενιαίας εταιρίας και ως εκ τούτου να έχουν τη δυνατότητα να ελέγχουν αποτελεσματικότερα τις δραστηριότητες των διοικητικών στελεχών. Μια τέτοια ενέργεια θα μείωνε για τους υπόλοιπους μετόχους τα μελλοντικά κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τον έλεγχο των δραστηριοτήτων της αγοράστριας εταιρίας. Όμως στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών μια τέτοια συγκέντρωση μεριδίων μετοχών είναι απίθανο να συμβεί ακόμη και αν η πληρωμή γίνει με μετοχές. Από τα παραπάνω προκύπτουν οι παρακάτω, χρήζουσες εξέτασης, προτάσεις : «Όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές, οι αγοραστές μη εισηγμένων επιχειρήσεων κερδίζουν σχετικά περισσότερα σε σχέση με τους αγοραστές εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο» και «οι αγοραστές ιδιωτικών εταιριών στόχων που πληρώνουν με μετοχές επωφελούνται περισσότερο από τους αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών που πληρώνουν με μετρητά».

- Υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης (*The asymmetric information hypothesis*)

Μια σειρά από μελέτες υποστηρίζουν ότι η έκδοση μετοχών προς το κοινό μεταφέρει «άσχημες» ειδήσεις και συνεπώς η τιμή των υπαρχουσών μετοχών μειώνεται. Τα ήδη υπάρχοντα στοιχεία που προέρχονται από την εμπειρία των εισηγμένων εταιριών υποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών πλήττονται περισσότερο όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές απ' ότι με μετρητά [Drafer & Paudyal (1999)]. Δεδομένης μιας αύξησης του αριθμού των μετόχων, η ασυμμετρία πληροφόρησης αυξάνεται με αποτέλεσμα οι μεμονωμένοι μέτοχοι των εισηγμένων εταιριών να μην έχουν ισχυρά κίνητρα να εξετάσουν ενδελεχώς τον πιθανό αγοραστή. Αντιθέτως, η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία των ιδιωτικών εταιριών στόχων παρέχει στους μετόχους τους

ισχυρά κίνητρα έτσι ώστε να εξετάσουν στενότερα την υπόθεση του αγοραστή, ιδιαίτερα αν πρόκειται να πληρωθούν με μετοχές. Όμως μέσω της ενδεδειγμένης αυτής εξέτασης μειώνεται η ασυμμετρία πληροφόρησης. Επιπροσθέτως, η προθυμία των μετόχων των μη εισηγμένων εταιριών για διακράτηση μεγάλων μεριδίων μετοχών της συγχωνευμένης επιχείρησης υποδηλώνει ότι η ιδιωτική πληροφόρηση που αποκτήθηκε για τον υποψήφιο αγοραστή και εκτιμήθηκε από τους ιδιοκτήτες της εταιρίας στόχου είναι θετική. Επομένως η ανακοίνωση της εξαγοράς μιας μη εισηγμένης εταιρίας και η χρησιμοποίηση μετοχών ως μέσου πληρωμής, μεταφέρουν θετική πληροφόρηση και παράγουν μη κανονικές αποδόσεις στους μετόχους των αγοραστριών εταιριών. Από τα παραπάνω προκύπτει το εξής : «Οι αγοραστές ιδιωτικών εταιριών στόχων που χρησιμοποιούν τις μετοχές ως μέσο πληρωμής λαμβάνουν θετικές αποδόσεις, ενώ οι αγοραστές εισηγμένων επιχειρήσεων που πληρώνουν με μετοχές παρουσιάζουν απώλειες».

Η παρούσα μελέτη εξετάζει την επίπτωση στον πλούτο των μετόχων εισηγμένων αγοραστριών εταιριών, από 5 ευρωπαϊκές χώρες, που εξαγοράζουν μη εισηγμένες εταιρίες στόχους και συγκρίνει την εμπειρία αυτή με την επίπτωση στο πλούτο των μετόχων των εταιριών που εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρίες στόχους. Επιπλέον προσπαθεί να προσδιορίσει τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν τις παραπάνω αποδόσεις.

Στη συνέχεια η εργασία οργανώνεται όπως παρακάτω. Στο 2^ο μέρος γίνεται μια επισκόπηση της ήδη υπάρχουσας βιβλιογραφίας σχετικά με το θέμα της μελέτης μας. Το 3^ο και στο 4^ο μέρος αναφέρονται στην περιγραφή του δείγματος και της μεθοδολογίας καθώς και στη καταγραφή των αποτελεσμάτων από το εμπειρικό κομμάτι της έρευνάς μας. Τέλος στο 5^ο μέρος γίνεται συνοπτική αναφορά των βασικότερων σημείων και συμπερασμάτων που απορρέουν από την εν λόγω μελέτη.

Μέρος 2^ο : Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

2.1 Μελέτη Saeyoung Chang (1998)

Στη μελέτη του ο Saeyoung Chang (*Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns*) εξετάζει την αντίδραση της τιμής της μετοχής αγοραστριών εταιριών όταν ο στόχος της εξαγοράς είναι μη εισηγμένες εταιρίες και στη συνέχεια συγκρίνει τα αποτελέσματα με τα αντίστοιχα από την εξαγορά εισηγμένων εταιριών. Το δείγμα περιελάμβανε εταιρίες που εξαγόρασαν επιτυχώς μη εισηγμένες εταιρίες. Τα δεδομένα συλλέχτηκαν από την W.T. Grimm's Mergerstat Review την περίοδο 1981 – 1992 και από την υπηρεσία Dow Jones News Retrieval για την περίοδο 1988 – 1992. Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης των εξαγορών προήλθαν από το Wall Street Journal καθώς και από τη Dow Jones Retrieval. Οι εταιρίες του τελικού δείγματος έπρεπε να πληρούν τα παρακάτω κριτήρια :

- Οι αγοράστριες εταιρίες έπρεπε να περιέχονται στα αρχεία του Center for Research in Security Prices (CRSP) ή στα αρχεία του CRSP Nasdaq και τα δεδομένα των αποδόσεων των μετοχών να είναι διαθέσιμα για τουλάχιστον 100 μέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της εκάστοτε εξαγοράς.
- Επίσης δεν θα έπρεπε να υπάρχουν ανακοινώσεις που αφορούσαν άλλες σημαντικές ειδήσεις των εταιριών στο Wall Street Journal Index για το διάστημα των τριών ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.
- Χρηματοοικονομικές εταιρίες όπως τραπεζικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις αποκλείστηκαν από το δείγμα.
- Τέλος, η αξία οποιασδήποτε εξαγοράς θα έπρεπε να είναι τουλάχιστον \$10 εκατ. δολάρια.

Η εφαρμογή των παραπάνω κριτηρίων είχε ως αποτέλεσμα ένα δείγμα από 281 προτάσεις συγχωνεύσεων (δεν βρέθηκαν δημόσιες προσφορές) από τις οποίες οι 131 ήταν προσφορές με μετρητά, οι 100 ήταν με μετοχές και οι υπόλοιπες 50 ήταν μικτές προσφορές (δηλαδή συνδυασμός μετρητών και μετοχών). Οι προσφορές μετρητών περιελάμβαναν συναλλαγές μη

μετατρέψιμου χρέους και οι αντίστοιχες προσφορές μετοχών περιελάμβαναν προνομιούχες μετοχές και συναλλαγές μετατρέψιμου χρέους. Για τους εμπειρικούς ελέγχους ο Chang συνδύασε τις προσφορές με μετοχές και τις αντίστοιχες μικτές κατηγοριοποιώντας τις γενικά ως προσφορές με μετοχές. Ο Chang προκειμένου να συγκρίνει τα αποτελέσματα ανάμεσα στην εξαγορά εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιριών χρησιμοποίησε ένα δεύτερο δείγμα. Το δεύτερο δείγμα, βάσει του οποίου θα γινόταν η σύγκριση, περιελάμβανε εταιρίες που είχαν εξαγοράσει επιτυχώς εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες όπως αυτές αναφέρονταν στη Mergerstat Review για τη περίοδο 1981 – 1988. Το αποτέλεσμα ήταν ένα δείγμα από 255 προσφορές συγχωνεύσεων από τις οποίες οι 101 ήταν προσφορές με μετρητά ενώ οι υπόλοιπες 154 με μετοχές. Οι δημόσιες προσφορές αποκλείστηκαν προκειμένου το εν λόγω δείγμα να είναι συγκρίσιμο με το δείγμα των μη εισηγμένων επιχειρήσεων.

Όσον αφορά το μοντέλο μέτρησης των μη κανονικών αποδόσεων στα πλαίσια της μεθόδου ανάλυσης γεγονότων, ο Chang έκανε χρήση του πρότυπου μοντέλου της αγοράς (standard market model) όπως αυτό παρουσιάστηκε στο άρθρο των Brown and Warner (1985). Πιο συγκεκριμένα :

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}$$

όπου

R_{it} = η παρατηρούμενη αριθμητική απόδοση για τη μετοχή i τη μέρα t .

Οι μη κανονικές αποδόσεις δίνονται από τον τύπο :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

όπου

$$E(R_{it}) = \hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt}$$

όπου τα \hat{a}_i και \hat{b}_i είναι οι τιμές που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων κατά τη περίοδο υπολογισμού (estimation period).

Η ημερομηνία ανακοίνωσης (μέρα 0) ήταν η ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης στο Wall Street Journal της προσφοράς εξαγοράς ή η επόμενη ημέρα μετά την ανακοίνωση που εμφανιζόταν στα νέα του Dow Jones. Η περίοδος υπολογισμού εκτεινόταν από -210 έως -11 μέρες πριν την ανακοίνωση.

Τα ευρήματα για το δείγμα των αγοραστών μη εισηγμένων επιχειρήσεων έχουν ως εξής : οι αγοραστές με μετρητά κερδίζουν μία στατιστικά σημαντική ($t = 0.34$) μέση μη κανονική απόδοση της τάξης του 0.09%, ενώ το ίδιο ποσοστό για τους αγοραστές που χρησιμοποιούν μετοχές είναι 2.64% που είναι επίσης στατιστικά σημαντικό ($t = 7.49$). Η διαφορά είναι σημαντική σε επίπεδο 1% ($z = 4.09$). Οι διάμεσες μη κανονικές αποδόσεις είναι -0.18% και 0.89% για τους αγοραστές με μετρητά και μετοχές αντίστοιχα. Ο έλεγχος σημαντικότητας Wilcoxon signed-rank test, συνεπής με τον έλεγχο t-test, για το ποσοστό των θετικών αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντικός μόνο για τις προσφορές σε μετρητά.

Από την άλλη μεριά, τα αποτελέσματα για το δείγμα σύγκρισης των αγοραστών εισηγμένων εταιριών στόχων εμφανίζουν μία μη στατιστικά σημαντική μέση μη κανονική απόδοση της τάξης του -0.02% ($t = -0.06$) για τους αγοραστές με μετρητά, ενώ για εκείνους που χρησιμοποιούν μετοχές ως μέθοδο πληρωμής, μια σημαντική αρνητική μη κανονική απόδοση της τάξης του -2.46% ($t = -9.85$). Οι διάμεσες αποδόσεις είναι -0.17% και -2.02% για μετρητά και μετοχές αντίστοιχα ενώ το Wilcoxon signed-ranked test είναι στατιστικά σημαντικό μόνο για τη μέθοδο των μετοχών.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, τα συμπεράσματα της έρευνας του Chang μπορούν να συνοψιστούν ως εξής :

- Η αντίδραση της τιμής της μετοχής των αγοραστών που χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής τα μετρητά είναι κατά μέσο όρο μηδενική χωρίς να είναι δυνατή η διάκριση ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών στόχων. Τα στοιχεία αυτά όμως δεν υποστηρίζουν την υπόθεση του περιορισμένου ανταγωνισμού που έχει αναφερθεί παραπάνω.

- Η θετική μέση αντίδραση της τιμής της μετοχής για τις αγοράστριες εταιρίες που χρησιμοποιούν μετοχές για την εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων παρουσιάζει έντονη αντίθεση σε σχέση με την αρνητική αντίδραση της τιμής της μετοχής των αγοραστών που χρησιμοποιούν ως μέθοδο πληρωμής τις μετοχές προκειμένου για την εξαγορά εισηγμένων εταιριών.
- Η παραπάνω θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής είναι συνεπής με τις υποθέσεις του εταιρικού ελέγχου και της ασυμμετρίας πληροφόρησης

2.2 Μελέτη James Ang & Ninon Kohers (2001)

Στη μελέτη τους οι James Ang & Ninon Kohers (*The take-over market for privately held companies : the US experience*) αναλύουν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εξαγορών που αφορούν μη εισηγμένες εταιρίες στόχους και συγκρίνουν τις αγορές των Σ&Ε για εισηγμένες και μη εισηγμένες εταιρίες μέσα από το φάσμα πολλών διαστάσεων συμπεριλαμβανομένων των μεθόδων πληρωμής, των προσφερόμενων premiums καθώς και των επιπτώσεων στον πλούτο των μετόχων. Επιπλέον στην παραπάνω έρευνα προτείνεται ένα μοντέλο που εκφράζει το premium που δίνεται σε μία εξαγορά σαν συνάρτηση διαφόρων μεταβλητών και εξετάζεται η ικανότητα των τελευταίων να εξηγήσουν τις διαφορές όσον αφορά στην ανταπόκριση της αγοράς προς τις αγοράστριες εταιρίες.

Για τις ανάγκες της ανάλυσης συλλέχθηκε ένα δείγμα που αποτελούνταν από 7.070 εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών και από 5.302 εξαγορές που αφορούσαν εισηγμένες εταιρίες στόχους. Τα δεδομένα προέκυψαν από τη βάση δεδομένων SDC Mergers and Acquisitions Database ενώ άλλες πληροφορίες, οικονομικού περιεχομένου, συλλέχθηκαν από το Center for Research in Security Prices (CRSP) και από τα αρχεία της Compustat. Όσον αφορά στις εξαγορές ιδιωτικών επιχειρήσεων, οι προσφορές με μετρητά υπερσχύουν σε συχνότητα (3.973 περιπτώσεις) σε σύγκριση με τις μικτές και με τις προσφορές σε μετοχές (1.567 και 1.530 αντίστοιχα). Παρόμοια, στις εξαγορές εισηγμένων εταιριών στόχων οι προσφορές σε μετρητά αποτελούν το κυρίαρχο είδος προσφοράς και ανέρχονται σε 3.103 περιπτώσεις

ακολουθούμενες από τις 1.343 μικτές προσφορές και τις 856 προσφορές με μετοχές. Τα δεδομένα του δείγματος αφορούσαν την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1984 έως τον Ιούνιο του 1996. Όλες οι μεταβλητές αξίας προσαρμόστηκαν για τον πληθωρισμό χρησιμοποιώντας το 1995 ως έτος βάσης. Επίσης όσον αφορά στον τρόπο μέτρησης των premium για τις μη εισηγμένες εταιρίες, λόγω έλλειψης αγοραίων τιμών για τις τελευταίες, οι Ang & Kohers χρησιμοποίησαν τον δείκτη «αγοραία προς λογιστική αξία» (MV / BV) που θα μπορούσε να υπολογισθεί από το δείγμα των μη εισηγμένων εταιριών στόχων. Η επιλογή τους αυτή στηρίχτηκε στις μελέτες των Fama and French (1992) όπου παρατηρήθηκε πως ο παραπάνω δείκτης είναι χρήσιμος προσδιοριστικός παράγοντας όσον αφορά στην εξήγηση των αποδόσεων των μετοχών, στη μελέτη των Pontiff & Schall (1998) για την ικανότητα του δείκτη MV / BV να προβλέπει τις αποδόσεις των μετοχών, καθώς και στη μελέτη του Ikenberry et al. (1995) που υποστήριξε πως ο παραπάνω δείκτης παίζει κάποιο ρόλο στην εξήγηση της μακροπρόθεσμης απόδοσης των εταιριών που ανακοινώνουν επαναγορές μετοχών.

Τέλος, λόγω της ανομοιότητας του συνόλου των εταιριών στόχων ανάμεσα στις συγχωνεύσεις που περιλαμβάνουν ιδιωτικές εταιρίες και σε αυτές που περιέχουν εισηγμένους στόχους, κατασκευάστηκε ένα μικρότερο δείγμα για τις εξαγορές εισηγμένων εταιριών περιορισμένο ως προς το μέγεθος των συναλλαγών. Πιο συγκεκριμένα το νέο δείγμα περιελάμβανε εκείνες τις εξαγορές εισηγμένων εταιριών για τις οποίες το μέγεθος της συναλλαγής κυμαινόταν μέσα στα όρια δύο σταθερών αποκλίσεων της μέσης αξίας συναλλαγής του δείγματος των μη εισηγμένων επιχειρήσεων στόχων. Τα αποτελέσματα από τις 450 αγοράστριες εταιρίες του νέου μικρότερου δείγματος που χρησιμοποίησαν ως μέθοδο πληρωμής τις μετοχές προκειμένου να εξαγοράσουν εισηγμένες εταιρίες στόχους, είναι παρόμοια με τα συμπεράσματα που εξήχθησαν από το ολοκληρωμένο δείγμα των εξαγορών που αφορούσαν την απόκτηση εισηγμένων εταιριών.

Οι Ang & Kohers έκαναν χρήση του πρότυπου μοντέλου της αγοράς που περιγράφηκε παραπάνω προκειμένου να υπολογίσουν τις μη κανονικές αποδόσεις. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για τους σκοπούς της ανάλυσης των αποδόσεων αποτελούνταν από εκείνες τις αγοράστριες εταιρίες για τις

οποίες υπήρχε στη βάση δεδομένων του CRSP ικανοποιητικός αριθμός δεδομένων που καθιστούσε δυνατό τον υπολογισμό μη κανονικών αποδόσεων με βάση μια περίοδο υπολογισμού 250 ημερών. Οι συγκρίσεις ανάμεσα στην ανταπόκριση της αγοράς όσον αφορά τις δύο διαφορετικές ομάδες εταιριών στόχων (εισηγμένων και μη εισηγμένων) προβάλλουν τις πολύ διαφορετικές αντιλήψεις των επενδυτών γι' αυτούς τους δύο τύπους εξαγορών.

Συγκεκριμένα, η αντίδραση της αγοράς για τις 644 εταιρίες που εξαγόρασαν εισηγμένους στόχους με μετοχές είναι σημαντικά αρνητική με μία αθροιστική μη κανονική απόδοση διάρκειας δύο ημερών για τις μέρες 0 και +1 ίση με -1.26%. Όσον αφορά το μικρότερο δείγμα των εισηγμένων στόχων, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά που απορρέουν από τη μελέτη του μεγαλύτερου δείγματος, με τη μέση -διάρκειας δύο ημερών- αθροιστική μη κανονική απόδοση να εξακολουθεί να είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Σε αντίθεση οι προσφορές με μετοχές που χρησιμοποιήθηκαν για την εξαγορά μη εισηγμένων στόχων είχαν σημαντικές θετικές επιδράσεις στον πλούτο των μετόχων με μία αντίστοιχη αθροιστική μη κανονική απόδοση ίση με 1.32% για 979 αγοράστριες εταιρίες.

Παρόμοια αποτελέσματα απορρέουν για τις προσφορές με μετρητά. Ειδικότερα, για 623 εξαγορές εισηγμένων στόχων η μέση αντίδραση της αγοράς για τις αγοράστριες εταιρίες ήταν μη σημαντική με μία μη κανονική απόδοση της τάξης του 0.06%. Για μία ακόμη φορά τα αποτελέσματα όσον αφορά το μικρότερο προσαρμοσμένο δείγμα ήταν παρόμοια. Η διαφορά στη μέση αντίδραση της αγοράς για τις εταιρίες που χρησιμοποιούν τη μέθοδο των μετρητών για να εξαγοράσουν μη εισηγμένες εταιρίες είναι σημαντική στο επίπεδο 1% τόσο για την ημερομηνία ανακοίνωσης όσο και για την επόμενη μέρα.

Στην ανάλυσή τους οι Ang & Kohers εξέτασαν επίσης την “μετά τη συγχώνευση” απόδοση των αγοραστριών επιχειρήσεων για περίοδο 3 χρόνων μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Παρόμοια με τους Loughran & Ritter (1995) καθώς και με τον Teoh et. al. (1998), έκαναν χρήση του τριπαραγοντικού μοντέλου των Fama & French προκειμένου να εξετάσουν τις

αποδόσεις χαρτοφυλακίων ημερολογιακού χρόνου των εξαγοραστριών εταιριών. Όπως έχει αναφερθεί από τον Lyon et. al. (1999), η χρησιμοποίηση χαρτοφυλακίων ημερολογιακού χρόνου έχει εμφανή πλεονεκτήματα σε προσεγγίσεις που εμπεριέχουν μη κανονικές αποδόσεις ή buy and hold returns, επειδή η διαχρονική προσέγγιση εξαλείφει τον κίνδυνο προβλημάτων διαστρωματικής εξάρτησης μέσα στο δείγμα και παράγει πιο “ανθεκτικούς” στατιστικούς ελέγχους για μη κανονικά δείγματα. Για κάθε ημερολογιακό μήνα, υπολόγισαν την απόδοση του χαρτοφυλακίου ενός αγοραστή που πραγματοποίησε μια εξαγορά κατά τη διάρκεια των τριών τελευταίων χρόνων από τον ημερολογιακό μήνα. Στην συνέχεια εφαρμοζόταν η εξής παλινδρόμηση :

$$R_t - r_{ft} = a_1(M_t - r_{ft}) + a_2SMB_t + a_3HML_t + AR_t$$

όπου

R_t = η μηνιαία απόδοση σε ένα ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο ημερολογιακού χρόνου

r_{ft} = η μηνιαία απόδοση του τριμηνιαίου T-bill

M_t = η απόδοση του σταθμισμένου ως προς την αξία δείκτη της αγοράς

$M_t - r_{ft}$ = το premium κινδύνου τη αγοράς

SMB_t = η διαφορά, κάθε μήνα, στις αποδόσεις ενός σταθμισμένου με βάση την αξία χαρτοφυλακίου μεταξύ “μικρών” και “μεγάλων” μετοχών.

HML_t = η διαφορά, κάθε μήνα, στις αποδόσεις ενός σταθμισμένου με βάση την αξία χαρτοφυλακίου μεταξύ μετοχών με υψηλό και χαμηλό δείκτη B/M.

Τα ευρήματα υποστηρίζουν τα αποτελέσματα της βραχυπρόθεσμης ανάλυσης γεγονότων, εκθέτοντας ότι τα αρχικά κέρδη των μετόχων των αγοραστριών εταιριών μη εισηγμένων στόχων δεν αντιστρέφονται μακροπρόθεσμα σε αντίθεση με τα ευρήματα που αφορούν την εξαγορά εισηγμένων στόχων. Για παράδειγμα οι Loughran & Vijh (1997) κατέληξαν στο ότι οι αγοραστές εισηγμένων στόχων παρουσιάζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο 3 έως 5 ετών που ακολουθεί την συγχώνευση. Επίσης οι Agrawal et.

al. (1992) παρατήρησε ότι οι μέτοχοι των εξαγοραστριών εταιριών παρουσιάζουν απώλειες σε περίοδο 5 ετών από την εξαγορά. Τέλος οι Loderer & Martin (1992) έφτασαν σε παρόμοια συμπεράσματα όσον αφορά στη μειωμένη απόδοση των συγχωνευμένων επιχειρήσεων μετά την πάροδο 3 ετών από τη συγχώνευση.

Συνοψίζοντας, οι Ang & Kohers κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε αντίθεση με τις εξαγορές εισηγμένων εταιριών, οι συναλλαγές που αφορούν ιδιωτικές εταιρίες στόχους παρέχουν σημαντικά κέρδη τόσο στους αγοραστές όσο και στις εταιρίες στόχους. Ειδικότερα στις προσφορές με μετρητά, σε αυτές με μετοχές καθώς και με συνδυασμό των δύο, οι μη κανονικές αποδόσεις της περιόδου παρατήρησης για τους αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών στόχων είναι, κατά μέσο όρο, σημαντικά θετικές.

2.3 Μελέτη Kathleen Fuller, Jeffry Netter & Mike Stegemoller (2002)

Οι Fuller et. al. (*What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions*) στη μελέτη τους ερεύνησαν τις αποδόσεις των μετόχων των εταιριών που πραγματοποιούν πέντε ή περισσότερες επιτυχημένες εξαγορές σε διάστημα τριών χρόνων από το 1990 έως το 2000. Ο κύριος σκοπός τους ήταν να εξετάσουν τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών που κάνουν προσφορές για εισηγμένες, μη εισηγμένες και θυγατρικές εταιρίες, χρησιμοποιώντας μετρητά ή μετοχές καθώς και να παρατηρήσουν τον τρόπο με τον οποίο κυμαίνονταν οι αποδόσεις των αγοραστών σύμφωνα με αυτά τα χαρακτηριστικά.

Για την κατασκευή του δείγματος ο Fuller και οι συνεργάτες του συνέλεξαν από τη βάση δεδομένων Securities Data Corporation's (SDC) U.S Mergers and Acquisitions Database μία λίστα από επιτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές για διεθνείς και εγχώριους στόχους, με τις αρχικές προσφορές να έχουν ανακοινωθεί στην περίοδο από 1^η Ιανουαρίου του 1990 έως την 31^η Δεκεμβρίου του 2000. Μια εταιρία προκειμένου να συμπεριληφθεί στο δείγμα θα έπρεπε να εκπληρώνει τα παρακάτω κριτήρια :

1. Η εταιρία στόχος θα έπρεπε να είναι μία εισηγμένη, ιδιωτική ή θυγατρική εταιρία μίας άλλης εισηγμένης επιχείρησης.

2. Η εταιρία στόχος θα έπρεπε να έχει γνωστοποιημένη αξία σε δολάρια και η αγοράστρια εταιρία θα έπρεπε να εξαγοράσει πάνω από το 50% της πρώτης.
3. Η αξία της συναλλαγής ήταν \$1 εκατ. δολάρια ή μεγαλύτερη με την πρώτη να ορίζεται ως το συνολικό τίμημα που πλήρωσε ο αγοραστής πλην αμοιβών και εξόδων.
4. Οι αγοράστριες εταιρίες θα έπρεπε να είναι αμερικανικές εταιρίες εισηγμένες στους AMEX, Nasdaq ή NYSE καθώς και να έχουν διαθέσιμα δεδομένα, καταχωρημένα στο Center for Research in Security Prices(CRSP), όσον αφορά αποδόσεις διάρκειας 5 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.
5. Τόσο ο αγοραστής όσο και ο στόχος δεν έπρεπε να αποτελούν οργανισμούς κοινής ωφέλειας ή χρηματοοικονομικά ιδρύματα.
6. Ο αγοραστής θα έπρεπε να ολοκληρώνει τις προσφορές για πέντε ή περισσότερες εταιρίες στόχους σε ένα οποιοδήποτε διάστημα τριών ετών κατά τη διάρκεια της περιόδου του δείγματος (1990 – 2000).

Ο Fuller και οι συνεργάτες του εξαίρεσαν από την κύρια ανάλυση ομαδικές εξαγορές όπου η αγοράστρια εταιρία είχε εξαγοράσει δύο ή περισσότερους στόχους μέσα σε διάστημα πέντε ημερών, διότι στην περίπτωση αυτή δεν μπορούσε να απομονωθεί η απόδοση του αγοραστή για έναν συγκεκριμένο στόχο. Επίσης πρέπει να σημειωθεί, ότι προκειμένου να αποφευχθεί η μεροληψία bid – ask που αφορά τις μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο της ανακοίνωσης, αποκλείστηκαν από το δείγμα προσφορές όπου η τιμή της μετοχής του αγοραστή ήταν μικρότερη των δύο δολαρίων. Με βάση τις παραπάνω προϋποθέσεις το τελικό δείγμα περιελάμβανε 539 διαφορετικούς αγοραστές που πραγματοποίησαν 3.135 προσφορές.

Στη συνέχεια έγινε ομαδοποίηση των δεδομένων με βάση τη μέθοδο πληρωμής ως εξής :

- Η χρηματοδότηση με μετρητά περιελάμβανε συνδυασμούς μετρητών, χρέους και υποχρεώσεων.
- Η χρηματοδότηση με κοινές μετοχές περιελάμβανε πληρωμές με κοινές μετοχές ή ένα συνδυασμό από κοινές μετοχές, options και warrants.

- Η τρίτη ομάδα περιελάμβανε πληρωμές με συνδυασμό κοινών μετοχών, μετρητών, χρέους, προνομιούχων μετοχών, μετατρέψιμων τίτλων και μεθόδων που λαμβάνουν το χαρακτηρισμό από την SDC ως «άλλες».

Ο Fuller et. al. ακολούθησαν τη μεθοδολογία της τυπικής ανάλυσης γεγονότων όπως αυτή περιγράφεται από τους Brown & Warner (1985) προκειμένου να υπολογίσουν τις μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για την περίοδο των 5 ημερών (-2, +2) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης συλλέχτηκαν από την SDC). Υπολόγισαν τις μη κανονικές αποδόσεις χρησιμοποιώντας ένα τροποποιημένο μοντέλο (adjusted market return ή market index model) της αγοράς :

$$AR_i = r_i - r_m$$

όπου

r_i = η απόδοση της εταιρίας i

r_m = η απόδοση του σταθμισμένου βάσει αξίας δείκτη της αγοράς

Πρέπει επίσης να σημειωθεί πως δεν εκτίμησαν τις παραμέτρους της αγοράς βασιζόμενοι σε μία χρονική περίοδο πριν από κάθε προσφορά, επειδή για εταιρίες που πραγματοποιούν διαδοχικές εξαγορές υπάρχει μια μεγάλη πιθανότητα ότι οι επιπτώσεις από τις προηγούμενες προσπάθειες εξαγοράς θα συμπεριλαμβάνονται στην περίοδο παρατήρησης, καθιστώντας με τον τρόπο αυτό τους υπολογισμούς των beta λιγότερο έγκυρους.

Στα πλαίσια της ανάλυσης, ο Fuller και οι συνεργάτες του υπολόγισαν τις μη κανονικές αποδόσεις (CARs) διάρκειας 5 ημερών για τις αγοράστριες εταιρίες που προχωρούν σε διαδοχικές προσφορές ταξινομημένες ανά είδος στόχου και ανά μέθοδο πληρωμής. Όσον αφορά στο σύνολο των προσφορών, ανεξαρτήτως διάκρισης, το CAR είναι ένα στατιστικά σημαντικό θετικό ποσοστό της τάξης του 1.77%. Ωστόσο όταν διαφοροποιήθηκαν οι αποδόσεις με βάση το αν ο στόχος είναι εισηγμένη ή μη εισηγμένη εταιρία τότε βρέθηκε ότι το CAR είναι σημαντικά αρνητικό για τις εισηγμένες εταιρίες

(-1.00%), σημαντικά θετικό για μη εισηγμένους στόχους (+2.08%) και ομοίως σημαντικά θετικό για θυγατρικές (+2.75%).

Εάν η εταιρία στόχος είναι εισηγμένη, οι αποδόσεις των μετόχων των αγοραστών είναι μη σημαντικές στην περίπτωση που η προσφορά γίνεται με μετρητά ή με συνδυασμό, ενώ σημαντικά αρνητικές (-1.86%) όταν η προσφορά γίνεται με μετοχές. Τα CARs είναι θετικά και σημαντικά για το δείγμα των ιδιωτικών εταιριών στόχων ανεξάρτητα από τη μέθοδο πληρωμής (1.62% για μετρητά, 2.43% για μετοχές και 2.48% για συνδυασμό των παραπάνω). Τέλος η αγορά φαίνεται να θεωρεί ευνοϊκή την εξαγορά θυγατρικών εταιριών ανεξάρτητα από τη μέθοδο πληρωμής (στατιστικά σημαντικά CARs της τάξης του 2.56%, του 3.23% και του 3.33% για προσφορές με μετρητά, με μετοχές και συνδυασμό των παραπάνω, αντίστοιχα). Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι οι θυγατρικές εταιρίες στόχοι προσφέρουν στις αγοράστριες εταιρίες τις μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις.

Η εν λόγω μελέτη εξέτασε επίσης τα CARs για την περίπτωση της πρώτης προσφοράς καθώς και για την περίπτωση της πέμπτης προσφοράς και πάνω. Στο σημείο αυτό υποτέθηκε ότι οι αποδόσεις των αγοραστών για την πέμπτη ή ανώτερη προσφορά θα περιέχουν λιγότερη πληροφόρηση για την αγοράστρια εταιρία από ότι οι αποδόσεις για την πρώτη, από τη στιγμή που η αγορά έχει ήδη γνώση του αγοραστή, αλλά και αντίστοιχα περισσότερη πληροφόρηση σε σχέση με τις προηγούμενες προσφορές όσον αφορά τις συνέργειες και τη διαίρεση των κερδών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει διαφορά στην ανταπόκριση της αγοράς ανάμεσα στην πρώτη και την πέμπτη ή ανώτερη προσφορά ανεξάρτητα από τη μέθοδο πληρωμής. Το CAR για την πέμπτη ή ανώτερη προσφορά προς εισηγμένες εταιρίες είναι σημαντικά αρνητικό, ενώ συνοδεύεται από μια σημαντικά θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής για το σύνολο των μη εισηγμένων και θυγατρικών εταιριών. Στην περίπτωση της πρώτης προσφοράς για ιδιωτικές και θυγατρικές, ανεξάρτητα της μεθόδου πληρωμής, τα CARs είναι σημαντικά θετικά ενώ για εισηγμένες εταιρίες τα CARs δεν παρουσιάζουν στατιστική σημασία.

Επιπρόσθετα, όταν ο Fuller και οι συνεργάτες του διαχώρισαν τις αποδόσεις προς τους αγοραστές με βάση το σχετικό μέγεθος του στόχου ως προς τον αγοραστή, βρήκαν ότι για τις εισηγμένες εταιρίες, καθώς αυξάνει το σχετικό μέγεθος του στόχου, οι αποδόσεις γίνονται : i) όλο και πιο θετικές για τις προσφορές με μετρητά, ii) πιο αρνητικές για τις προσφορές με μετοχές, iii) ενώ υπάρχει μικρή μεταβολή τους για μικτές προσφορές. Ωστόσο, τόσο για τις θυγατρικές όσο και για τους μη εισηγμένους στόχους, υπάρχει μια θετική σχέση ανάμεσα στο σχετικό μέγεθος των τελευταίων και των θετικών CARs του αγοραστή. Καθώς το σχετικό μέγεθος του στόχου αυξάνει για μια εξαγορά ιδιωτικής εταιρίας, οι αποδόσεις των αγοραστών που χρησιμοποιούν μετοχές είναι μεγαλύτερες σε σχέση με αυτούς που προσφέρουν μετρητά.

Συμπερασματικά, όσον αφορά στη μελέτη των Fuller et. al., αυτή υποστηρίζει ότι οι αποδόσεις των συγχωνεύσεων ποικίλουν ανάλογα με το είδος της εταιρίας στόχου. Σύμφωνα με τους Fuller et al., σε όρους τιμών, οι αγοραστές λαμβάνουν τις καλύτερες τιμές όταν εξαγοράζουν ιδιωτικές και θυγατρικές εταιρίες με μετοχές, μετά ακολουθεί η αγορά ιδιωτικών και θυγατρικών στόχων με μετρητά, στη συνέχεια έπονται οι εισηγμένες εταιρίες με μετρητά και τελικά οι αγοραστές λαμβάνουν τις χειρότερες τιμές κατά την εξαγορά εισηγμένων επιχειρήσεων με τη χρήση μετοχών.

2.4 Μελέτη Mara Faccio, John J. McConnell & David Stolin (2005)

Η έρευνα των Faccio, Mc Connell & Stolin (*Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets*) εξετάζει τον πλούτο που δημιουργείται για τους μετόχους γύρω από τις ανακοινώσεις εξαγορών από αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων και μη εισηγμένων στόχων για 17 ευρωπαϊκές χώρες για την περίοδο 1996 έως 2001.

Πιο συγκεκριμένα το δείγμα περιελάμβανε εξαγορές για την περίοδο από 1^η Ιανουαρίου 1996 έως 31 Δεκεμβρίου 2001 για εταιρίες που έδρευαν σε 17 χώρες της Δυτικής Ευρώπης. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από την SDC Platinum Worldwide Mergers and Acquisitions Database. Το αρχικό δείγμα που αποκτήθηκε από την παραπάνω βάση δεδομένων έφτασε τις 28.242 εξαγορές. Στη συνέχεια, όπως και στις περιπτώσεις άλλων ερευνητικών εργασιών, εφαρμόστηκαν τα ακόλουθα κριτήρια εισαγωγής στο τελικό δείγμα:

1. Η εξαγορά θα έπρεπε να είναι «εξαγορά ολοκληρωμένου ελέγχου». Οι ερευνητές όριζαν ως «εξαγορά ολοκληρωμένου ελέγχου» την περίπτωση που μια αγοράστρια εταιρία κατείχε ποσοστό μικρότερο του 10% της εταιρίας στόχου πριν την εξαγορά και στη συνέχεια το ποσοστό ιδιοκτησίας αυξανόταν σε επίπεδα μεγαλύτερα του 50%.
2. Η αξία του ποσού που δόθηκε στην εταιρία στόχο θα έπρεπε να είναι τουλάχιστον \$5 εκατ. δολάρια.
3. Τα δεδομένα για την τιμή της εκάστοτε μετοχής γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης θα έπρεπε να είναι διαθέσιμα από τη βάση δεδομένων της Datastream.
4. Εξαιρέθηκαν περιπτώσεις εξαγορών όπου ο στόχος δεν μπορούσε να χαρακτηριστεί ως εισηγμένη, μη εισηγμένη ή θυγατρική εταιρία.

Η εφαρμογή των παραπάνω κριτηρίων είχε ως αποτέλεσμα ένα δείγμα από 4.429 εξαγορές από τις οποίες οι 735 αφορούσαν εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες στόχους, οι 1.956 αφορούσαν μη εισηγμένους στόχους και οι 1.738 μη εισηγμένες θυγατρικές εταιρίες. Επίσης η λογιστική αξία του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου των αγοραστών για την περίοδο πριν την εξαγορά συλλέχθηκε από το Worldscope. Για τους σκοπούς της ανάλυσης υπολογίσθηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις διάρκειας 5 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι τελευταίες υπολογίσθηκαν αφαιρώντας τις ημερήσιες αποδόσεις του δείκτη της αγοράς της εκάστοτε χώρας του αγοραστή (οι οποίες συλλέχθηκαν από τη Datastream) από τις ημερήσιες μετοχικές αποδόσεις του αγοραστή για το διάστημα δύο ημερών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και δύο ημερών μετά από αυτή, προσθέτοντας στη συνέχεια τις διαφορές αυτές. Τέλος οι ημερομηνίες ανακοίνωσης προήλθαν από τη βάση δεδομένων SDC.

Οι ερευνητές προκειμένου να εξετάσουν αν το φαινόμενο της διαφοράς ανάμεσα σε εισηγμένες και μη εισηγμένες εταιρίες στόχους ισχύει μόνο για το Ηνωμένο Βασίλειο υπολόγισαν τα CARs για βρετανικές και για μη – βρετανικές αγοράστριες εταιρίες. Τα αποτελέσματα για τις δύο ομάδες αγοραστών είναι περίπου ίδια. Η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση για μη εισηγμένες εταιρίες και θυγατρικές είναι σημαντικά μεγαλύτερη του μηδενός καθώς και σημαντικά μεγαλύτερη από την αντίστοιχη απόδοση για

τους αγοραστές εισηγμένων εταιριών στόχων, τόσο για τη Μ. Βρετανία όσο και τις υπόλοιπες υπό εξέταση χώρες (με εξαίρεση την Ιταλία όσον αφορά στις θυγατρικές). Στη συνέχεια υπολόγισαν τα CARs για αγοραστές μεμονωμένων χωρών που πραγματοποίησαν τουλάχιστον 30 εξαγορές ο καθένας. Τα αποτελέσματα ήταν συνεπή με αυτά του πλήρους δείγματος. Η μόνη διαφορά ήταν για το σύνολο των άλλων χωρών που δεν αναφέρονται ξεχωριστά. Στο δείγμα αυτό εκτός από τα CARs των αγοραστών μη εισηγμένων εταιριών και θυγατρικών, τα CARs των αγοραστών εισηγμένων στόχων είναι επίσης σημαντικά και θετικά, με τη διαφορά ανάμεσα στις αποδόσεις των δύο ομάδων να μην είναι στατιστικά σημαντική. Συγκρίνοντας τα παραπάνω αποτελέσματα με αντίστοιχα που είχαν αναφερθεί για εταιρίες των Η.Π.Α., κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε όρους συμφωνιών, μεγέθους και στατιστικής σημαντικότητας, οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για ευρωπαϊούς αγοραστές κατατάσσονται κοντά σε αυτές των Η.Π.Α.

Όσον αφορά στη μέθοδο πληρωμής, οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών στόχων κερδίζουν θετικές στατιστικά σημαντικές αποδόσεις ανεξάρτητα από τον εάν η προσφορά γίνει σε μετρητά, σε μετοχές ή σε συνδυασμό αυτών. Κατά την εξαγορά εισηγμένων στόχων οι προσφορές με μετρητά ή με συνδυασμό μετρητών και μετοχών αποφέρουν αρνητικές ή μηδενικές αποδόσεις μη στατιστικά σημαντικές. Στην περίπτωση όμως εξαγοράς εισηγμένης εταιρίας με μετοχές, τα CARs είναι σημαντικά αρνητικά.

Επιπλέον οι ερευνητές υπολόγισαν τα CARs σχετικά με το εάν δημιουργείται κάτοχος μεγάλου μεριδίου μετοχών από την εξαγορά. Ανεξάρτητα από το εάν δημιουργούνται τέτοιοι επενδυτές – κάτοχοι, οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών μη εισηγμένων και θυγατρικών εταιριών στόχων, είναι θετικές και σημαντικά μεγαλύτερες του μηδενός. Είναι επίσης σημαντικά μεγαλύτερες από τα αντίστοιχα CARs των αγοραστών εισηγμένων στόχων. Τέλος ανεξάρτητα από τη δημιουργία ή όχι κατόχων μεγάλων μεριδίων μετοχών, οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων εταιριών στόχων είναι μη σημαντικά διάφορες του μηδενός.

Στη συνέχεια εξετάστηκαν τα CARs υπό το πρίσμα του μεγέθους του αγοραστή (μικροί / μεγάλοι αγοραστές, όσον αφορά στο μέγεθος). Οι Faccio, Mc Connell & Stolin κατέληξαν στο ότι κατά μέσο όρο και οι δύο ομάδες αγοραστών παρουσιάζουν σημαντικά θετικά CARs όταν προχωρούν στην εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών και αρνητικά CARs όταν εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρίες στόχους. Επιπλέον, τόσο οι μεγάλες όσο και οι μικρές αγοράστριες εταιρίες μη εισηγμένων στόχων κερδίζουν αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις που είναι σημαντικά μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις που παρουσιάζουν οι μικροί και μεγάλοι αγοραστές εισηγμένων εταιριών.

Τέλος σχετικά με το γεγονός της εξαγοράς εταιριών του εξωτερικού ή εγχώριων εταιριών στόχων, οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για αγοραστές μη εισηγμένων στόχων, τώσων εκείνων που εξαγοράζουν ξένες εταιρίες όσο και εκείνων που δραστηριοποιούνται στον εγχώριο τομέα, είναι σημαντικά μεγαλύτερες του μηδενός καθώς και σημαντικά μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων στόχων.

2.5 Μελέτη Paul Draper & Krishna Paudyal (2006)

Η μελέτη των Paul Draper & Krishna Paudyal (*Acquisitions : Private versus Public*) εξετάζει τις επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων βρετανικών εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο που προχωρούν στην εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων. Στη συνέχεια συγκρίνονται τα παραπάνω συμπεράσματα με τις αντίστοιχες επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων εισηγμένων εταιριών που εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρίες στόχους. Η μελέτη ερευνά επίσης τις αιτίες των Σ&Ε και εξετάζει αν οι μη κανονικές αποδόσεις είναι ευαίσθητες στο συγκεκριμένο μοντέλο μέτρησης που χρησιμοποιείται.

Οι Draper & Paudyal άντλησαν πληροφορίες, όπως οι ημερομηνίες ανακοίνωσης, η αναγνώριση των αγοραστριών εταιριών και των εταιριών στόχων, οι μέθοδοι πληρωμής καθώς και συγκεκριμένες λεπτομέρειες σχετικά με τις εταιρίες και τις συνθήκες συναλλαγής από τη βάση δεδομένων SDC Platinum. Το δείγμα περιελάμβανε όλες τις εταιρίες που προχώρησαν σε ανακοίνωση εξαγοράς για την περίοδο από 01/01/1981 έως 31/12/2001 και πληρούσαν τα παρακάτω κριτήρια :

- τόσο οι εταιρίες στόχοι όσο και οι αγοράστριες εταιρίες είχαν την έδρα τους στη Μεγάλη Βρετανία
- η αξία της συναλλαγής ήταν διαθέσιμη
- η εξαγορά ήταν επιτυχής
- η εκάστοτε αγοράστρια εταιρία ήταν εισηγμένη στο βρετανικό χρηματιστήριο αξιών (LSE, AIM, USM ή London Tech) και τέλος
- δεδομένα όσον αφορά τις τιμές των μετοχών ήταν διαθέσιμα από τη βάση δεδομένων της Datastream.

Το αποτέλεσμα της εφαρμογής των παραπάνω κριτηρίων ήταν ένα δείγμα της τάξης των 8.597 περιπτώσεων από τις οποίες οι 1.098 αφορούσαν περιπτώσεις εξαγοράς εισηγμένων εταιριών ενώ οι υπόλοιπες 7.499 αφορούσαν την εξαγορά μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών στόχων. Το δείγμα περιελάμβανε τόσο θυγατρικές εταιρίες άλλων επιχειρήσεων όσο και ανεξάρτητες εταιρίες στόχους. Επίσης συμπεριελήφθησαν αγοραστές που εμφανίζονταν περισσότερες από μία φορές στο δείγμα, σαν αποτέλεσμα της συμπεριφοράς «διαδοχικών εξαγορών». Συγκεκριμένα συμπεριελάμβανε 2.152 πολλαπλές εξαγορές σε διάστημα 41 ημερών γύρω από μία ημερομηνία εξαγοράς. Όπως προαναφέρθηκε, στο δείγμα των Draper & Paudyal ένας αριθμός αγοραστριών εταιριών εμπλέκονταν σε παραπάνω από μία εξαγορές. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε μείωση του αριθμού των διαθέσιμων δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό «καθαρών» παραμέτρων κινδύνου καθώς επίσης και σε περιορισμό της χρησιμότητας των παραδοσιακών πρακτικών της μεθόδου ανάλυσης γεγονότων (event – analysis). Οι συμβατικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται κατά την μελέτη ανάλυσης γεγονότων στηρίζονται στις μη κανονικές αποδόσεις που υπολογίζονται με βάση το υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών τίτλων (CAPM) ή με βάση κάποια μορφή πολυπαραγοντικών μοντέλων. Στις μεθόδους αυτές, ο υπολογισμός των παραγόντων κινδύνου απαιτεί δεδομένα για τις τιμές των μετοχών για μια μακρά περίοδο υπολογισμού έτσι ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι παράμετροι κινδύνου είναι ανεξάρτητοι από την επίδραση του γεγονότος. Οι Draper & Paudyal προκειμένου να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα αυτό, εξέτασαν τη σημαντικότητα των μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιώντας το $\alpha(a)$

του Jensen τόσο σε μονοπαραγοντικό όσο και σε πολυπαραγοντικό πλαίσιο τιμολόγησης τίτλων. Η προσέγγιση αυτή δεν απαιτεί τα δεδομένα της περιόδου υπολογισμού να είναι «καθαρά» από την επίδραση του υπό εξέταση γεγονότος. Πιο συγκεκριμένα το άλφα του Jensen υπολογίζεται από την ακόλουθη εξίσωση :

$$(R_p - R_f) = \alpha_p + \beta_p (R_M - R_f) + \varepsilon_p$$

όπου

R_p = η απόδοση του χαρτοφυλακίου

R_f = η απόδοση μηδενικού κινδύνου

R_M = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

β_p = ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου και

$(R_p - R_f)$ = το ασφάλιστρο κινδύνου του χαρτοφυλακίου

Η παραπάνω εξίσωση έχει την έννοια ότι αν η απόδοση του χαρτοφυλακίου p υπερéχει (υστερεί) σταθερά των αποδόσεων που προβλέπει το CAPM τότε το α_p θα είναι σημαντικά μεγαλύτερο (μικρότερο) του μηδενός. Προκειμένου να ελεγχθεί η απόδοση των αγοραστών το παραπάνω μοντέλο μετασχηματίστηκε ως εξής :

$$(R_i - R_f) = \alpha + \beta(R_M - R_f) + \varepsilon$$

όπου

R_i = η απόδοση του αγοραστή i κατά τη περίοδο παρατήρησης

Το σκεπτικό είναι ότι εάν οι ανακοινώσεις των εξαγορών παράγουν μη κανονικές αποδόσεις, η αξία του α θα είναι στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν. Ένα αρνητικό άλφα δείχνει ζημία ενώ μία θετική τιμή του α υποδηλώνει θετικές μη κανονικές αποδόσεις.

Λόγω των αποτελεσμάτων μερικών ερευνών [Fama and French (1996), Barber et al. (2001)] περί ανεπάρκειας του μονοπαραγοντικού μοντέλου οι Draper & Paudyal χρησιμοποίησαν και ένα δεύτερο μοντέλο υπολογισμού

των μη κανονικών αποδόσεων. Ουσιαστικά η πρώτη εξίσωση τροποποιήθηκε έτσι ώστε να συμπεριληφθούν επιπρόσθετοι παράγοντες κινδύνου με αποτέλεσμα το α του Jensen να εκτιμηθεί σε πολυπαραγοντικό επίπεδο. Επομένως η προηγούμενη εξίσωση έλαβε τη παρακάτω μορφή :

$$(R_i - R_f) = \alpha + \beta_1(R_M - R_f) + \beta_2SMB + \beta_3HML + \varepsilon$$

όπου

$(R_i - R_f)$ = το ασφάλιστρο κινδύνου για τη μετοχή i γύρω από την ανακοίνωση μιας εξαγοράς

$(R_M - R_f)$ = το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς

SMB = η διαφορά σε επίπεδο απόδοσης ανάμεσα στις μετοχές μικρής αγοράίας κεφαλαιοποίησης και στις αντίστοιχες μεγάλης αγοράίας κεφαλαιοποίησης

HML = η διαφορά σε επίπεδο απόδοσης ανάμεσα στις μετοχές υψηλού δείκτη λογιστικής προς αγοράίας αξίας (BV/MV) και στις αντίστοιχες μετοχές χαμηλού δείκτη.

Τα $(R_i - R_f)$, $(R_M - R_f)$, SMB και HML υπολογίστηκαν με βάση τόσο τη μέθοδο των “Buy and Hold returns” όσο και με τη μέθοδο των “Cumulative Abnormal returns”. Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση ένα σημαντικό άλφα θα υποδηλώνει μη κανονικές αποδόσεις σε ανταπόκριση προς την ανακοίνωση των εξαγορών. Τα “Buy and Hold Returns” και τα “Cumulative Abnormal Returns” υπολογίστηκαν για 4 event windows σχετικά με την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς.

1. Η περίοδος προ της ανακοίνωσης εκτεινόταν από -20 έως -2 μέρες πριν την ανακοίνωση.
2. Η περίοδος της ανακοίνωσης κάλυπτε 3 μέρες (-1 έως +1) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.
3. Η περίοδος μετά την ανακοίνωση ορίστηκε από +2 έως +20 μέρες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς.
4. Τέλος ολόκληρη η περίοδος παρατήρησης η οποία εκτεινόταν από -20 έως +20 μέρες γύρω από την ανακοίνωση.

Πρέπει να σημειωθεί ότι οι Draper & Paudyal υπολόγισαν τόσο μονοπαραγοντικά όσο και πολυπαραγοντικά μοντέλα χρησιμοποιώντας τα “Buy and Hold returns” καθώς και τη μεθοδολογία των “CARs” (Cumulative Abnormal Returns) προκειμένου να εξετάσουν την σθεναρότητα των αποτελεσμάτων ως προς τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του μοντέλου. Από την πλευρά των μετόχων μια στρατηγική “Buy and Hold” είναι ανώτερη και επιφέρει μικρότερα κόστη συναλλαγής. Εν αντιθέσει η μέθοδος των “CARs” προϋποθέτει την καθημερινή αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου προκαλώντας έτσι μεγαλύτερα κόστη συναλλαγών. Στο άρθρο τους οι ερευνητές αναφέρουν τα αποτελέσματα που βασίζονται στη μεθοδολογία των “Buy and Holds” αναλύοντας όπου είναι απαραίτητο τα αποτελέσματα της μεθόδου των “CARs”. Τα σημαντικότερα συμπεράσματα που προέκυψαν από την παραπάνω μελέτη συνοψίζονται παρακάτω :

- Οι αγοραστές εισηγμένων εταιριών στόχων δεν παρουσιάζουν κάποια σημαντική αλλαγή στη τιμή της μετοχής κατά τη περίοδο γύρω από τις ημερομηνίες ανακοίνωσης των εξαγορών. Ωστόσο, οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών κερδίζουν σημαντικές θετικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Οι σημαντικά μεγαλύτερες αποδόσεις που απολαμβάνουν οι μέτοχοι αυτής της κατηγορίας αγοραστριών εταιριών να μην απορρίπτουν την υπόθεση της διαπραγματευτικής δύναμης (bargaining power hypothesis), αλλά υποστηρίζουν τις υποθέσεις των κινήτρων της διοίκησης και της ρευστότητας που έχουν αναφερθεί παραπάνω. Τα κέρδη των αγοραστών ιδιωτικών εταιριών καλύπτουν τις απώλειες εκείνων των εταιριών που εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρίες καταλήγοντας σε μια μικρή αλλά σημαντική θετική απόδοση στους μετόχους των αγοραστριών εταιριών κατά τη διάρκεια της περιόδου παρατήρησης.
- Οι αποδόσεις που παρουσιάζουν οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών εξαρτώνται επίσης από τον τρόπο πληρωμής. Κατά την εξαγορά εισηγμένων εταιριών, οι αγοραστές που πληρώνουν με μετρητά τείνουν να έχουν μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις ενώ αυτοί που χρησιμοποιούν μετοχές ως μέσο πληρωμής, επιβεβαιώνοντας τις προβλέψεις της υπόθεσης ασυμμετρίας πληροφόρησης, παρουσιάζουν

σημαντικές απώλειες. Από την άλλη πλευρά, οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών κερδίζουν σημαντικά μεγάλες θετικές μη κανονικές αποδόσεις με τη χρήση μετρητών. Εντούτοις οι τελευταίοι όταν πληρώνουν με μετοχές κερδίζουν τις μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις παρέχοντας υποστήριξη στις υποθέσεις του εταιρικού ελέγχου και των κινήτρων της διοίκησης.

- Οι αποδόσεις των μετόχων των αγοραστριών εταιριών εξαρτώνται επίσης από το σχετικό μέγεθος των συμμετεχόντων στην εξαγορά, δηλαδή των αγοραστριών εταιριών και των εταιριών στόχων. Εταιρίες που εξαγοράζουν πολύ μικρές -σε σχέση με το δικό τους μέγεθος- εταιρίες στόχους τείνουν να μην παρουσιάζουν κάποια σημαντικά κέρδη. Ωστόσο, αγοράστριες εταιρίες με χαμηλό δείκτη σχετικού μεγέθους κερδίζουν σημαντικά ανώτερες αποδόσεις με την παραπάνω όμως διαφορά να περιορίζεται σε μία σύντομη περίοδο παρατήρησης γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης μιας εξαγοράς.

Τέλος, οι Draper & Paudyal διαπίστωσαν πως τα αποτελέσματα της έρευνάς τους διατηρούνται στο χρόνο. Η απουσία στατιστικά σημαντικών θετικών μη κανονικών αποδόσεων προς τους αγοραστές εισηγμένων εταιριών διατηρείται για όλα τα έτη του δείγματός τους (εκτός από ένα έτος) ενώ οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών δεν παρουσιάζουν απώλειες καθ' όλη την περίοδο του δείγματος.

Τα προαναφερθέντα βιβλιογραφικά ευρήματα εμφανίζονται περιεκτικά στον πίνακα που ακολουθεί.

Μελέτη, περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Πηγή Δεδομένων	Χώρα	Event window	Υπόδειγμα	Κυριότερα Συμπεράσματα
Saeyoung Chang, Εξαγορές μη εισηγμένων (1981-1992) Εξαγορές εισηγμένων (1981-1988)	-281 εξαγορές μη εισηγμένων -255 εξαγορές εισηγμένων	-W.T. Grimm's Mergerstat Review -Dow Jones News Retrieval service	Η.Π.Α	[-1, 0]	Market model	<ul style="list-style-type: none"> -Οι αγοραστές με μετρητά κερδίζουν κατά μέσο όρο μηδενικά CARs (για εισηγμένους και μη εισηγμένους στόχους) -Οι αγοραστές εισηγμένων στόχων με μετοχές παρουσιάζουν σημαντικά αρνητικά CARs -Οι αγοραστές μη εισηγμένων στόχων με μετοχές εμφανίζουν σημαντικά θετικά CARs
James Ang & Ninon Kohers, (1984-1996)	-7.070 εξαγορές μη εισηγμένων -5.302 εξαγορές εισηγμένων	-SDC Mergers and Acquisitions Database	Η.Π.Α	[-15, +15]	Market model	<ul style="list-style-type: none"> -Οι αγοραστές εισηγμένων εταιριών στόχων παρουσιάζουν μηδενικά (μετρητά) ή σημαντικά αρνητικά (μετοχές) CARs -Οι αγοραστές μη εισηγμένων στόχων εμφανίζουν σημαντικά θετικά CARs (ανεξάρτητα μεθόδου πληρωμής) -Οι αγοραστές εισηγμένων στόχων μακροπρόθεσμα (3 έτη μετά την εξαγορά) παρουσιάζουν αρνητικά CARs -Τα αρχικά κέρδη των αγοραστριών εταιριών μη εισηγμένων στόχων δεν αντιστρέφονται μακροπρόθεσμα

Μελέτη, περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Πηγή Δεδομένων	Χώρα	Event window	Υπόδειγμα	Κυριότερα Συμπεράσματα
Kathleen Fuller, Jeffry Netter & Mike Stegemoller (1990-2000)	-3.135 εξαγορές εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιριών	-SDC's U.S. Mergers and Acquisitions Database	Η.Π.Α	[-2, +2]	Adjusted market return or market index model	-Οι αγοραστές εμφανίζουν τις καλύτερες αποδόσεις όταν εξαγοράζουν ιδιωτικές και θυγατρικές εταιρίες με μετοχές, μετά ακολουθεί η αγορά ιδιωτικών και θυγατρικών στόχων με μετρητά, στη συνέχεια έπονται οι εισηγμένες εταιρίες με μετρητά και τελικά οι αγοραστές λαμβάνουν τις χειρότερες αποδόσεις κατά την εξαγορά εισηγμένων επιχειρήσεων με τη χρήση μετοχών
Mara Faccio, John J. McConnell & David Stolin (1996-2001)	-1.956 εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών -1.738 εξαγορές μη εισηγμένων θυγατρικών -735 εξαγορές εισηγμένων εταιριών	-SDC Platinum TM Worldwide Mergers and Acquisitions Database	17 Δυτικές Ευρωπαϊκές χώρες	[-2, +2]	Market Adjusted Return Model	- Οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών & θυγατρικών κερδίζουν θετικά και μεγαλύτερα CARs από τους αγοραστές εισηγμένων στόχων -Η εξαγορά εισηγμένων στόχων με μετοχές εμφανίζει σημαντικά αρνητικά CARs -Η εξαγορά ιδιωτικών στόχων αποφέρει θετικά CARs ανεξάρτητα μεθόδου πληρωμής -Τα CAARs για τις ευρωπαϊκές χώρες πλησιάζουν αυτά των ΗΠΑ.

Μελέτη, περίοδος	Μέγεθος δείγματος	Πηγή Δεδομένων	Χώρα	Event window	Υπόδειγμα	Κυριότερα Συμπεράσματα
Paul Draper & Krishna Paudyal (1981-2001)	-7.499 εξαγορές μη εισηγμένων -1.098 εξαγορές εισηγμένων	-SDC Platinum	Ηνωμένο Βασίλειο	[-20, -2] [-1, +1] [+2, +20] [-20, +20]	-CAPM -Fama-French three factor model	<ul style="list-style-type: none"> -Οι αγοραστές εισηγμένων στόχων δεν παρουσιάζουν κάποια σημαντική αλλαγή στη τιμή της μετοχής κατά τη περίοδο γύρω από τις ημερομηνίες ανακοίνωσης των εξαγορών. -Οι αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών κερδίζουν σημαντικές θετικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου -Οι αγοραστές εισηγμένων στόχων κερδίζουν μηδενικά (μετρητά) ή σημαντικά αρνητικά (μετοχές) CARs -Οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων κερδίζουν θετικά στατιστικά σημαντικά CARs (η πληρωμή με μετοχές επιφέρει τα μεγαλύτερα CARs) -Τα αποτελέσματα της έρευνας διατηρούνται στο χρόνο

Μέρος 3^ο : Δείγμα - Μεθοδολογία

3.1 Δείγμα

Η παρούσα μελέτη έχει ως βασικό στόχο τη σύγκριση των μετοχικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών σε εξαγορές ιδιωτικών εταιριών με τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων εταιριών στόχων στην Ευρώπη. Για το λόγο αυτό, έγινε επιλογή των παρακάτω 6 ευρωπαϊκών χωρών :

1. Ολλανδία
2. Γερμανία
3. Ιταλία
4. Γαλλία
5. Ισπανία
6. Σουηδία

Για τις παραπάνω χώρες, συλλέξαμε δεδομένα σχετικά με τη δραστηριότητα των εξαγορών για την περίοδο από 1^η Ιανουαρίου 1993 έως 31^η Δεκεμβρίου 2006. Τα παραπάνω δεδομένα προήλθαν από την Thomson One Banker Deals Database, γνωστή επίσης και ως Platinum SDC. Το αρχικό δείγμα αποτελείτο από 1.261 περιπτώσεις εξαγορών από τις οποίες οι 646 αφορούσαν ιδιωτικούς στόχους και οι υπόλοιπες 615 εισηγμένες εταιρίες στόχους.

Στη συνέχεια, στο προαναφερόμενο δείγμα, εφαρμόσθηκε ένας αριθμός περιορισμών – φίλτρων τα οποία είχαν ως εξής :

- 1.** Οι αγοράστριες εταιρίες είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά της εκάστοτε χώρας στην οποία ανήκουν και έχουν διαθέσιμα στοιχεία σχετικά με τις εξαγορές, καταχωρημένα στη βάση δεδομένων της Thomson One Banker Deals (TOBD)
- 2.** Οι υπό εξέταση περιπτώσεις αφορούν μόνο εθνικές συναλλαγές.
- 3.** Η αγοράστρια εταιρία δεν κατείχε πριν την εξαγορά ποσοστό της εταιρίας στόχου μεγαλύτερο του 50%, ενώ μετά την εξαγορά το

ποσοστό επί της τελευταίας θα πρέπει να ανέρχεται πάνω από 50% (πλήρης έλεγχος της κυριότητας της εταιρίας στόχου).

4. Λαμβάνονται υπόψη, εξαγορές οι οποίες ολοκληρώθηκαν (στη TOBD χαρακτηρίζονται ως completed)
5. Η αξία της συναλλαγής πρέπει να ξεπερνά σε αξία το \$1 εκατ. δολάρια.
6. Δεν πρέπει να υπάρχουν αγοραστές που να έχουν κάνει διαδοχικές εξαγορές για περίοδο μικρότερη του 1 έτους (προκειμένου να υπάρχει μία «καθαρή» περίοδο υπολογισμού των αποδόσεων για την εφαρμογή του μοντέλου της αγοράς) .

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Σουηδία αφαιρέθηκε από το δείγμα λόγω αδυναμίας εύρεσης των εταιριών με βάση την επωνυμία τους στη βάση δεδομένων της Datastream. Με την εφαρμογή των παραπάνω περιορισμών - φίλτρων και την προαναφερθείσα αφαίρεση των σουηδικών εταιριών καταλήξαμε στο τελικό μας δείγμα που περιελάμβανε 411 προσφορές εξαγοράς από τις οποίες οι 144 αφορούσαν εισηγμένους στόχους και οι υπόλοιπες 267 ιδιωτικές εταιρίες στόχους.

Στον πίνακα που ακολουθεί φαίνεται η κατανομή του αριθμού των εξαγορών ανάμεσα στις 5 υπό εξέταση χώρες (έχει αποκλειστεί η Σουηδία) καθώς και η διάκρισή τους ανάλογα με την κατάσταση της εταιρίας στόχου (εισηγμένη – μη εισηγμένη). Γίνεται εύκολα αντιληπτό πως στα πλαίσια του δείγματος, η Γαλλία είναι η χώρα με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα εξαγορών.

Πίνακας 5

Χώρες	Εισηγμένοι στόχοι	Μη εισηγμένοι στόχοι	Σύνολο
Ολλανδία	15	29	44
Γερμανία	25	28	53
Ιταλία	20	64	84
Γαλλία	67	83	150
Ισπανία	17	63	80
Σύνολο	144	267	411

Το σύνολο των δεδομένων περιλαμβάνει τις ημερήσιες τιμές των μετοχών καθώς και των Χρηματιστηριακών δεικτών των 5 χωρών από τη Datastream, πληροφορίες σχετικά με τη μέθοδο πληρωμής (μετρητά, μετοχές ή συνδυασμός των παραπάνω), την αξία των συναλλαγών και τις ημερήσιες τιμές του δείκτη «Αγοραία προς Λογιστική Αξία» (MV/BV). Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για κάθε μία από τις 5 χώρες φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 6

Χώρα	Χρηματιστηριακός Δείκτης
Ολλανδία	AEX INEX
Γερμανία	DAX 30
Ιταλία	Milan MibTel
Γαλλία	CAC 40
Ισπανία	IBEX 35

Η μέση συνολική αξία των συναλλαγών που αφορούν εισηγμένες εταιρίες στόχους είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των ιδιωτικών εταιριών στόχων όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 7

	Μέση αξία συναλλαγών	Διάμεση αξία συναλλαγών
Αγορά Εισηγμένων στόχων	2.320,58 (σε εκατ. \$)	288,75 (σε εκατ. \$)
Αγορά Ιδιωτικών στόχων	135,61 (σε εκατ. \$)	19,20 (σε εκατ. \$)

Επίσης από τις 411 περιπτώσεις εξαγορών, στις 260 χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των μετρητών, στις 92 η πληρωμή έγινε με μετοχές ενώ στις υπόλοιπες 59 χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός μετρητών και μετοχών. Τέλος,

τα παραπάνω φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα στον οποίο γίνεται και διάκριση ανάλογα με το αν η εταιρία στόχος είναι εισηγμένη ή ιδιωτική εταιρία.

Πίνακας 8

	Μετρητά	Μετοχές	Συνδυασμός	Σύνολο
Εισηγμένοι Στόχοι	63	60	21	144
Ιδιωτικοί Στόχοι	197	32	38	267
Σύνολο	260	92	59	411

Όπως παρατηρούμε παραπάνω, υπάρχει μία προτίμηση των αγοραστών μη εισηγμένων εταιριών στόχων για τις μετοχές, ως μέθοδο πληρωμής, ενώ για τους αγοραστές εισηγμένων στόχων δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά μεταξύ των δύο βασικών μεθόδων (μετρητά ή μετοχές).

3.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία αποτελείται από δύο μέρη. Το πρώτο μέρος περιέχει μία μονομεταβλητή ανάλυση (univariate analysis) όσον αφορά στον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών επιχειρήσεων, μια εξέταση των διαφορών τους ανάμεσα σε προσφορές με μετρητά και μετοχές και μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιριών στόχων. Το δεύτερο μέρος περιέχει μία ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης μέσω της οποίας γίνεται προσπάθεια ελέγχου των αποτελεσμάτων της μονομεταβλητής ανάλυσης, όσον αφορά στους προσδιοριστικούς παράγοντες των μη κανονικών αποδόσεων, με την συμπερίληψη και άλλων μεταβλητών εκτός από τον τρόπο πληρωμής (μετρητά – μετοχές - συνδυασμός των δύο) και την κατάσταση της εταιρίας στόχου (εισηγμένη - μη εισηγμένη).

Στο σημείο αυτό, πριν προχωρήσουμε σε εκτενέστερη περιγραφή της μεθοδολογίας, πρέπει να αναφερθεί ότι για τους σκοπούς της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν ημερήσια και όχι μηνιαία δεδομένα. Τα ημερήσια και τα μηνιαία δεδομένα διαφέρουν μεταξύ τους σε μερικά σημαντικά ζητήματα [S. J.

Brown and J. B. Warner : Event studies with daily returns, (1984)]. Η χρησιμοποίηση ημερησίων δεδομένων σε μελέτες ανάλυσης γεγονότος εμπεριέχει έναν αριθμό πιθανών σημαντικών προβλημάτων, τα οποία μπορούν να συνοψιστούν ως εξής :

- Μη κανονικότητα

Η ημερήσια μετοχική απόδοση για μία μεμονωμένη μετοχή παρουσιάζει σημαντικές αποκλίσεις από την κανονικότητα, μια συμπεριφορά που δεν παρατηρείται με τα μηνιαία δεδομένα. Γενικά τα στοιχεία δείχνουν ότι οι κατανομές των ημερησίων δεδομένων έχουν πιο «χοντρές ουρές» (fat-tailed) σε σχέση με τις αντίστοιχες της κανονικής κατανομής [Fama (1976), page 21]. Οι Brown & Warner ύστερα από έρευνα κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η μη κανονικότητα των ημερησίων δεδομένων δεν έχει φανερή επίπτωση στις μεθοδολογίες ανάλυσης γεγονότων. Παρά το γεγονός ότι οι ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι επίσης σε μεγάλο βαθμό μη κανονικές, υπάρχουν ενδείξεις ότι η μέση μη κανονική απόδοση σε μια διαστρωμάτωση μετοχών συγκλίνει στην κανονική κατανομή καθώς ο αριθμός των μετοχών του δείγματος αυξάνεται. Τυπικοί παραμετρικοί έλεγχοι για τη σημαντικότητα των μέσων μη κανονικών αποδόσεων, σύμφωνα με μελέτες, ορίζονται «ορθά». Ενδέχεται μάλιστα, η ισχύς ορισμένων ελέγχων να είναι μεγαλύτερη με ημερήσια απ' ό,τι με μηνιαία δεδομένα.

- Μη σύγχρονες συναλλαγές και η εκτίμηση των παραμέτρων του μοντέλου της αγοράς

Στην περίπτωση όπου η απόδοση μιας μετοχής και η απόδοση του δείκτη της αγοράς μετρώνται η κάθε μία σε διαφορετικό συναλλακτικό διάστημα, οι εκτιμήσεις της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων είναι μεροληπτικές και ασυνεπείς. Με τη χρήση ημερησίων δεδομένων, η μεροληψία μπορεί να γίνει ακόμη πιο έντονη [Scholes & Williams (1977), page 324 and Dimson (1979), page 197]. Μέθοδοι διαφορετικοί από τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων για την εκτίμηση του μοντέλου της αγοράς, παρόντος του προβλήματος των μη σύγχρονων συναλλαγών, δεν επιφέρουν ξεκάθαρα οφέλη στη διαπίστωση μη κανονικής απόδοσης.

Ενδέχεται κάποιες μεθοδολογίες να μειώνουν πράγματι τις μεροληψίες των εκτιμήσεων της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων για το β. Ωστόσο τα χαρακτηριστικά και η ισχύς των παραπάνω ελέγχων για τις μη κανονικές αποδόσεις είναι παρόμοια με αυτά που αποκτώνται από τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων για το μοντέλο της αγοράς.

- Η εκτίμηση της διακύμανσης

Τόσο με ημερήσια όσο και με μηνιαία δεδομένα, η εκτίμηση της διακύμανσης της μέσης μη κανονικής απόδοσης του δείγματος είναι σημαντική για ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας. Οι Brown & Warner εξέτασαν διάφορα ζητήματα εκτίμησης της διακύμανσης. Το πρώτο ζήτημα είχε σχέση με τις ιδιότητες των χρονολογικών σειρών των ημερήσιων δεδομένων. Ως συνέπεια των μη σύγχρονων συναλλαγών, οι ημερήσιες μη κανονικές αποδόσεις ενδέχεται να παρουσιάζουν γραμμική συσχέτιση. Οι Brown & Warner εξέτασαν την παρουσία γραμμικής συσχέτισης στις μη κανονικές αποδόσεις καθώς και τις επιπτώσεις αυτής. Το δεύτερο ζήτημα ήταν η διαστρωματική εξάρτηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Σε αντίθεση με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, οι Brown & Warner δεν ασχολήθηκαν με τα οφέλη της ενσωμάτωσης της διαστρωματικής συσχέτισης στον εκτιμητή της διακύμανσης για τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις, αλλά με τα πιθανά κόστη από την προαναφερθείσα ενσωμάτωση. Το τρίτο και τελευταίο ζήτημα ήταν η στασιμότητα των ημερησίων διακυμάνσεων. Υπάρχουν ενδείξεις ότι η διακύμανση των μετοχικών αποδόσεων αυξάνει για τις μέρες γύρω από γεγονότα όπως η ανακοίνωση κερδών. Οι Brown & Warner εξέτασαν το πώς αυτή η πιθανότητα επιδρά πάνω στις διαδικασίες ανάλυσης γεγονότων. Κατά τη μελέτη των επιπτώσεων της προσαρμογής της διαστρωματικής εξάρτησης των μη κανονικών αποδόσεων στις εκτιμήσεις της διακύμανσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μόνο σε ειδικές περιπτώσεις είναι σημαντική μια τέτοια προσαρμογή ώστε να αποτραπεί ο λανθασμένος προσδιορισμός των τελευταίων. Πιθανότατα υπάρχει επιπλέον και ένα μεγάλο κόστος για τέτοιου είδους ενέργειες. Εξάλλου, έλεγχοι που υποθέτουν μη μηδενική διαστρωματική εξάρτηση είναι λιγότερο ισχυροί και συνήθως όχι καλύτερα ορισμένοι από εκείνους που

υποθέτουν ανεξαρτησία. Ύστερα από την ανάλυση των διαφορών μεταξύ ημερησίων και μηνιαίων δεδομένων και αφού έχει διαπιστωθεί ότι οι πρώτες δεν επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματα της ανάλυσης προχωρούμε με την περιγραφή της μεθοδολογίας σε εκτενέστερο βαθμό.

3.3 Μονομεταβλητή Ανάλυση

Ο ημερήσιος ρυθμός απόδοσης για κάθε μετοχή $j = 1, 2, 3, \dots, N$ δίνεται από τον τύπο :

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{j(t-1)}}{P_{j(t-1)}} \quad (1)$$

όπου

P_{jt} = η τιμή της μετοχής j στο τέλος της ημέρας $t = 1, 2, 3, \dots, T$

$P_{j(t-1)}$ = η τιμή της μετοχής j στο τέλος της ημέρας $t - 1$

Σημείωση : Το διανεμόμενο μέρισμα θεωρήθηκε σε όλες τις περιπτώσεις ίσο με το μηδέν (0).

Ο υπολογισμός των κερδών των μετόχων στο δείγμα από τις προσφορές εξαγοράς έγινε υπό το πλαίσιο της τυπικής ανάλυσης γεγονότων, με τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών, ο οποίος είναι ως εξής :

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt}) \quad (2)$$

όπου

AR_{jt} = η μη κανονική απόδοση της μετοχής j στο χρόνο t όπως παραπάνω

R_{jt} = οι αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$ = οι προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα.

Για την παραγωγή των προβλεπόμενων αποδόσεων τα αποτελέσματα βασίσθηκαν στο λεγόμενο μοντέλο της αγοράς (market model) που παρουσιάζεται αμέσως μετά.

$$E(R_{jt}) = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

όπου

R_{mt} = η απόδοση του δείκτη της αγοράς της εκάστοτε χώρας στο χρόνο t (τα δεδομένα για τις τιμές του δείκτη κάθε χώρας συλλέχτηκαν από τη Datastream)

Κατά τη διάρκεια της ανάλυσης εξετάστηκαν τα παρακάτω event windows :

1. Η περίοδος προ της ανακοίνωσης [-30, 0]
2. Η περίοδος ανακοίνωσης [-5, +5]
3. Η ημερομηνία ανακοίνωσης ή αλλιώς η ημέρα 0 [0]
4. Η περίοδος μετά την ανακοίνωση [0, +30]
5. Ολόκληρη η περίοδος παρατήρησης [-30, +30]

Για κάθε event window υπολογίσθηκαν οι αντίστοιχες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις [Cumulative Average Abnormal Returns (CAARs)] που δίνονται από τον παρακάτω τύπο :

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_t \quad (4)$$

όπου

$t = -n, \dots, +n$ μέρες (το μήκος των event windows) και

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N} \quad (5)$$

όπου

$j = 1, 2, \dots, N$ είναι οι εταιρίες του δείγματος και

AR_{jt} = η μη κανονική απόδοση για κάθε εταιρία j του δείγματος στο χρόνο t

Η στατιστική σημαντικότητα των AARs και των CAARs ελέγχεται χρησιμοποιώντας τα t-statistics των Brown & Warner (1985) :

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)} \quad (6)$$

και

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} * S(AAR_t)} \quad (7)$$

3.4 Ανάλυση Συσχέτισης (Correlation Analysis)

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης θα εφαρμόσουμε μία ανάλυση συσχέτισης προκειμένου να διαπιστώσουμε το βαθμό συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών που περιέχονται στην εξίσωση παλινδρόμησης. Ειδικότερα, ο συντελεστής συσχέτισης (coefficient of correlation) αποτελεί ένα μέτρο της ισχύος της σχέσης μεταξύ των μεταβλητών. Με άλλα λόγια εξετάζει κατά πόσο οι αλλαγές σε μια μεταβλητή μπορούν να προβλεφθούν από τις αλλαγές μιας άλλης μεταβλητής. Σε περίπτωση όπου η τιμή του παραπάνω συντελεστή είναι πάνω από 50%, τότε υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των εξεταζομένων μεταβλητών και ως εκ τούτου η μία από τις δύο θα πρέπει να μη συμπεριληφθεί στην εξίσωση παλινδρόμησης.

3.5 Ανάλυση Πολλαπλής Παλινδρόμησης

Προκειμένου να βρούμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες των κερδών των αγοραστριών εταιριών μέσω των CARs τους, μέσα σε ένα πολυμεταβλητό πλαίσιο «τρέχουμε» μία δραστηριακή παλινδρόμηση (cross sectional OLS regression) της ακόλουθης μορφής :

$$CAR_j = \alpha + \sum_{j=1}^N X_j + \varepsilon_j \quad (8)$$

όπου

CAR_j = η αθροιστική μη κανονική απόδοση για κάθε εταιρία j

α = η σταθερά της παλινδρόμησης

X_j = ένα διάνυσμα που περιλαμβάνει τις επεξηγηματικές μεταβλητές για κάθε εταιρία j και

ϵ_j = τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης (ο όρος λάθους) τα οποία θεωρούνται όμοια και κανονικά κατανομημένα.

Οι επεξηγηματικές μεταβλητές είναι τρεις ψευδομεταβλητές (*dummy variables*) καθώς και δύο αριθμητικές μεταβλητές, οι οποίες παρουσιάζονται παρακάτω:

- η *PRPU* εξετάζει την κατάσταση της εταιρίας στόχου, δηλαδή αν η εταιρία που γίνεται στόχος εξαγοράς είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή όχι (ψευδομεταβλητή)
- η *CSM* αναφέρεται στη μέθοδο πληρωμής που χρησιμοποιείται κατά την εξαγορά, δηλαδή μετρητά, μετοχές ή συνδυασμό των δύο (ψευδομεταβλητή)
- η *CD* που εξετάζει την επίδραση της χώρας από την οποία προήλθε κάθε εξαγορά (ψευδομεταβλητή)
- η *MTBV* που αναφέρεται στο δείκτη «αγοραία / λογιστική αξία» του κάθε αγοραστή υπολογιζόμενη 31 μέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης (αριθμητική μεταβλητή)
- η *BT* που δηλώνει το ποσοστό του στόχου που κατείχε πριν την εξαγορά η αγοράστρια εταιρία (αριθμητική μεταβλητή)

Κανονικά στις μεταβλητές μας θα έπρεπε να συμπεριληφθεί και η *HF* που αναφέρεται στον εάν η εξαγορά ήταν εχθρική (*hostile*) ή φιλική (*friendly*). Επειδή όμως η συντριπτική πλειοψηφία των υπό εξέταση εξαγορών είναι φιλικές αποφασίστηκε να μη συμπεριληφθεί στην ανάλυσή μας.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει ιδιαίτερη αναφορά για τις μεταβλητές *CSM* και *CD*. Όπως είναι ευρύτερα γνωστό μια ψευδομεταβλητή μπορεί να πάρει τις τιμές 0 ή 1. Στη περίπτωση όμως, ονομαστικών μεταβλητών με περισσότερες από δύο διαβαθμίσεις, πρέπει να δημιουργηθούν πολλαπλές ψευδομεταβλητές που θα αντικαταστήσουν την αρχική ονομαστική μεταβλητή. Ο αριθμός των ψευδομεταβλητών που θα δημιουργηθεί είναι $k-1$, όπου k είναι ο αριθμός των διαβαθμίσεων της αρχικής μεταβλητής. Η απόφαση για το ποια διαβάθμιση δεν θα «κωδικοποιηθεί» είναι συνήθως αυθαίρετη. Η διαβάθμιση

που δεν θα κατηγοριοποιηθεί είναι εκείνη με την οποία θα συγκριθούν όλες οι άλλες διαβαθμίσεις. Ως τέτοια, αυτή που δεν κωδικοποιείται συνήθως είναι η μεγαλύτερη διαβάθμιση, δηλαδή αυτή με τις περισσότερες παρατηρήσεις. Στην περίπτωση που κάποια από τις κωδικοποιημένες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντική κατά την παλινδρόμηση, αυτό συνεπάγεται ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντικότερη συγκρινόμενη με αυτήν που δεν κωδικοποιήθηκε. Αντιθέτως, αν καμία από τις συμπεριληφθείσες μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντική, τότε επαναλαμβάνουμε τη διαδικασία συμπεριλαμβάνοντας την μεταβλητή που δεν κωδικοποιήθηκε αρχικά και αποκλείοντας κάποια από τις υπόλοιπες.

(Η παραπάνω διαδικασία διαχείρισης των ψευδομεταβλητών αναφέρεται στην ιστοσελίδα του τμήματος Data and Statistical Services του Princeton University καθώς και στην ιστοσελίδα του τμήματος Division of Statistics and Scientific Computation του University of Texas At Austin – Οι ιστοσελίδες είναι διαθέσιμες στη βιβλιογραφία)

Στη συνέχεια παρατίθενται τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης και της ανάλυσης πολλαπλής παλινδρόμησης καθώς και τα συμπεράσματα που συνάγονται από αυτές.

Μέρος 4^ο : Εμπειρικά Αποτελέσματα

4.1 Αποτελέσματα μονομεταβλητής ανάλυσης

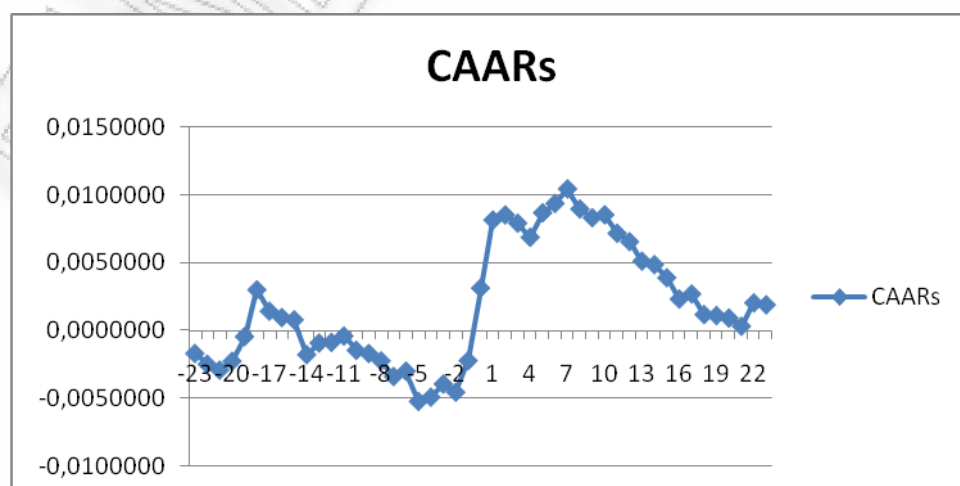
Παρακάτω παρουσιάζονται οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών που παράχθηκαν από το μοντέλο της αγοράς (market model) για διάφορα event windows. Ολόκληρο το δείγμα των αγοραστριών επιχειρήσεων εμφανίζει θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) οι οποίες είναι μη στατιστικά σημαντικές όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 9

Event Windows	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Σύνολο Εξαγορών (εισηγμένες και μη εισηγμένες)	0,191%	0,314%	0,534%	0,391%	2,864%
t-statistics	(0,173)	(0,362)	(3,306)^a	(0,443)	(1,549)

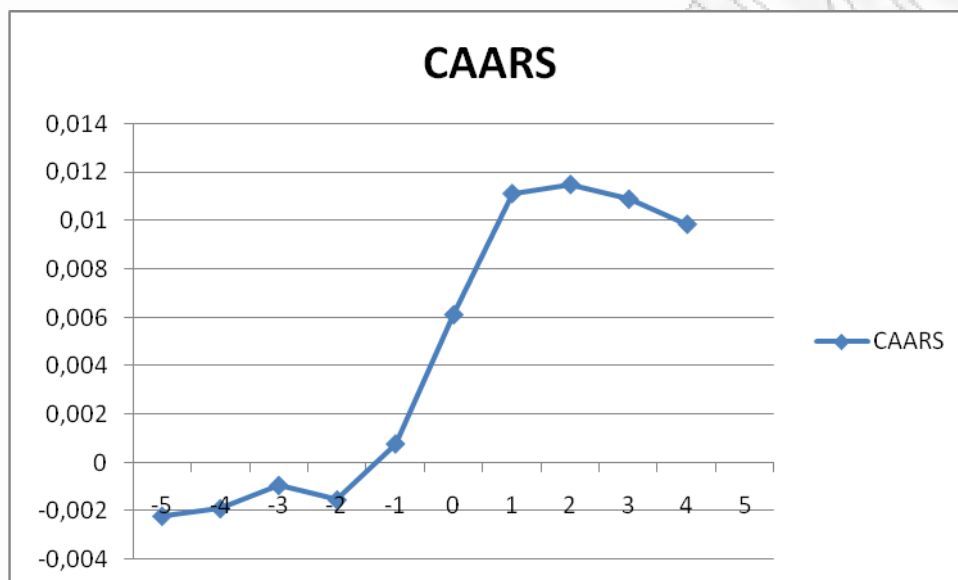
Όπως φαίνεται παραπάνω οι μόνες στατιστικά σημαντικές ($t = 3,306$) αποδόσεις εμφανίζονται στο event window [0] δηλαδή κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ οι μεγαλύτερες αποδόσεις παράγονται στο event window [-5, +5] γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης χωρίς να είναι όμως στατιστικά σημαντικές. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα διαγράμματα εξέλιξης των CAARs σε συνάρτηση με το χρόνο για τα event windows [-30, +30] & [-5, +5].

Διάγραμμα 1



Γίνεται εύκολα αντιληπτό, από τον προηγούμενο πίνακα αλλά και από αυτόν που ακολουθεί, ότι οι μη κανονικές αποδόσεις αυξάνονται κατά την περίοδο αμέσως πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης για να ακολουθήσει στη συνέχεια μία ύφεση για την περίοδο ενός μηνός μετά την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς.

Διάγραμμα 2



Όσον αφορά στη διάκριση του δείγματος σε εξαγορές εισηγμένων εταιριών και σε εξαγορές ιδιωτικών εταιριών στόχων τα αποτελέσματα φαίνονται στους ακόλουθους πίνακες.

Πίνακας 10

	Εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων				
Event Windows	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Σύνολο χωρών(CAARs)	-1,121%	-0,063%	0,500%	-0,608%	1,383%
t-statistics	(-0,748)	(-0,058)	(2,289)^b	(-0,522)	(1,324)

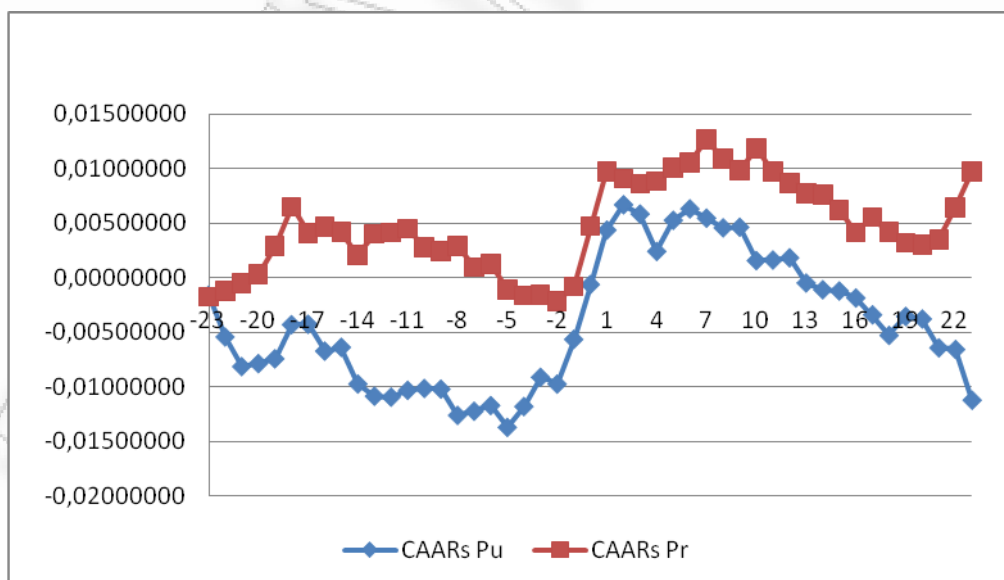
Πίνακας 11

	Εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων				
Event Windows	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Σύνολο χωρών(CAARs)	0,976%	0,475%	0,552%	1,053%	2,801%
t-statistics	(0,763)	(0,509)	(2,960)^a	(1,013)	(1,515)

Σύμφωνα με τους παραπάνω πίνακες, οι αποδόσεις των αγοραστών τόσων εισηγμένων εταιριών όσο και μη εισηγμένων εταιριών στόχων φαίνεται να κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα κατά τη ημερομηνία ανακοίνωσης. Στα υπόλοιπα event windows, όμως, παρά το γεγονός ότι τα CAARs είναι μη στατιστικά σημαντικά οι αποδόσεις για τους αγοραστές μη εισηγμένων στόχων είναι θετικές και μεγαλύτερες σε σχέση με τις αντίστοιχες για τους αγοραστές εισηγμένων εταιριών στόχων. Στο διάγραμμα που ακολουθεί φαίνεται καθαρά το παραπάνω συμπέρασμα.

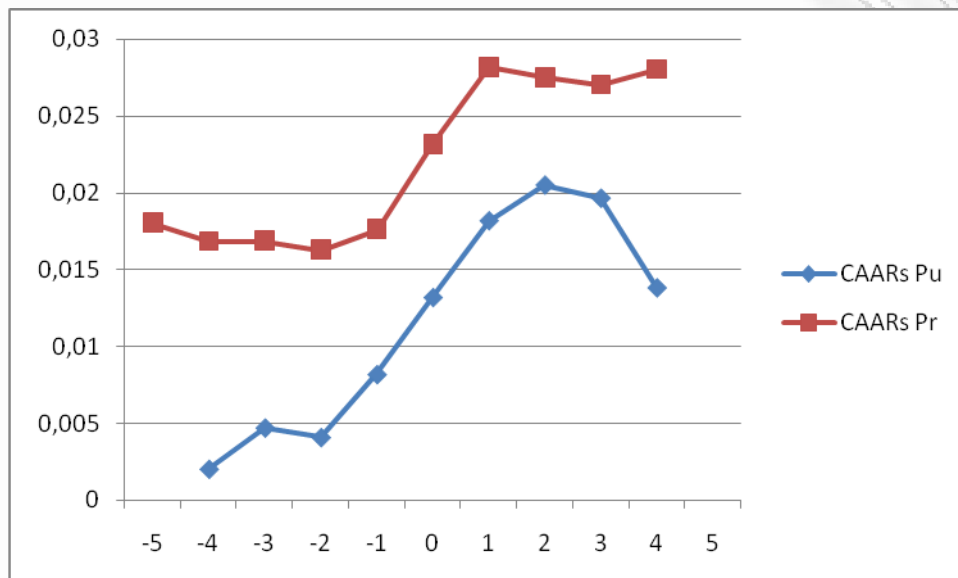
Διάγραμμα 3

Event Window [-30, +30]



Διάγραμμα 4

Event Window [-5, +5]



(Στο παράρτημα παρουσιάζονται τα διαγράμματα για όλα τα event windows)

Στα παραπάνω διαγράμματα είναι εμφανής η διαφορά ανάμεσα στις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις εκείνων που εξαγοράζουν μη εισηγμένες εταιρίες και στις αντίστοιχες αποδόσεις εκείνων που επιλέγουν εισηγμένες εταιρίες στόχους. Τα παραπάνω συμπεράσματα συμφωνούν με τα αποτελέσματα των ερευνών που προαναφέραμε κατά την προεπισκόπηση της βιβλιογραφίας, όπου οι αγοραστές μη εισηγμένων στόχων κερδίζουν θετικές και μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις αρνητικές (μη σημαντικές) ή μηδενικές αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων εταιριών στόχων.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται πίνακες με τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για εξαγορές τόσο εισηγμένων όσο και μη εισηγμένων εταιριών στόχο για κάθε χώρα του δείγματος ξεχωριστά. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα σημαντικά αρνητικά CAARs για τις ιταλικές αγοράστριες εταιρίες που προχωρούν στην εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων.

Πίνακας 12

CAARs για αγοραστές εισηγμένων στόχων ανά χώρα δραστηριότητας

Event window	Εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων				
	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Ολλανδία	0,331%	4,392%	1,504%	-2,556%	1,350%
(t-stat)	(0,066)	(1,137)	(2,065)^b	(-0,745)	(0,712)
Γερμανία	-2,671%	-0,324%	0,436%	-2,183%	0,725%
t-stat	(-0,660)	(-0,137)	(0,739)	(-0,657)	(0,285)
Ιταλία	-7,235%	-4,512%	0,181%	-2,540%	-1,494%
t-stat	(-2.204)^b	(-2.050)^b	(0,378)	(-1.021)	(-0,600)
Γαλλία	0,493%	-0,079%	0,448%	1,022%	1,679%
t-stat	(0,238)	(-0,050)	(1,479)	(0,724)	(1,366)
Ισπανία	2,291%	3,001%	0,291%	-0,418%	5,570%
t-stat	(0,658)	(1,421)	(0,574)	(-0,151)	(3,629)^a

Πίνακας 13

CAARs για αγοραστές μη εισηγμένων στόχων ανά χώρα δραστηριότητας

Event window	Εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων				
	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Ολλανδία	0,091%	-0,886%	0,611%	1,588%	1,453%
t-stat	(0,034)	(-0,424)	(1,540)	(0,858)	(0,741)
Γερμανία	3,367%	0,384%	1,106%	4,089%	4,843%
t-stat	(0,545)	(0,076)	(1,227)	(1,085)	(1,800)^c
Ιταλία	2,181%	0,045%	-0,151%	1,984%	1,585%
t-stat	(1,069)	(0,056)	(-0,508)	(1,054)	(0,565)
Γαλλία	-0,873%	0,385%	0,562%	-0,696%	1,452%
t-stat	(-0,329)	(0,200)	(1,455)	(-0,359)	(0,000)
Ισπανία	1,204%	1,129%	0,980%	1,055%	-0,376%
t-stat	(0,579)	(0,677)	(3,229)^a	(0,658)	(-0,220)

Όσον αφορά τη μέθοδο πληρωμής, τα αποτελέσματα συνοψίζονται στους παρακάτω πίνακες.

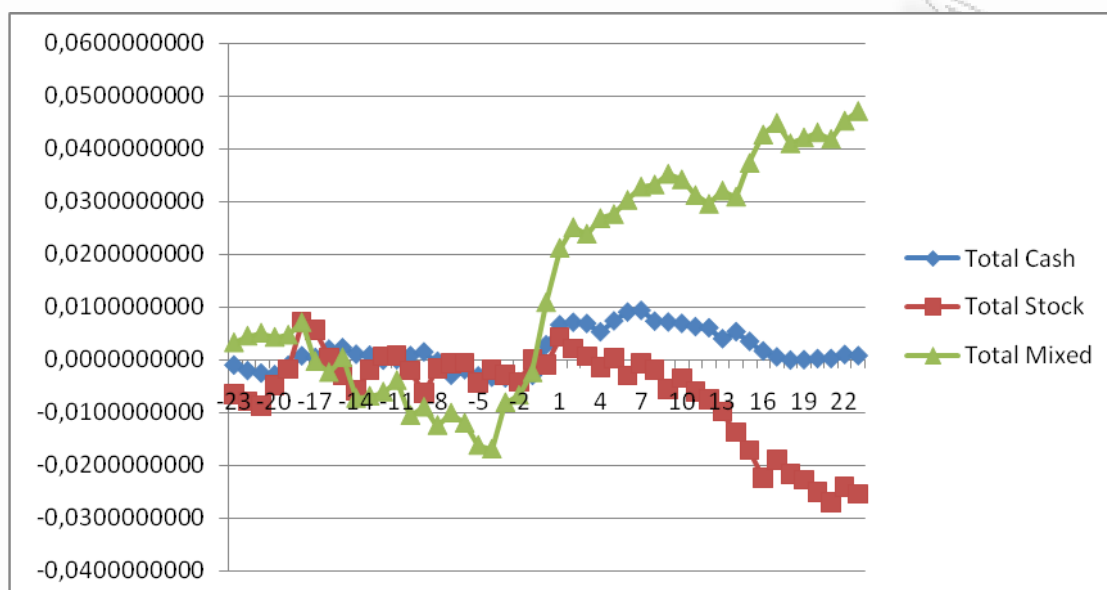
Πίνακας 14

Event windows	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Προσφορές με μετρητά για όλο το δείγμα					
CAARs	0,069%	0,275%	0,580%	0,374%	0,718%
(t-statistics)	(0,066)	(0,339)	(3,792)^a	(0,417)	(0,697)
Προσφορές με μετοχές για όλο το δείγμα					
CAARs	-2,54%	-0,098%	-0,097%	-2,619%	-0,092%
(t-statistics)	(-1,144)	(-0,054)	(-0,300)	(-2,067)^b	(-0,009)
Προσφορές με συνδυασμό για όλο το δείγμα					
CAARs	4,707%	1,081%	1,326%	4,952%	4,297%
(t-statistics)	(1,708)^c	(0,471)	(3,300)^a	(2,578)^a	(2,628)^a

Όλοι οι αγοραστές που χρησιμοποιούν μετρητά ως μέθοδο πληρωμής παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις μη στατιστικά σημαντικές [εκτός από το event window [0] όπου το CAAR είναι της τάξης 0,580% ($t = 3,792$)], οι οποίες είναι μεγαλύτερες από αυτές που παρουσιάζονται από αγοραστές που χρησιμοποιούν μετοχές. Ενδεικτικά για το event window [0, +30] μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση για τους αγοραστές με μετοχές είναι αρνητική ίση με -2,619% η οποία είναι στατιστικά σημαντική ($t = -2,067^b$). Τις μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις τις παρουσιάζουν εκείνοι οι αγοραστές που χρησιμοποιούν ως μέθοδο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών. Όπως φαίνεται και παραπάνω οι μη κανονικές αποδόσεις για αυτήν την κατηγορία αγοραστών είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές 4,707% ($t=1,708^c$) για το [-30, +30], 1,326% ($t=3,300^a$) για το [0], 4,952% ($t=2,578^a$) για το [0, +30] και 4,021% ($t=2,459^b$) για τη περίοδο [-5, +5] γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Τα παραπάνω συμπεράσματα είναι εύκολα ορατά στα παρακάτω διαγράμματα.

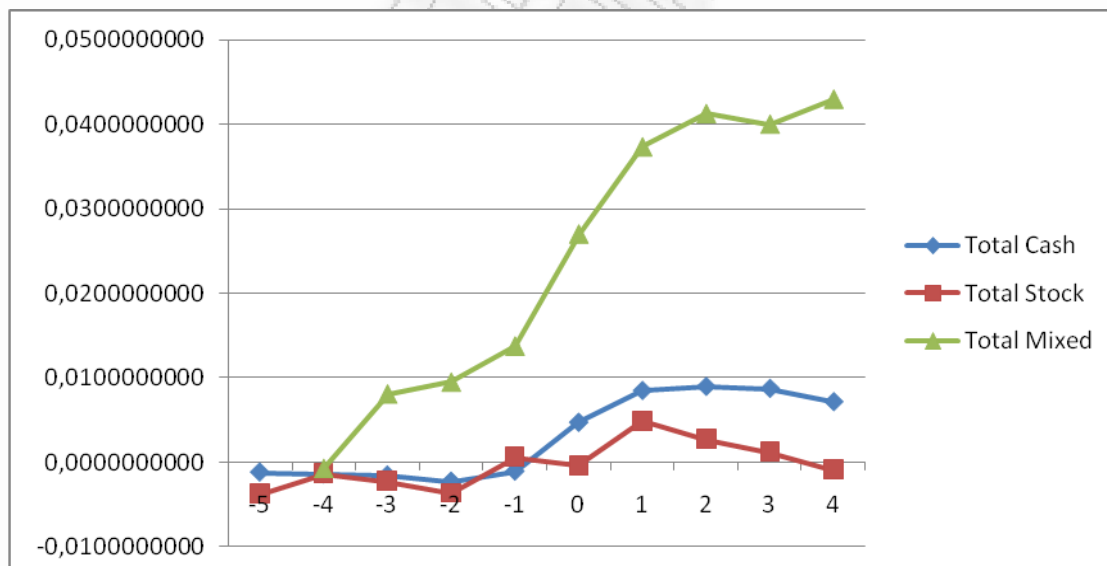
Διάγραμμα 5

Event Window [-30, +30]



Διάγραμμα 6

Event Window [-5, +5]



Διαχωρίζοντας στη συνέχεια το δείγμα των αγοραστών τόσο ως προς την κατάσταση της εταιρίας στόχου (εισηγμένη / μη εισηγμένη) όσο και ως προς τη μέθοδο πληρωμής (μετρητά / μετοχές / συνδυασμός) παρατηρούνται τα παρακάτω αποτελέσματα.

Πίνακας 15

	Εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων				
Event Windows	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Πληρωμή με μετρητά (CAARs)	-2,854%	-1,634%	0,783%	-0,435%	1,499%
(t-statistics)	(-1,549)	(-1,209)	(2,916)	(-0,285)	(1,428)
Πληρωμή με μετοχές (CAARs)	-2,104%	0,365%	-0,014%	-2,619%	-1,007%
(t-statistics)	(-0,978)	(0,229)	(-0,045)	(-1,872)^c	(-0,694)
Πληρωμή με συνδυασμό (CAARs)	6,103%	3,046%	1,124%	4,181%	7,405%
(t-statistics)	(1,274)	(0,731)	(1,608)	(1,573)	(2,172)^b

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι αγοραστές εισηγμένων εταιριών στόχων με μετρητά κερδίζουν αρνητικές μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις (εκτός από την ημερομηνία ανακοίνωσης όπου τα CAARs είναι σημαντικά θετικά) ενώ οι αγοραστές με μετοχές παρουσιάζουν αρνητικές στατιστικά σημαντικές αποδόσεις της τάξης του -2,619% ($t = 1,872$)^c για την περίοδο [0, +30]. Και στην περίπτωση αυτή οι αγοραστές που χρησιμοποιούν ανάμικτο τρόπο πληρωμής φαίνεται να κερδίζουν τις μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις όπως για παράδειγμα η απόδοση 7,405% που είναι στατιστικά σημαντική ($t = 2,172$)^b για την περίοδο [-5, +5] γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Τα παραπάνω αποτελέσματα είναι συνεπή με τα ευρήματα άλλων ερευνητών που υποστηρίζουν πως κατά την εξαγορά εισηγμένων στόχων, η αγορά με μετρητά παρουσιάζει μηδενικές ή αρνητικές μη σημαντικές αποδόσεις ενώ η αγορά με μετοχές παρουσιάζει αρνητικά στατιστικά σημαντικά CAARs. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ασυμμετρία πληροφόρησης που οδηγεί την αγορά στην αντίληψη πως η έκδοση μετοχών από τους αγοραστές αποτελεί μία ένδειξη υπερτίμησης της μετοχής τους.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τους αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών στόχων.

Πίνακας 16

	Εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων				
Event Windows	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Πληρωμή με μετρητά (CAARs)	1,042%	0,833%	0,515%	0,724%	0,094%
t-statistics	(0,907)	(0,979)	(3,075)^a	(0,776)	(0,095)
Πληρωμή με μετοχές (CAARs)	-4,384%	-2,297%	-0,252%	-2,339%	10,559%
t-statistics	(-0,732)	(-0,501)	(-0,289)	(-0,592)	(1,151)
Πληρωμή με συνδυασμό (CAARs)	3,581%	-0,423%	0,980%	5,446%	2,806%
t-statistics	(1,087)	(-0,156)	(2,999)^a	(2,455)^b	(1,139)

Όπως φαίνεται παραπάνω οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων που χρησιμοποιούν μετρητά κερδίζουν να μεν θετικές αποδόσεις οι οποίες όμως είναι μη στατιστικά σημαντικές (εκτός από την ημερομηνία ανακοίνωσης όπου τα CAARs είναι σημαντικά θετικά). Από την άλλη πλευρά, η επιλογή των μετοχών ως τρόπου πληρωμής παράγει αρνητικά μη στατιστικά σημαντικά CAARs για τις αγοράστριες εταιρίες μη εισηγμένων στόχων. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι στο δείγμα μας, οι αγοραστές χρησιμοποιούν περισσότερο τα μετρητά σε σχέση με τις άλλες μεθόδους πληρωμής, προκειμένου να εξαγοράσουν μη εισηγμένους στόχους. Τα παραπάνω αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με εκείνα που προβλέπονται από την υπόθεση της μειωμένης συναλλακτικής δύναμης των ιδιωτικών εταιριών στόχων λόγω της μειωμένης ρευστότητας των τελευταίων [Draper & Paudyal, (2006)]. Ωστόσο είναι συνεπή με την υπόθεση της αυξημένης συναλλακτικής δύναμης των μη εισηγμένων εταιριών στόχων και με τα μειωμένα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τις ιδιωτικές εταιρίες δεδομένου ότι η πλειοψηφία αυτών διοικείται από μία οικογένεια ή μια μικρή ομάδα συνεργατών. Η επιχειρηματολογία αυτή μπορεί να συνδυαστεί με το γεγονός ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων έχουν συνήθως μικρότερο μέγεθος από τους αγοραστές εισηγμένων εταιριών στόχων. Οι τελευταίοι ενδέχεται να είναι πιο «ανυπόμονοι» όσον αφορά τη γρήγορη ανάπτυξή τους και να έχουν

μικρότερη εμπειρία όσον αφορά την ολοκλήρωση ωφέλιμων συναλλαγών εξαγοράς, γεγονός που τους καθιστά πιο επιρρεπείς στο να πληρώνουν περισσότερα του κανονικού.

Τέλος παρουσιάζονται οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για το event window [-30, +30] (θεωρείται το πιο αντιπροσωπευτικό) ανάλογα με τη μέθοδο πληρωμής (μετρητά – μετοχές – συνδυασμός) και την κατάσταση της εταιρίας στόχου (εισηγμένη – μη εισηγμένη) για κάθε χώρα ξεχωριστά.

Πίνακας 17

Εισηγμένες Εταιρίες Στόχοι - Event window [-30, +30]			
Τρόπος πληρωμής	Μετρητά	Μετοχές	Συνδυασμός
Ολλανδία	-8,156%	2,013%	6,743%
(t-stat)	(-1,270)	(0,238)	(1,285)
Γερμανία	0,924%	-7,679%	4,541%
(t-stat)	(0,361)	(-0,833)	(0,385)
Ιταλία	-10,739%	-4,776%	-5,168%
(t-stat)	(-2,551)^b	(-0,971)	(-0,491)
Γαλλία	-2,745%	-0,102%	6,718%
(t-stat)	(-0,930)	(-0,038)	(1,061)
Ισπανία	4,985%	-0,354%	-
(t-stat)	(0,909)	(-0,096)	-

Σημείωση :

- Στο παράρτημα συμπεριλαμβάνεται και η διαγραμματική απεικόνιση του παραπάνω πίνακα
- Όσον αφορά το συνδυασμένο τρόπο πληρωμής για την Ισπανία δεν υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα

Γίνονται εύκολα αντιληπτά από τον παραπάνω πίνακα τα σημαντικά αρνητικά CAARs για τις ιταλικές αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων εταιριών στόχων. Ακολουθώς παρουσιάζεται ο αντίστοιχος πίνακας για την εξαγορά μη εισηγμένων εταιριών στόχων.

Πίνακας 18

Μη Εισηγμένες Εταιρίες Στόχοι - Event window [-30, +30]			
Τρόπος πληρωμής	Μετρητά	Μετοχές	Συνδυασμός
Ολλανδία	-1,059%	-9,224%	4,945
(t-stat)	(-0,369)	(-1,219)	(0,699)
Γερμανία	2,464%	-0,763%	34,954%
(t-stat)	(0,415)	(-0,050)	(1,767)
Ιταλία	3,157%	-2,750%	-0,927%
(t-stat)	(1,463)	(-0,321)	(-0,172)
Γαλλία	-1,003%	-7,316%	7,095%
(t-stat)	(-0,405)	(-0,893)	(1,070)
Ισπανία	1,242%	12,969%	-1,819%
(t-stat)	(0,590)	(0,662)	(-0,379)

Σημείωση :

- Στο παράρτημα συμπεριλαμβάνεται και η διαγραμματική απεικόνιση του παραπάνω πίνακα

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι θετικές μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις που προκύπτουν στις περισσότερες περιπτώσεις (τόσο κατά την εξαγορά εισηγμένων όσο και μη εισηγμένων εταιριών στόχων) από τη χρήση της συνδυασμένης μεθόδου πληρωμής εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων (με πιο έντονη την περίπτωση της Ιταλίας).

4.2 Αποτελέσματα ανάλυσης πολλαπλής παλινδρόμησης

Προκειμένου να ενισχυθεί η εγκυρότητα των αποτελεσμάτων της μονομεταβλητής ανάλυσης -όσον αφορά στη σημαντικότητα των παραγόντων της δυναμικής των εξαγορών όπως είναι ο τρόπος πληρωμής, η κατάσταση της εταιρίας στόχου, ο παράγοντας χώρα, η διακράτηση ποσοστού του στόχου από τον αγοραστή πριν την εξαγορά καθώς και ο δείκτης «αγοραία / λογιστική αξία» (MTBV) της αγοράστριας εταιρίας- εξετάζεται η επεξηγηματική δύναμη των παραγόντων αυτών μέσα στα πλαίσια μιας πολλαπλής παλινδρόμησης. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι τα CARs των αγοραστών, οι

επεξηγηματικές μεταβλητές είναι οι MTBV και BT και οι ψευδομεταβλητές PRPU, CSM και CD. Παρά το γεγονός ότι η παλινδρόμηση εφαρμόστηκε για όλα τα event windows, στη συνέχεια παρατίθενται στοιχεία για τα event windows [-30, +30] και [-5, +5], τα οποία θεωρούνται και τα πιο αντιπροσωπευτικά.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης τόσο κατά το πρώτο στάδιο όσο και κατά το τελευταίο όπου περιλαμβάνονται μόνο οι στατιστικά σημαντικές παράμετροι. Όπως προαναφέραμε, για τις μεταβλητές CSM και CD θα ενεργήσουμε ως εξής : Για την CD δεν θα κωδικοποιήσουμε τη χώρα με τις περισσότερες παρατηρήσεις (Γαλλία) και θα χρησιμοποιήσουμε 4 ψευδομεταβλητές, μία για κάθε μία από τις υπόλοιπες χώρες (Ολλανδία – Γερμανία – Ιταλία – Ισπανία) όπως φαίνεται παρακάτω. Στην περίπτωση όπου κάποια από τις τέσσερις χώρες που χρησιμοποιήσαμε βρεθεί στατιστικά σημαντική, αυτό συνεπάγεται ότι η χώρα που δεν κωδικοποιήσαμε (η χώρα με τις περισσότερες παρατηρήσεις) δεν είναι στατιστικά σημαντική ή ακόμη και να είναι θα είναι λιγότερο σημαντική από την πρώτη.. Αν δεν είναι καμία χώρα (από τις τέσσερις που χρησιμοποιούμε) στατιστικά σημαντική, τότε επαναλαμβάνουμε τη διαδικασία συμπεριλαμβάνοντας την μεταβλητή που δεν κωδικοποιήθηκε αρχικά και αποκλείοντας κάποια από τις υπόλοιπες.

Τελικά, όσον αφορά στις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση παλινδρόμησης καθώς και στους συμβολισμούς τους, αυτές φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 19

MTBV	BT	PRPU	CSM		CD			
			Μετοχές	Μείξη	Ολλανδία	Γερμανία	Ιταλία	Ισπανία
X1	X2	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7

- Η D1 παίρνει 1 - αν η εταιρία στόχος είναι εισηγμένη και
0 - αν είναι ιδιωτική.
- Η D2 παίρνει 1 – για προσφορά με μετοχές

- 0 – για προσφορές με μετρητά ή με συνδυασμό
- Η D3 παίρνει 1 – για προσφορές με συνδυασμό
0 – για προσφορές με μετοχές ή μετρητά
(οι προσφορές με μετρητά δεν κωδικοποιούνται με ψευδομεταβλητή)
- Η D4 παίρνει 1 – για εξαγορές που γίνονται στην Ολλανδία
0 – αλλού
- Η D5 παίρνει 1 – για εξαγορές που γίνονται στη Γερμανία
0 – αλλού
- Η D6 παίρνει 1 – για εξαγορές που γίνονται στην Ιταλία
0 – αλλού και τέλος
- Η D7 παίρνει 1 – για εξαγορές που γίνονται στην Ισπανία
0 - αλλού
(οι εξαγορές στην Γαλλία δεν κωδικοποιούνται με ψευδομεταβλητή)

Όπως προαναφέρθηκε, πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης εφαρμόζουμε μία ανάλυση συσχέτισης προκειμένου να διαπιστώσουμε το βαθμό συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών που περιέχονται στην εξίσωση παλινδρόμησης. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 20

Correlation Analysis

	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	X1	X2	Y
D1	1.00	0.31	0.01	0.00	0.10	-0.12	-0.14	-0.07	0.29	-0.04
D2	0.31	1.00	-0.21	0.00	0.06	-0.03	-0.11	-0.01	0.01	-0.07
D3	0.01	-0.21	1.00	0.13	-0.07	-0.06	-0.03	0.01	-0.00	0.08
D4	-0.00	-0.00	0.13	1.00	-0.13	-0.17	-0.17	0.06	-0.11	-0.01
D5	0.10	0.06	-0.07	-0.13	1.00	-0.19	-0.18	0.11	0.01	0.03
D6	-0.12	-0.03	-0.06	-0.17	-0.19	1.00	-0.24	-0.07	0.06	-0.03
D7	-0.14	-0.11	-0.03	-0.17	-0.18	-0.24	1.00	0.07	0.05	0.07
X1	-0.07	-0.01	0.01	0.06	0.11	-0.07	0.07	1.00	-0.02	-0.05
X2	0.29	0.01	-0.00	-0.11	0.01	0.06	0.05	-0.02	1.00	-0.02
Y	-0.04	-0.07	0.08	-0.01	0.03	-0.03	0.07	-0.05	-0.02	1.00

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα όλοι οι συντελεστές συσχέτισης είναι μικρότεροι του 50% με το μεγαλύτερο από αυτούς να είναι της τάξης του 31% μεταξύ της D2 και της D1. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε πως δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών της εξίσωσης παλινδρόμησης.

Στη συνέχεια «τρέχουμε» την παλινδρόμηση και παρατηρούμε ποιες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές, τις οποίες και στη συνέχεια διακρατούμε. Από τις υπόλοιπες μη στατιστικά σημαντικές αφαιρούμε κάθε φορά αυτή με το μεγαλύτερο Prob. Έπειτα επαναλαμβάνουμε τα παραπάνω βήματα μέχρι να καταλήξουμε σε μία εξίσωση με τις εναπομείνουσες μεταβλητές να είναι όλες στατιστικά σημαντικές.

Πίνακας 21

Αρχική εξίσωση παλινδρόμησης												
$Y = c + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3D_1 + b_4D_2 + b_5D_3 + b_6D_4 + b_7D_5 + b_8D_6 + b_9D_7$												
Eq	c	X₁	X₂	D₁	D₂	D₃	D₄	D₅	D₆	D₇	R²	F.st.
Eq.1	0.003	-0.002	-0.037	-0.006	-0.019	0.040	0.000	0.037	0.000	0.038	0.027	1.187
t-st	0.188	-1.488	-0.532	-0.316	-0.897	1.673^c	0.026	1.375	0.018	1.589		0.301
Eq.2	0.002	-0.002	-0.044		-0.021	0.040		0.036		0.038	0.026	1.776
t-st	0.160	0.139	0.500		0.289	0.094		0.151		0.074		0.102
Eq.3	-0.005	-0.002				0.045		0.035		0.040	0.022	2.262
t-st	-0.532	-1.451				1.956^c		1.395		1.895^c		0.061
Eq.4	-0.003					0.045					0.009	3.665
t-st	-0.418					1.914^c						0.056
Τελική Εξίσωση												
$Y = -0,003 + 0,045D_3$												
a στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% - b στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% - c στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%												

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα [αναφέρεται στο event window [-30, +30]] φαίνεται μία στατιστικά σημαντική και θετική σχέση μεταξύ της D3, δηλαδή του συνδυασμού μετρητών και μετοχών ως τρόπου πληρωμής, και των CARs. Δοθέντος ότι είναι και η μόνη στατιστικά σημαντική μεταβλητή, εφαρμόζουμε τη διαδικασία που αναφέραμε παραπάνω, αφαιρώντας πρώτα τη μεταβλητή με το μεγαλύτερο Prob. (δηλαδή την D6) και «τρέχουμε» πάλι την παλινδρόμηση. Επαναλαμβάνοντας την παραπάνω διαδικασία καταλήγουμε στην εξίσωση 4 (Eq.4) του πίνακα.

Σύμφωνα με την παραπάνω εξίσωση η D3 είναι η μόνη στατιστικά σημαντική μεταβλητή που επηρεάζει τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις. Με άλλα λόγια, τα κέρδη των αγοραστριών εταιριών θα πρέπει να είναι μεγαλύτερα όταν χρησιμοποιούν ως τρόπο πληρωμής συνδυασμό μετρητών και μετοχών. Επίσης, είναι φανερό ότι υπάρχει μία μη στατιστικά σημαντική σχέση με αρνητικούς συντελεστές μεταξύ των CARs και των μεταβλητών MTBV, BT, PRPU και CSM(μετοχές). Από την άλλη μεριά υπάρχει μια μη στατιστικά σημαντική σχέση, θετική αυτή τη φορά, με τις ψευδομεταβλητές των χωρών (D4, D5, D6 & D7).

Τα παραπάνω αποτελέσματα συμφωνούν με τα ευρήματα της μονομεταβλητής ανάλυσης όπου οι αγοραστές, που κάνουν χρήση συνδυασμού μετρητών και μετοχών στις προσφορές, κερδίζουν μεγάλες και θετικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (βλέπε Πίνακα 11). Ωστόσο θα πρέπει να ερμηνευθούν με προσοχή, καθώς η επεξηγηματική δύναμη της παλινδρόμησης είναι σχετικά μικρή [τα R^2 είναι από 0,89%(F-statistic = 3,66) έως 2,7%(F-statistic = 1,18)].

Στη συνέχεια ακολουθεί οι πίνακας που αναφέρεται στο event window [-5, +5] γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Πίνακας 22

Αρχική εξίσωση παλινδρόμησης												
$Y = c + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3D_1 + b_4D_2 + b_5D_3 + b_6D_4 + b_7D_5 + b_8D_6 + b_9D_7$												
Eq	c	X ₁	X ₂	D ₁	D ₂	D ₃	D ₄	D ₅	D ₆	D ₇	R ²	F.st.
Eq.1	0,016	-0,001	0,025	0,003	-0,010	0,028	-0,003	0,011	-0,019	0,000	0,040	1,825
t-st	1,879 ^c	-1,791 ^c	0,708	0,307	-0,947	2,362 ^b	-0,256	0,810	-1,694 ^c	0,022		0,062
Eq.2	0,016	-0,001	0,025	0,003	-0,010	0,028	-0,003	0,011	-0,019		0,040	2,058
t-st	2,246 ^b	-1,801 ^c	0,715	0,308	-0,953	2,371 ^b	-0,273	0,843	-1,841 ^c			0,038
Eq.3	0,017	-0,001			-0,009	0,028		0,012	-0,019		0,038	3,120
t-st	2,753 ^a	-1,887 ^c			-0,896	2,404 ^b		0,958	-1,825 ^c			0,009
Eq.4	0,017	-0,001				0,030			-0,020		0,034	4,651
t-st	3,103 ^a	-1,778 ^c				2,590 ^a			-2,001 ^b			0,003
Τελική Εξίσωση												
$Y = 0.017 - 0.001X_1 + 0.030D_3 - 0.020D_6$												
a στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% - b στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% - c στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%												

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές MTBV [X1] και CD(Ιταλία) [D6] παρουσιάζουν αρνητική στατιστικά σημαντική σχέση με τα CARs, ενώ υπάρχει μία θετική στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ CSM(συνδυασμός) [D3] και CARs. Με άλλα λόγια οι αγοραστές με μικρό δείκτη «αγοραία / λογιστική αξία» που πληρώνουν με συνδυασμό μετρητών και δραστηριοποιούνται εκτός Ιταλίας αναμένεται να κερδίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Τέλος παρατηρείται μία θετική μη σημαντική σχέση ανάμεσα στα CARs και στις μεταβλητές BT [X2], PRPU [D1], CD(Γερμανία, Ισπανία) [D5] [D7] καθώς και μια αρνητική μη στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των μη κανονικών αποδόσεων και των μεταβλητών CSM(μετοχές) [D2] και CD(Ολλανδία) [D4]. Η αρνητική σχέση της χρησιμοποίησης μετοχών ως τρόπου πληρωμής και των αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων διατηρείται, αν και μη στατιστικά σημαντική, συμφωνώντας με τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης. Εντούτοις, όπως και παραπάνω, τα αποτελέσματα θα πρέπει να ερμηνευθούν με προσοχή, επειδή η επεξηγηματική δύναμη της παλινδρόμησης είναι, για ακόμη μία φορά,

σχετικά μικρή [τα R^2 είναι από 3,4%(F-statistic = 4,65) έως 4%(F-statistic = 1,82)].

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να αναφέρουμε πως στο παράρτημα συμπεριλαμβάνονται τα outputs από την ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης για όλα τα event windows. Επίσης, η ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης εφαρμόστηκε για δεύτερη φορά για όλα τα event windows μη κωδικοποιώντας αυτή τη φορά την τιμή «μετοχές» για τη CSM και την τιμή «Ολλανδία» για τη CD περικλείοντας όμως τα «μετρητά» και τη «Γαλλία» που είχαν παραλειφθεί κατά την πρώτη ανάλυση (οι πίνακες των αποτελεσμάτων παρουσιάζονται στο παράρτημα). Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι περίπου τα ίδια με αυτά της πρώτης ανάλυσης, συνιστώντας ότι οι παράγοντες CSM(μετρητά) και CD(Γαλλία), οι οποίοι δεν είναι στατιστικά σημαντικοί, δεν επηρεάζουν τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών προσδίδοντας ισχύ στα αποτελέσματα της πρώτης ανάλυσης.

Μέρος 5^ο : Συμπεράσματα

Ο κύριος σκοπός της μελέτης αυτής ήταν να εξετάσει – συγκρίνει τις αποδόσεις των μετοχών των αγοραστών τόσο ιδιωτικών όσο και εισηγμένων εταιριών στόχων καθώς και την πηγή αυτών των κερδών / απωλειών ελέγχοντας την επεξηγηματική δύναμη διαφόρων παραγόντων που έχουν αποδειχθεί σημαντικοί από την πλειοψηφία προηγούμενων εμπειρικών μελετών.

Παρά το γεγονός ότι η πλειοψηφία των εξαγορών που πραγματοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο αναφέρεται σε μη εισηγμένες εταιρίες στόχους, στοιχεία σχετικά με τις επιπτώσεις τέτοιων συναλλαγών στις αποδόσεις των αγοραστών είναι σε μεγάλο βαθμό ελλιπή. Τα περισσότερα στοιχεία πηγάζουν από την εξαγορά εισηγμένων εταιριών στόχων. Οι διαφορές όμως που υπάρχουν ανάμεσα σε εισηγμένες και μη εισηγμένες εταιρίες συνιστούν ότι η εμπειρία που έχει αποκτηθεί από τις εξαγορές εισηγμένων στόχων δεν θα πρέπει να γενικεύεται.

Για τους σκοπούς της μελέτης μας, χρησιμοποιήσαμε ένα δείγμα από 411 περιπτώσεις από τις οποίες οι 144 αφορούσαν την εξαγορά εισηγμένων εταιριών και οι υπόλοιπες 267 την εξαγορά ιδιωτικών εταιριών στόχων με τα παραπάνω στοιχεία να αφορούν εθνικές μόνο εξαγορές για 5 ευρωπαϊκές χώρες (Ολλανδία, Γερμανία, Ιταλία, Γαλλία και Ισπανία). Στη συνέχεια υπολογίσαμε τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για τη βραχυχρόνια περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς για τους αγοραστές τόσο εισηγμένων όσο και μη εισηγμένων εταιριών στόχων με βάση το μοντέλο της αγοράς στα πρότυπα του υποδείγματος των Brown & Warner (1984) κάνοντας χρήση ημερησίων δεδομένων.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης οι αποδόσεις για τους αγοραστές μη εισηγμένων εταιριών στόχων, αν και μη στατιστικά σημαντικές, είναι θετικές και μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις για τους αγοραστές εισηγμένων στόχων συμφωνώντας με τα ευρήματα παρόμοιων μελετών. Επιπλέον, οι αγοραστές που χρησιμοποιούν ως μέθοδο πληρωμής τα μετρητά κερδίζουν θετικές μη σημαντικές αποδόσεις

σε αντίθεση με τις προσφορές μετοχών, όπου οι μη κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές. Συμπέρασμα που είναι συνεπές με τα ευρήματα διεθνών εμπειρικών μελετών. Και αυτό οφείλεται κυρίως στην ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης που εδραιώνει στην αγορά την αντίληψη πως οποτεδήποτε ένας αγοραστής χρησιμοποιεί μετοχές για να εξαγοράσει μια εταιρία στόχο αυτό συνεπάγεται υπερτίμηση της μετοχής του πρώτου.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι προσφορές με συνδυασμό μετοχών και μετρητών καθώς παράγουν τις μεγαλύτερες και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές. Επιπροσθέτως οι αγοραστές μη εισηγμένων στόχων που πληρώνουν με μετοχές εμφανίζουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που είναι συνεπές με την υπόθεση της αυξημένης συναλλακτικής δύναμης των εταιριών στόχων και αντιτίθεται στα αποτελέσματα των Draper & Paudyal (2006) για εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο. Για μια ακόμη φορά οι αγοραστές που χρησιμοποιούν συνδυασμό πληρωμής παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

Κατά την ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης καταλήξαμε πως ο συνδυασμός μετρητών και μετοχών ως τρόπος πληρωμής επηρεάζει θετικά τη δημιουργία των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστών συμφωνώντας με τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης. Στην περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης βρέθηκε επίσης ότι υψηλές τιμές του δείκτη «αγοραία / λογιστική αξία» του αγοραστή συνεπάγεται στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις για τον τελευταίο.

Ωστόσο θα πρέπει να ληφθεί υπόψη πως υπάρχει πιθανότητα η εγκυρότητα των παραπάνω αποτελεσμάτων να είναι περιορισμένη λόγω του μικρού δείγματος και του ενδεχομένου να υπάρχουν άλλοι παράγοντες, που δεν εξετάστηκαν στην παρούσα μελέτη, και οι οποίοι να επηρεάζουν τα αποτελέσματά μας. Ως εκ τούτου λοιπόν τα ζητήματα αυτά παραμένουν ένα «ανοικτό θέμα» για μία μελλοντική ερευνητική μελέτη.

Μέρος 6^ο : Βιβλιογραφία

Paul Draper, Krishna Paudyal. Acquisitions : Private versus Public, European Financial Management, Vol. 12, No. 1, 2006, 57-80.

Saeyoung Chang. Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns, The Journal of Finance, Vol. LIII, No. 2, 1998, 773 – 783.

James Ang & Ninon Kohers. The take-over market for privately held companies : the US experience, Cambridge Journal of Economics 2001, 25, 723-748.

Kathleen Fuller, Jeffrey Netter & Mike Stegemoller. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions, The Journal Of Finance, Vol. LVII, No. 4, 2002, 1763-1792.

Mara Faccio, John J. McConnell & David Stolin. Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets, (2005), 1-38.

Stephen J. Brown & Jerold B. Warner. Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies, Journal of Financial Economics 14 (1985) 3-31.

Laurence Capron & Jung-Chin Shen. Acquisitions Of Private Vs. Public Firms : Private Information, Target Selection, and Acquirer Returns, Strategic Management Journal, 28, 891-911 (2007).

Mara Faccio & Ronald W. Masulis. The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions, The Journal Of Finance, Vol. LX, No.3, 2005, 1345-1388.

Robert L. Conn, Andy Cosh, Paul M. Guest & Alan Hughes. The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions, Journal of Business Finance & Accounting, 32(5) & (6), 2005, 815-870.

Marina Martynova & Luc Renneboog. Mergers & Acquisitions in Europe, No. 2006-06, (2006), European Corporate Governance Institute (ECGI), 1-77.

Jose Manuel Campa & Ignacio Hernando. Shareholder Value Creation in European M&As, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 1, 2004, 47-81.

A. Craig MacKinley. Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, (1997), 13-39.

Mara Faccio, John J. McConnell & David Stolin. Wealth Creation for Acquirers of Listed and Unlisted Targets, 2003, 1-40.

Hubert Ooghe, Elisabeth Van Laere & Tine De Langhe. Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies, *Small Business Economics* (2006) 27, 223-243.

T. Mallikarjunappa, Panduranga Nayak. Why Do Mergers and Acquisitions Quite Often Fail?, Department of Business Administration Mangalore University, Vol. 1, No. 1, 2007, 53-69.

Mueller D.C. The determinants and effects of mergers : An international comparison. Publication of the Science Center Berlib, 24 (International Institute of Management : 1980), 1980

Cowling K., Stoneman P., Cubbin J., Hall G., Domberger S. & Dutton P.. Mergers and economic performance. (Cambridge University Press : 1980), 1980

Myers S.C. & Majluf N.S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221, 1984

Dodd P. & Ruback.. Tender offers and stockholders returns : An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5: 351-373, 1977

Bradley M., Desai A. & Kim H.E.. The rationale behind interfirm tender offers : Information or synergy?. *Journal of Financial Economics*, 11: 183-206, 1983

De Bondt W.F. & Thaler R.H.. Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40: 793-805, 1985

De Bondt W.F. & Thompson H.E.. Is economic efficiency the driving force behind mergers? *Managerial and Decision Economics*, 13: 31-44, 1992

Berkovitch E. & Narayanan M.P.. Motives for takeovers : An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, (3): 347-362, 1993

Jensen M.C. & Meckling W.H.. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 6: 95-101, 1976

Jensen M.C.. Agency costs of free cash flows, *Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review*, 76, (2): 323-329, 1986

Roll R.. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59 (2): 197-216, 1986

Fama E.F.. Market efficiency, long-term returns and behavioral finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 283–306, 1998

Mitchell M. and Stafford E.. Managerial decisions and long-term stock price performance, *Journal of Business*, 73, 287–329, 2000

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

Agrawal A., Jaffe J.F. and Mandelker G.N.. The post-merger performance of acquiring firms. *Journal of Finance*, 47, 1605–1622, 1992

Conrad, J. and Niden, C. M.. Order flow, trading costs and corporate acquisition announcements, *Financial Management*, 1992, Vol. 21, pp. 22–31

Cheung Y. L. and Shum C. K.. Corporate takeover and shareholders' wealth in Hong Kong, *British Accounting Review*, Vol. 25, 1993, pp. 213–226

Draper P. and Paudyal K.. Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity', *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 26, 1999, pp. 521–558

Goergen M. and Ronneboog L. Shareholder wealth effects of European domestic and crossborder takeover bids. *European Financial Management*, 10, 9–45, 2004

Travlos N. Corporate takeover bids, method of payment and bidding firm stock returns. *Journal of Finance*, 42, 943-963, 1987

Aggarwal R. K. and Samwick A.A. Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered', *Journal of Finance*, Vol. 58, 2003, pp. 71–118

Fama E.F. & French K.R. The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, vol. 47, 427-465, 1992

Pontiff J. and Schall L.D. Book-to-market ratios as predictors of market returns, *Journal Of Financial Economics*, vol.49, 141-160, 1998

Ikenberry D., Lakonishok J. and Vermaelen T. Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics*, vol. 39, 181-208, 1995

Loughran T. and Ritter J. The new issues puzzle, *Journal of Finance*, vol. 50, 23-52, 1995

Loughran T. and Vijh A. Do Long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance*, vol. 52, 1765-90,1997

Teoh S.H. Welch L. and Wong T.J. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, vol. 53, 1935-69, 1998

Barber B., Lehavy R., McNichols M. and Trueman B. Can investors profit from prophets? Security analyst recommendations and stock returns', *Journal of Finance*, Vol. 56, 2001, pp.531–563

Fama, E. F. and French, K. R. Multifactor explanations of asset pricing anomalies', Journal of Finance, Vol. 51, 1996, pp. 55–84

Loderer C. and Martin K. Postacquisition performance of acquiring firms, Financial Management, vol. 19, 69-79, 1992

Scholes M. and J. Williams. Estimating betas from nonsynchronous data, Journal of Financial Economics 5, 309-328, 1977

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

Websites

Princeton University (Data and Statistical Services)

http://dss.princeton.edu/online_help/analysis/dummy_variables.html

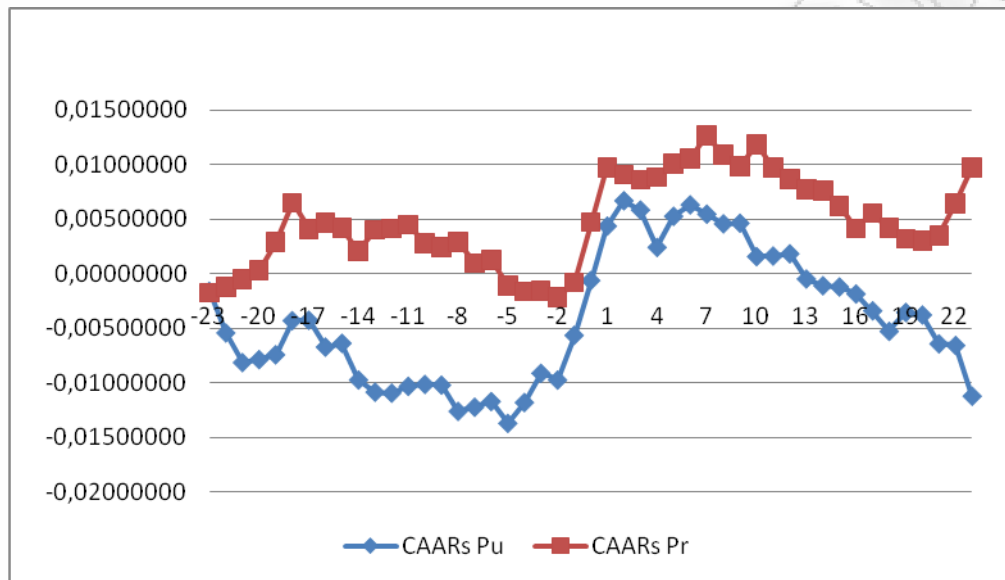
University of Texas At Austin (Division of Statistics and Scientific Computation)

<http://ssc.utexas.edu/consulting/answers/spss/spss15.html>

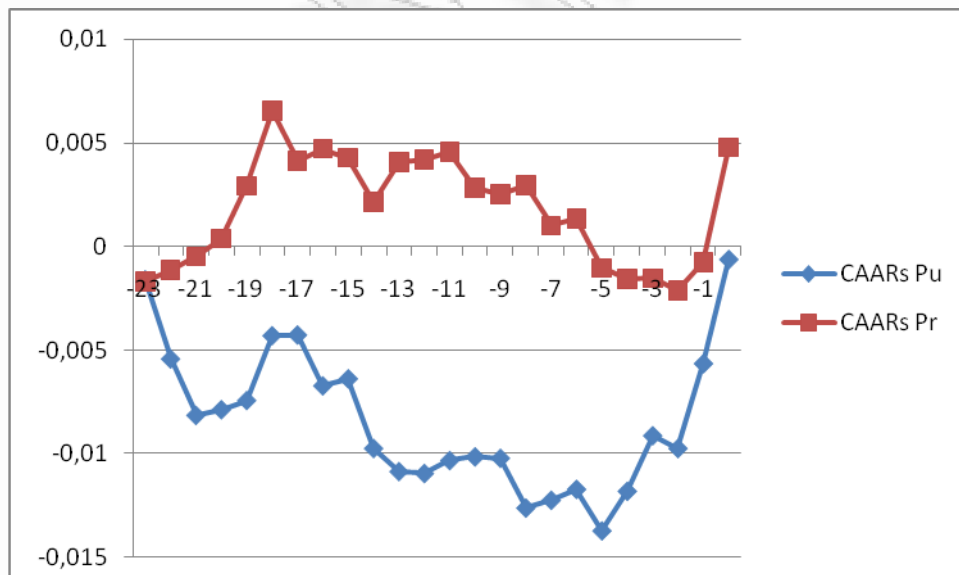
Μέρος 7^ο : Παράρτημα

Διαγράμματα με τις γραφικές παραστάσεις των CAARs των αγοραστών εισηγμένων και μη εισηγμένων στόχων.

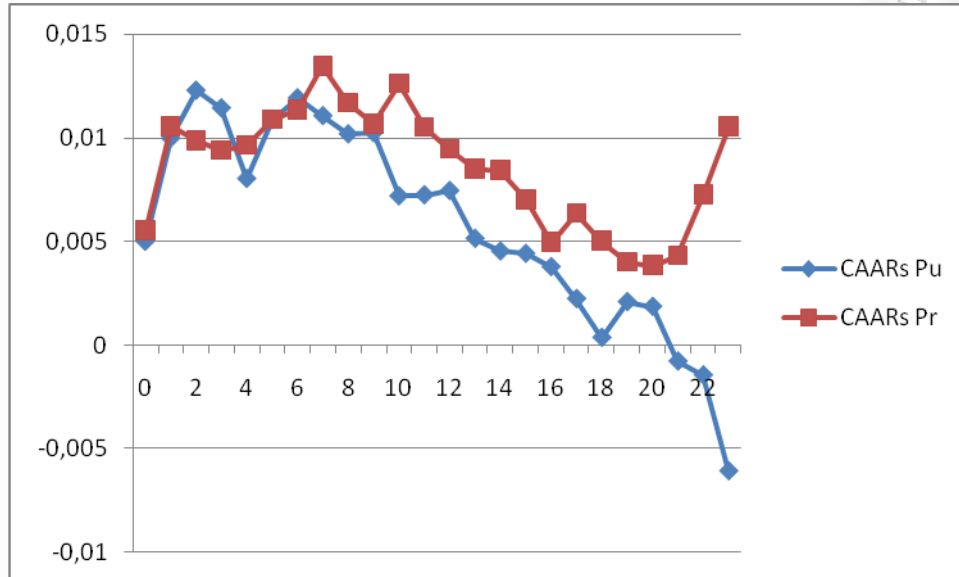
Event window [-30, +30]



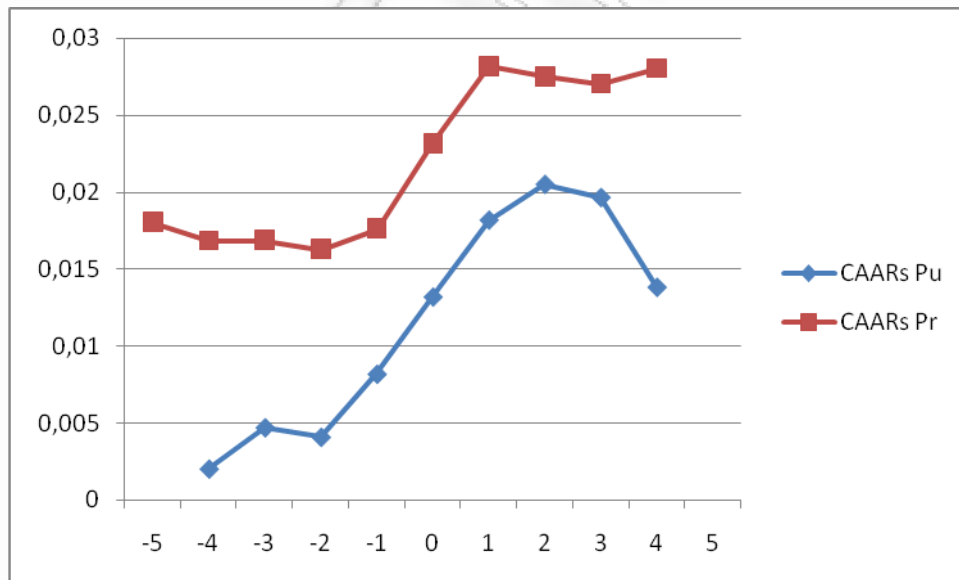
Event window [-30, 0]



Event window [0, +30]

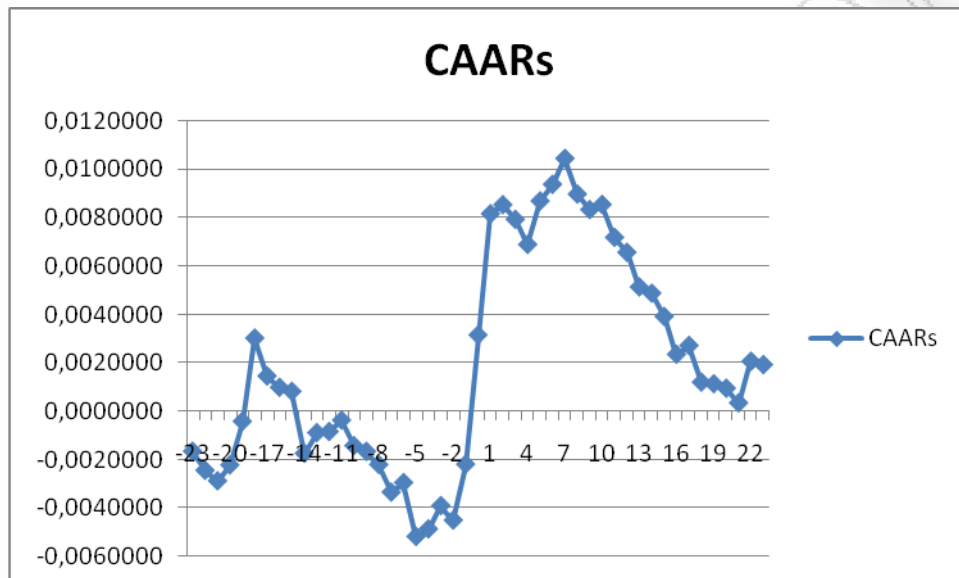


Event window [-5, +5]

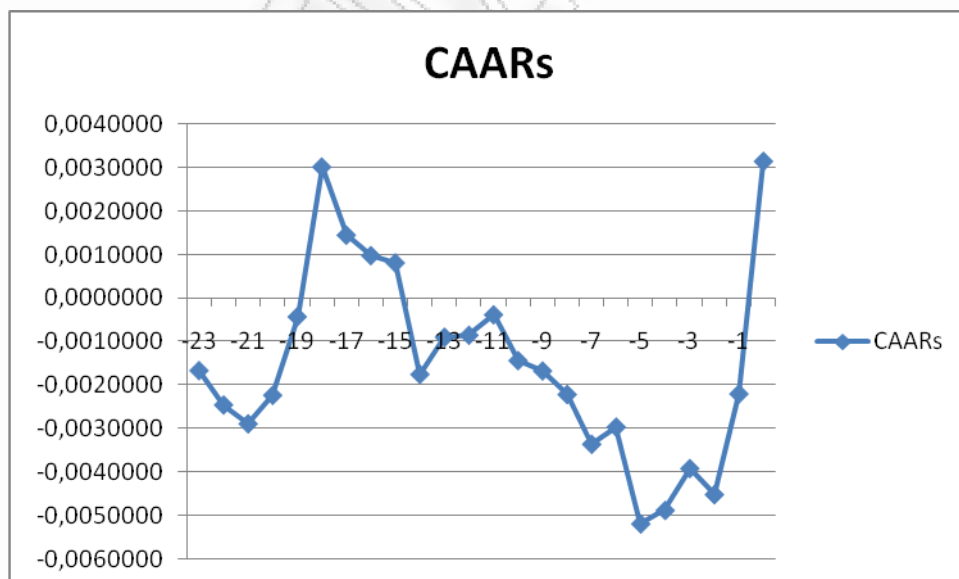


Διαγράμματα με τις γραφικές παραστάσεις των CAARs όλων των αγοραστών του δείγματος.

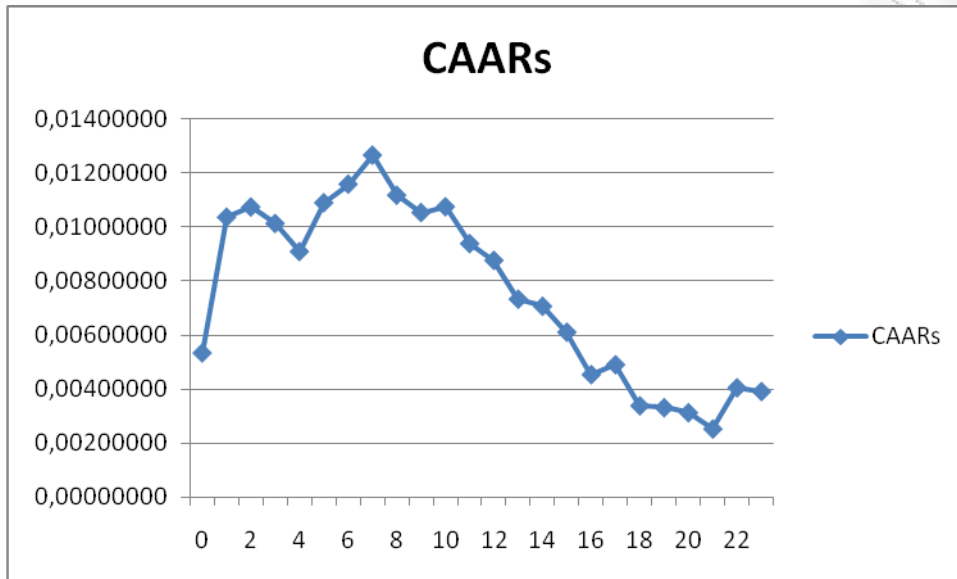
Event window [-30, +30]



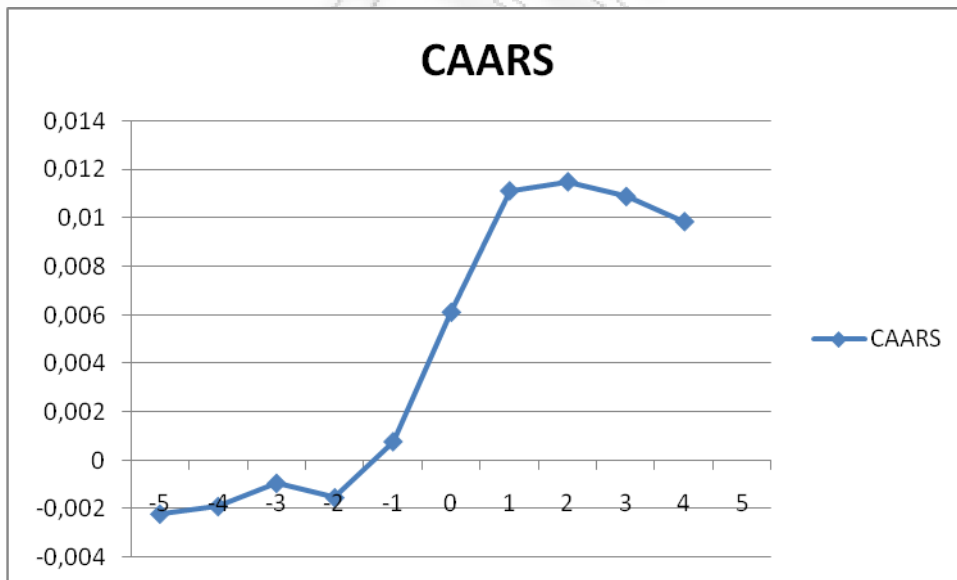
Event window [-30, 0]



Event window [0,+30]



Event window [-5,+5]

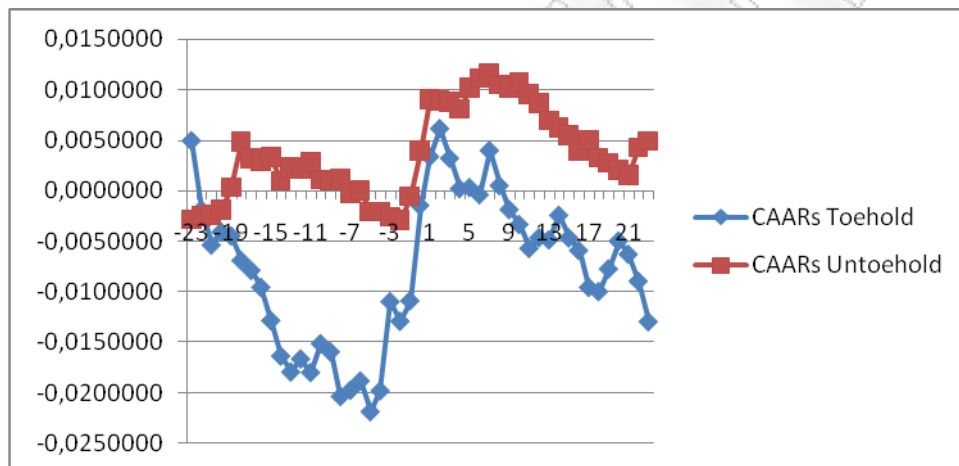


Πίνακας όπου τα CAARs διακρίνονται ανάλογα με το αν οι αγοραστές κατείχαν, ή όχι, ποσοστό ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου πριν την εξαγορά.

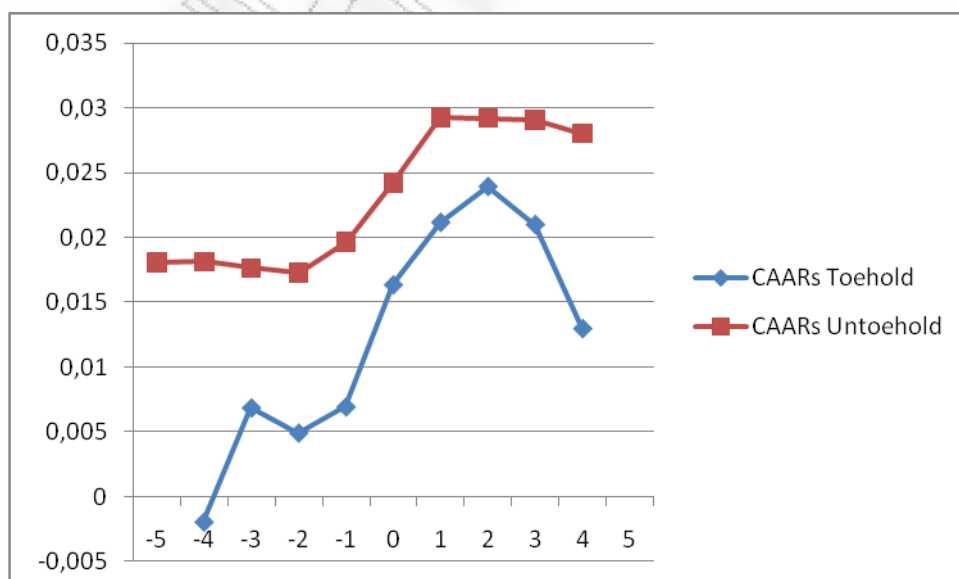
	[-30, +30]	[-30, 0]	[0]	[0, +30]	[-5, +5]
Bidder's Toehold	-1,294%	-0,148%	0,940%	-0,205%	1,298%
t-stat	(-0.577)	(-0.079)	(2,872)	(-0.129)	(0.756)
Bidder's Untoehold	0,486%	0,396%	0,457%	0,524%	2,798%
t-stat	(0.412)	(0.430)	(2,660)	(0.600)	(1.531)

Διαγράμματα με τις γραφικές παραστάσεις των CAARs για αγοραστές που κατείχαν, ή όχι, ποσοστό ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου πριν την εξαγορά.

Event window [-30,+30]



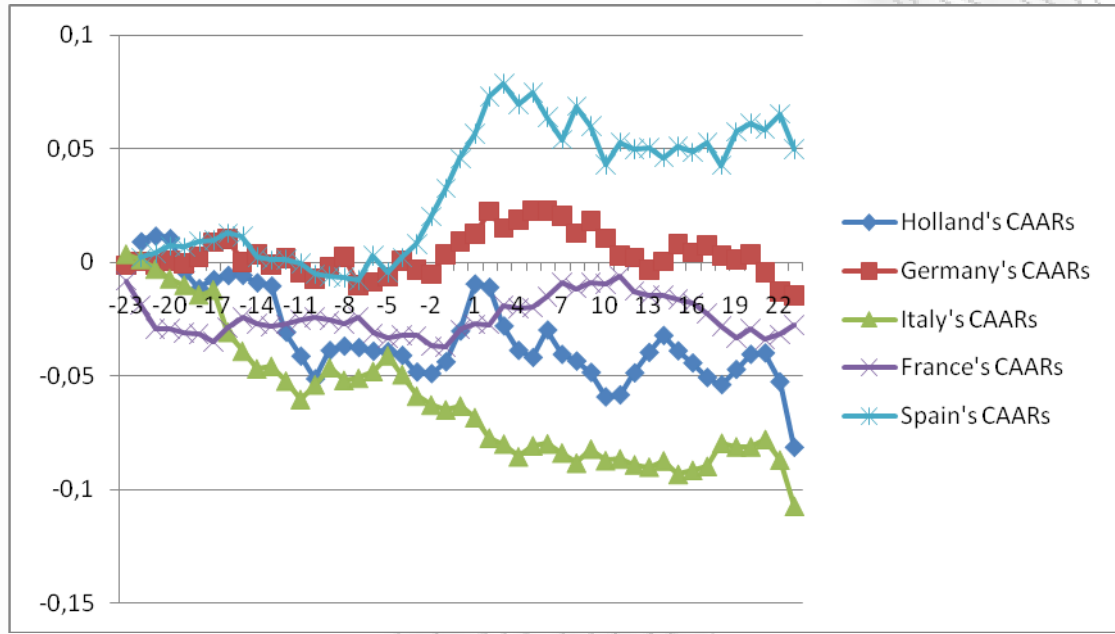
Event window [-5,+5]



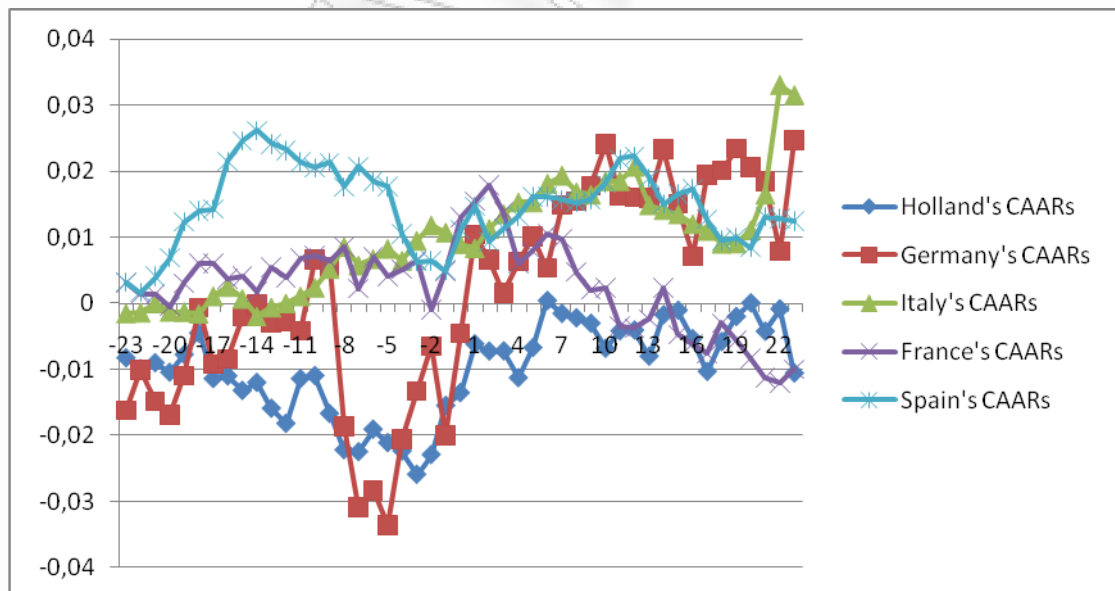
Διαγράμματα των CARs για κάθε χώρα ξεχωριστά ανάλογα με τη μέθοδο πληρωμής και τη κατάσταση της εταιρίας στόχου.

- Μετρητά

Εισηγμένοι Στόχοι [-30,+30]

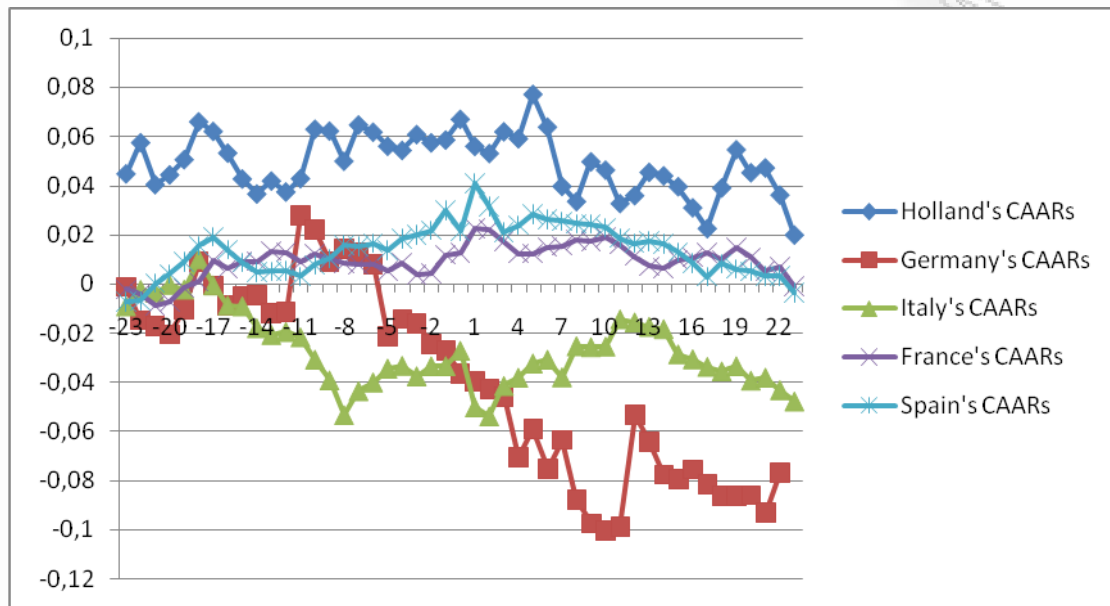


Μη εισηγμένοι Στόχοι [-30,+30]

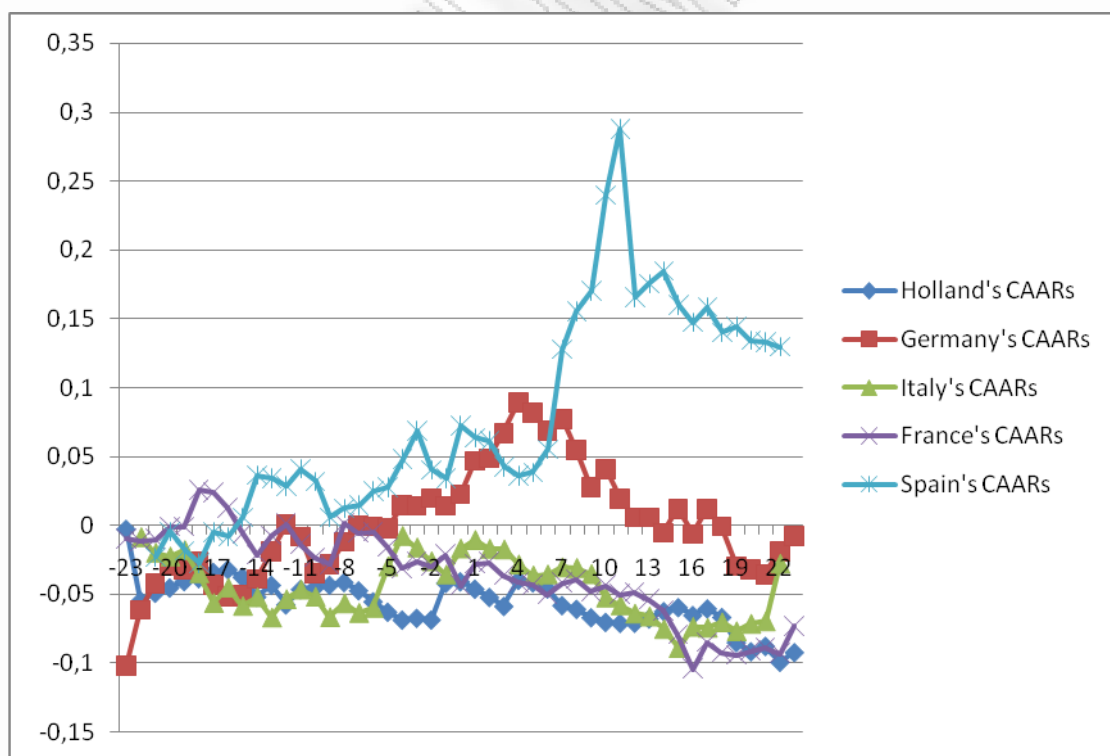


- Μετοχές

Εισηγμένοι Στόχοι [-30,+30]

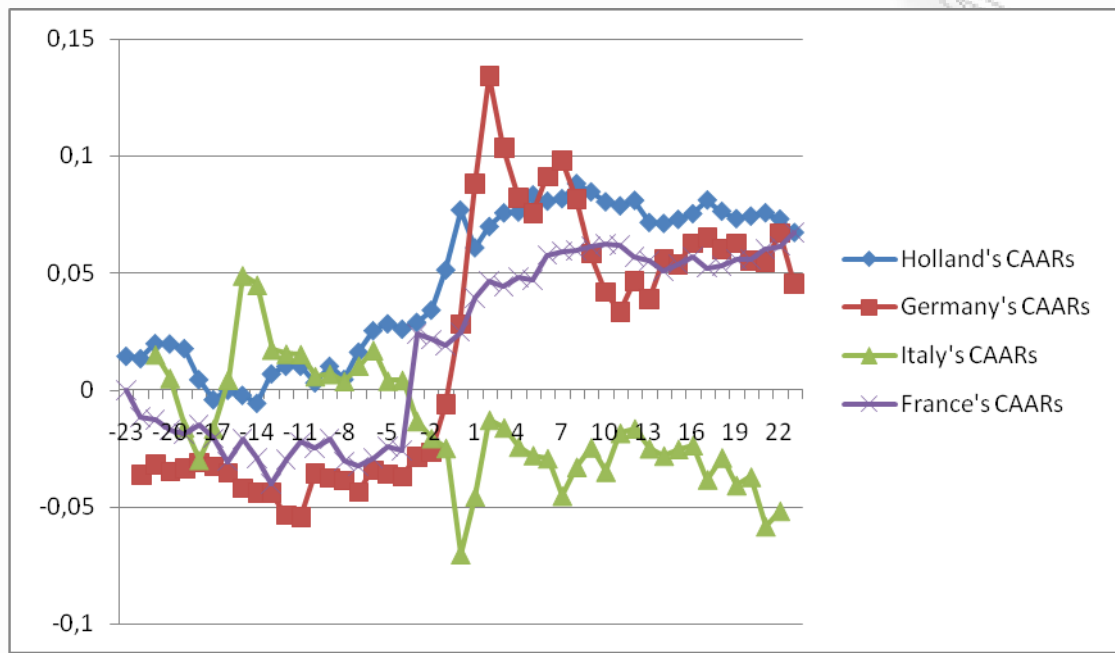


Μη Εισηγμένοι Στόχοι [-30,+30]

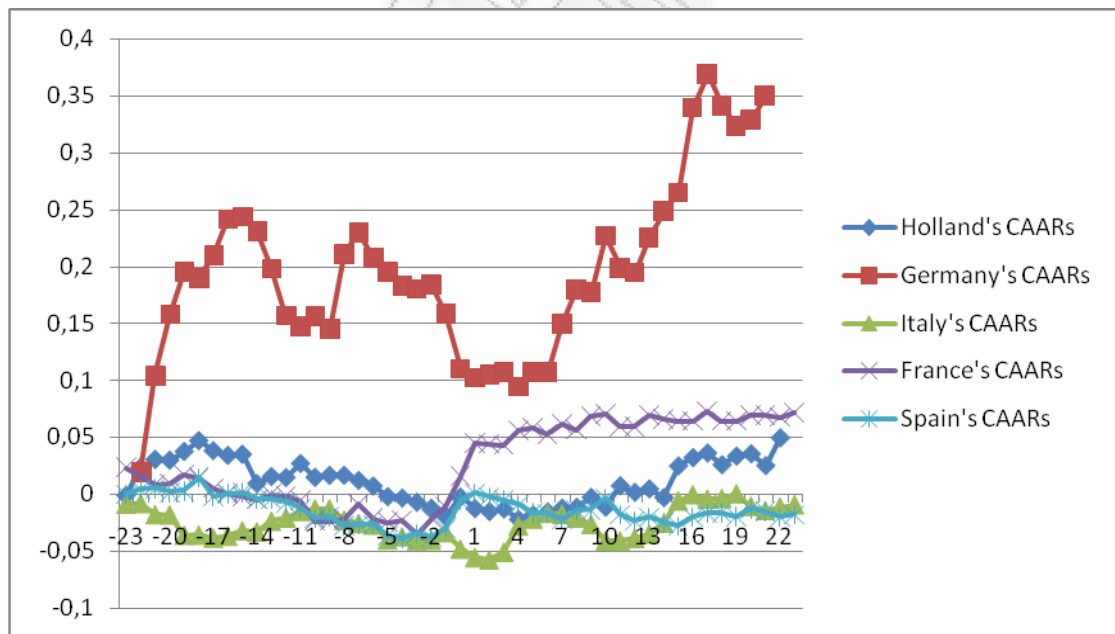


- Συνδυασμός Μετρητών & Μετοχών

Εισηγμένοι Στόχοι [-30,+30]



Μη Εισηγμένοι Στόχοι [-30,+30]



Πίνακες της ανάλυσης πολλαπλής παλινδρόμησης μη κωδικοποιώντας τις τιμές «μετρητά» και «Γαλλία» με ψευδομεταβλητές.

Event Window [-30,0]

Αρχική εξίσωση παλινδρόμησης

$$Y = c + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3D_1 + b_4D_2 + b_5D_3 + b_6D_4 + b_7D_5 + b_8D_6 + b_9D_7$$

Eq	c	X ₁	X ₂	D ₁	D ₂	D ₃	D ₄	D ₅	D ₆	D ₇	R ²	F.st.
Eq. 1	0.001	0.002	-0.028	-0.003	-0.000	0.002	-0.006	0.015	-0.014	0.017	0.023	0.992
t-st	0.129	1.813 ^c	-0.569	-0.256	-0.010	0.114	-0.326	0.790	-0.886	1.030		0.446
Eq. 2	-0.00004	0.0025									0.011	4.644
t-st	-0.006	2.155 ^b										0.032

Τελική Εξίσωση

$$Y = -0.00004 + 0.0025X_1$$

a στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% - b στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% - c στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Event Window [0]

Αρχική εξίσωση παλινδρόμησης

$$Y = c + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3D_1 + b_4D_2 + b_5D_3 + b_6D_4 + b_7D_5 + b_8D_6 + b_9D_7$$

Eq	c	X ₁	X ₂	D ₁	D ₂	D ₃	D ₄	D ₅	D ₆	D ₇	R ²	F.st.
Eq. 1	0.004	0.001	0.010	0.0002	-0.007	0.007	0.003	0.001	-0.007	0.002	0.033	1.488
t-st	1.063	1.677 ^c	0.651	0.045	-1.463	1.270	0.536	0.256	-1.323	0.496		0.150
Eq. 2	0.007	0.0006			-0.008				-0.008		0.027	3.632
t-st	2.887 ^a	1.805 ^c			-1.866 ^c	-1.927 ^c			-1.866 ^c			0.013

Τελική Εξίσωση

$$Y = 0.007 + 0.0006X_1 - 0.008D_2 - 0.008D_6$$

a στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% - b στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% - c στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Event Window [0,+30]

Αρχική εξίσωση παλινδρόμησης

$$Y = c + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3D_1 + b_4D_2 + b_5D_3 + b_6D_4 + b_7D_5 + b_8D_6 + b_9D_7$$

Eq	c	X ₁	X ₂	D ₁	D ₂	D ₃	D ₄	D ₅	D ₆	D ₇	R ²	F.st.
Eq. 1	0.005	-0.004	0.001	-0.002	-0.027	0.045	0.010	0.023	0.008	0.023	0.057	-1.255
t-st	0.455	-3.245^a	0.030	-0.183	-1.659^c	2.521^b	0.504	1.130	0.480	1.297		2.609
Eq. 2	0.015	-0.003			-0.030	0.042					0.051	7.091
t-st	1.852^c	-3.054^a			-1.987^b	2.416^b						0.0002

Τελική Εξίσωση

$$Y = 0.015 - 0.003X_1 - 0.030D_2 + 0.042D_3$$

a στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% - **b** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% - **c** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Ανάλυση Συσχέτισης (Correlation Analysis) για την πολλαπλή παλινδρόμηση όπου δεν κωδικοποιούνται, αυτή τη φορά, οι τιμές «μετοχές» και «Ολλανδία»

	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	X1	X2	Y
D1	1,00	-0.05	-0.02	-0.04	0.08	0.00	0.03	-0.03	-0.04	0.07
D2	-0.05	1,00	-0.02	-0.07	0.01	0.00	0.11	-0.07	-0.12	0.07
D3	-0.02	-0.02	1,00	0.29	-0.00	-0.01	0.01	0.06	-0.02	0.05
D4	-0.04	-0.07	0.29	1,00	0.01	-0.27	0.10	-0.12	0.14	-0.14
D5	0.08	0.01	-0.00	0.01	1,00	-0.35	-0.07	-0.06	0.05	-0.03
D6	0.00	0.00	-0.01	-0.27	-0.35	1,00	0.00	0.08	-0.11	0.12
D7	0.01	0.11	0.01	0.10	-0.07	0.00	1,00	-0.19	-0.28	-0.18
X1	-0.03	-0.07	0.06	-0.12	-0.06	0.08	-0.19	1,00	-0.38	-0.24
X2	-0.04	-0.12	-0.02	0.14	0.05	-0.11	-0.28	-0.38	1,00	-0.37
Y	0.07	0.07	0.05	-0.14	-0.03	0.12	-0.18	-0.24	-0.37	1,00

Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών

Πίνακας της ανάλυσης πολλαπλής παλινδρόμησης μη κωδικοποιώντας τις τιμές «μετοχές» και «Ολλανδία» με ψευδομεταβλητές.

Αρχική εξίσωση παλινδρόμησης

$$Y = c + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3D_1 + b_4D_2 + b_5D_3 + b_6D_4 + b_7D_5 + b_8D_6 + b_9D_7$$

Event Window	c	X ₁	X ₂	D ₁	D ₂	D ₃	D ₄	D ₅	D ₆	D ₇	R ²	F.st.
[-30,+30]	-0.003				0.045						0.009	3.665
t-st	-0.418				1.914 ^c							0.056
[-30,0]	-0.00004	0.002									0.011	4.644
t-st	-0.006	2.155 ^b										0.031
[0]	0.004	0.0006			0.008			-0.007			0.025	3.345
t-st	1.612	1.819 ^c			1.693 ^c			-1.672 ^c				0.019
[0,+30]	-0.014	-0.003			0.072	0.030					0.051	7.091
t-st	-1.099	-3.054 ^a			3.529 ^a	1.987 ^b						0.0002
[-5,+5]	0.017	-0.001			0.030			-0.020			0.034	4.651
t-st	3.102 ^a	-1.778 ^c			2.590 ^a			-2.001 ^b				0.003

Τελική Εξίσωση

[-30,+30]

$$Y = -0.003 + 0.045D_2$$

[-30,0]

$$Y = -0.00004 + 0.002X_1$$

[0]

$$Y = 0.004 + 0.0006X_1 + 0.008D_2 - 0.007D_5$$

[0,+30]

$$Y = -0.014 - 0.003X_1 + 0.072D_2 + 0.030D_3$$

[-5,+5]

$$Y = 0.017 - 0.001X_1 + 0.030D_2 - 0.020D_5$$

a στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% - b στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% - c στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%