



**Π.Μ.Σ. ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ:

**Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ &
ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ
ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL
INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ:

κ. ΚΑΤΣΙΜΠΡΗΣ

κ. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

**ΤΑΚΑ ΣΤΑΥΡΟΥΛΑ
ΜΧΡΗ/0427**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΙΟΥΝΙΟΣ 2006**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	Σελ.1
ΜΕΡΟΣ 1^ο	
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	Σελ.2
1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	Σελ.5
ΜΕΡΟΣ 2^ο	
2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	Σελ.9
2.1 Εμπειρικές μελέτες αποδοτικότητας με την μέθοδο των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων.....	Σελ.9
2.2 Εμπειρικές μελέτες αποδοτικότητας με την χρήση λογιστικών στοιχείων.....	Σελ.20
2.3 Εμπειρικές μελέτες αποδοτικότητας με την μέθοδο του Υπολειμματικού Εισοδήματος.....	Σελ.22
ΜΕΡΟΣ 3^ο	
3. ΔΕΔΟΜΕΝΑ –ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	Σελ 25
3.1 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ –ΔΕΙΓΜΑ.....	Σελ 25
3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ.....	Σελ.30
ΜΕΡΟΣ 4^ο	
4.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	Σελ.44
4.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	Σελ.52
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	Σελ.55
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	Σελ.57

ΜΕΡΟΣ 1⁰

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) είναι επιχειρηματικές κινήσεις που αποσκοπούν στην ενοποίηση οικονομικών μονάδων, θεωρούνται ως μέσο προώθησης στρατηγικών γρήγορης εξωτερικής ανάπτυξης όμως απαιτούν την επένδυση μεγάλου ύψους κεφαλαίων συνεπώς ενέχουν και μεγάλο κίνδυνο.

Σύμφωνα με τα *Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα* γίνεται η εξής διάκριση :

Εξαγορά (acquisition) είναι η απόκτηση ελέγχου πάνω στα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης από μία άλλη, ανεξάρτητα από την μορφή του ανταλλάγματος (μετρητά, μετοχές & λοιπά αξιόγραφα).

Συγχώνευση (merger) ή ενοποίηση συμφερόντων (uniting of interests) συμβαίνει όταν ενοποιούνται δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις παρομοίου μεγέθους σε μία επιχείρηση, έτσι ώστε να μην αναγνωρίζεται σαφώς ποια είναι η αγοράστρια εταιρεία (ισοτιμία των δικαιωμάτων των μετόχων στην νέα εταιρεία) και επιπλέον η ενοποίηση συμβαίνει στην σημαντική πλειονότητα (αν όχι στο σύνολο) με ανταλλαγή μετοχών.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) έχουν ιστορία περίπου 100 ετών στις Η.Π.Α., στο Ηνωμένο Βασίλειο η αφετηρία τοποθετείται στην δεκαετία του 1960 ενώ στις υπόλοιπες χώρες της Ε.Ε. είναι φαινόμενο της δεκαετίας του 1990. Έχει παρατηρηθεί ότι οι Σ&Ε έρχονται κατά «κύματα» (merger waves), πιο συγκεκριμένα στις **Η.Π.Α.** διακρίνονται σε **6** κυρίως **κύματα** από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα μέχρι σήμερα

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

- ❖ **1890 -1905** όπου είχαμε την δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων
(π.χ. General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Du Pont κτλ)

- ❖ **Δεκαετία 1920** όπου παρατηρήθηκε η δημιουργία ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση (αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία Clayton Act, διάσπαση της Standard Oil)

- ❖ **Δεκαετία 1960** όπου παρατηρήθηκε ανάπτυξη των conglomerates δηλαδή της τάσης για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας)

- ❖ **Δεκαετία 1980** παρατηρήθηκε το τέταρτο κύμα όπου χαρακτηρίστηκε από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures) οι οποίες απαρτίζουν το 20 % με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Επίσης παρατηρήθηκε αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση δηλαδή έγινε το λεγόμενο de-conglomeration, η συγκέντρωση στα core activities και η αύξηση της χρήσης του outsourcing. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό της περιόδου ήταν η εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για την χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου leveraged buyouts (LBOs)

- ❖ **Δεκαετία 1990 έως αρχές 21^{ου} αιώνα** όπου θεωρείται το μεγαλύτερο κύμα μέχρι σήμερα τόσο από πλευράς αριθμών συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας φθάνοντας το 2000 το ποσό των 1,75 τρις δολαρίων σε σχέση με 324 δις δολάρια το 1989.

- ❖ **2004 μέχρι και σήμερα** διανύουμε το έκτο κατά σειρά κύμα συγχωνεύσεων & εξαγορών (Σ&Ε) το οποίο αναμένεται να ξεπεράσει τα προηγούμενα τόσο σε

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

αριθμό συναλλαγών, αξίας αλλά και στρατηγικής σημασίας εταιρικών μετασχηματισμών.

Στην Ε.Ε. μπορούν να διακριθούν **2 μεγάλα κύματα** :

- ❖ Περίοδος 1987 – 1992 όπου η αξία αυξήθηκε από 21 δις δολάρια το 1985 σε 158 δις δολάρια το 1989 και έπειτα έπεσε στα 90 δις δολάρια το 1992
- ❖ Περίοδος 1995 - 2001 στο δεύτερο και μεγαλύτερο κύμα με αξία 1,083 τρις δολάρια το 2000 και έπειτα σημειώθηκε κατακόρυφη πτώση και κατέληξε σε αξία ίση με 462 δις δολάρια το 2001.

1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Σύμφωνα με την νεοκλασική θεωρία αντικειμενικός σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης ή, όπως λέγεται, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η αξιολόγηση μιας επιχειρηματικής απόφασης πρέπει να γίνεται με βάση την μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής της καθώς αυτή αντικατοπτρίζει όλες τις μελλοντικές πληρωμές προς τους μετόχους της προεξοφλημένες με το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για την επίτευξη του στόχου της. Μια επιχειρηματική κίνηση πρέπει να προκρίνεται για υλοποίηση εφόσον οδηγεί σε θετική παρούσα αξία και σε ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα τα οποία αναμένονται να διατηρηθούν διαχρονικά. Αντίστοιχα λοιπόν οι Σ&Ε είναι επιχειρηματικές αποφάσεις οι οποίες δεσμεύουν πολλά κεφάλαια και για αρκετό καιρό γι'αυτό πρέπει να γίνεται προσεκτική αξιολόγηση τους. Η υλοποίησή τους πρέπει να γίνεται μόνο όταν υπάρχει η προσδοκία ότι η αξία της ενιαίας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη από την αξία των δύο επιχειρήσεων χωριστά.

Οι προηγούμενες μελέτες επικεντρώθηκαν σε 2 κύριες μεθόδους ανάλυσης της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων, την μέθοδο των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων και την μέθοδο χρήσης λογιστικών και την σύγκριση με κάποιο κλαδικό δείκτη (benchmark). Η μέθοδος των λογιστικών στοιχείων καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις είχαν σημαντικά θετικό αποτέλεσμα στην κερδοφορία της εταιρείας αγοραστή (acquiring firm). Ενώ με την μέθοδο των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων χρησιμοποιούνται οι Buy-and Hold Abnormal Returns (BHARs) την περίοδο ανακοίνωσης του γεγονότος και των επόμενων 3 χρόνων και καταλήγουν ότι οι συγχωνεύσεις είχαν στατιστικά σημαντικό αρνητικό

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

αποτέλεσμα στη τιμή της μετοχής της εταιρείας αγοραστή, Οι προαναφερθείσες μελέτες έχουν κάποια προβλήματα στον υπολογισμό της πραγματικής αξίας της επιχείρησης αγοραστή μετά την συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα τα βασικά μειονεκτήματα της μεθόδου των λογιστικών στοιχείων όπως διαπιστώθηκαν από τις μελέτες είναι ότι θεωρεί το κόστος κεφαλαίου σταθερό καθ' όλη την περίοδο ανάλυσης, δεν αντανακλά τον χρόνο εισπράξεως των κερδών καθώς και το ποσό πληρωμής της εξαγοράζουσας εταιρείας. Από την άλλη μεριά η μέθοδος των μετοχικών αποδόσεων αντικατοπτρίζει πολλούς παράγοντες όπως οι προσδοκίες των επενδυτών και ίσως κάποια λάθος αποτίμηση της αγοράς όσον αφορά την εταιρεία αγοραστή, με συνέπεια την πτώση της τιμής της μετοχής της κατά την ανακοίνωση του γεγονότος, με συνέπεια να μην μπορεί να αναγνωριστεί εύκολα η καθαρή επίδραση της συγχώνευσης στην θεμελιώδη αξία. Αυτός είναι και ο λόγος που και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι ανωτέρω έρευνες αποτελούν μη ικανοποιητικούς τρόπους μέτρησης της πραγματικής αξίας της επιχείρησης μετά την συγχώνευση γι' αυτό και έχει εισαχθεί τα τελευταία χρόνια μια νέα έννοια στην Χρηματοοικονομική Διοίκηση για την αποτίμηση της θεμελιώδους αξίας της επιχείρησης, η έννοια του «Υπολειμματικού Εισοδήματος» (*Residual Income*) ή του «Οικονομικού Κέρδους» (*Economic Profit*).

Η πρακτική εφαρμογή της μεθόδου του Υπολειμματικού Εισοδήματος ως μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων αποτελεί πρόσφατη εξέλιξη, η έννοια καθεαυτή είναι αρκετά παλαιότερη. Η έννοια του οικονομικού κέρδους αναπτύχθηκε πρώτη φορά από τον οικονομολόγο Alfred Marshall το 1890 σύμφωνα με τον οποίο μια επιχείρηση έχει πραγματικό κέρδος μόνο όταν καλύπτει το λειτουργικό της κόστος και το κόστος των επενδυμένων κεφαλαίων. Το Υπολειμματικό Εισόδημα αποτελεί ουσιαστικά την σύνδεση των περιοδικών μέτρων

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

αξιολόγησης αποδοτικότητας, όπως παραδείγματος χάριν Κέρδη ανά μετοχή ή αριθμοδείκτες όπως Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), με την θεωρία Αποτίμησης Προεξοφλημένων Χρηματοροών και τον κανόνα της Καθαρής Παρούσας Αξίας. Συνδέει το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης με τα λογιστικά μέτρα κερδοφορίας και αποτελεί με την σειρά του ένα μέτρο περιοδικής αξιολόγησης το οποίο φαίνεται να είναι στενά συνδεδεμένο με την πραγματική αξία της επιχείρησης.

Ένας άλλος όρος με τον οποίο συνδέεται το Υπολειμματικό Εισόδημα είναι το Economic Value Added (EVA) που αποτελεί μια εκδοχή του Υπολειμματικού Εισοδήματος που προωθείται από την αμερικάνικη εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Stern Steward & Co. Η βασική διαφορά του EVA από την έννοια του Υπολειμματικού Εισοδήματος αφορά τον τρόπο υπολογισμού τόσο των κερδών όσο και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Η Stern Steward & Co προτείνει κάποιες μετατροπές στις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης ώστε να διορθωθούν κάποιες πιθανές παραμορφώσεις που θεωρεί ότι μεγαλώνουν το χάσμα της λογιστικής αξίας της επιχείρησης από την πραγματική οικονομική αξία της και να οδηγηθεί η επιχείρηση σε αύξηση της αξίας της που μεταφράζεται σε υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους της.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η εξέταση της υπόθεσης μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων της ενιαίας εταιρείας μετά την υλοποίηση Σ&Ε. Πιο συγκεκριμένα θα εξετάσουμε κατά πόσο αυξάνεται αποδοτικότητα μετά την συγχώνευση (post acquisition performance). Μας ενδιαφέρει η αποδοτικότητα **μετά** την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης οπότε εξετάζουμε την αποδοτικότητα της εταιρείας αγοραστή (acquirer) τα τρία έτη μετά το εταιρικό γεγονός. Το έναυσμα για την μελέτη αυτή υπήρξε το αδημοσίευτο άρθρο, εξ όσων

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

γνωρίζουμε, των Bild, Cosh, Guest & Runsten “The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers”. Η μέθοδος του υπολειμματικού εισοδήματος θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα μελέτη για την εξέταση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αγορά των Η.Π.Α. την χρονική περίοδο 1990 – 2002.

Η παρούσα μελέτη θα διαρθρωθεί σε τέσσερα μέρη, το πρώτο μέρος αποτελεί την εισαγωγή και τον σκοπό της μελέτης, το δεύτερο μέρος περιλαμβάνει την ανασκόπηση βιβλιογραφίας με το σύνολο των μελετών που έχουν διακριθεί σε μελέτες που υπολογίζουν την αποδοτικότητα των Σ&Ε με τις μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις, με την χρήση λογιστικών στοιχείων και τέλος με την μέθοδο του υπολειμματικού εισοδήματος. Στο τρίτο μέρος εξετάζονται οι υποθέσεις για την επιλογή του δείγματος, το τελικό δείγμα που επιλέχθηκε και η μεθοδολογία που αναπτύχθηκε με βάση το άρθρο των Bild, Cosh, Guest & Runsten “The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers”. Τέλος το τέταρτο μέρος αποτελείται από τα αποτελέσματα της μελέτης μας και τα συμπεράσματα που προκύπτουν.

ΜΕΡΟΣ 2⁰

2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Η πλειοψηφία των μελετών που έχουν εκπονηθεί για τις συγχωνεύσεις & εξαγορές επικεντρώνονται σε 3 θέματα:

- ❖ Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν ή όχι αξία στους μετόχους των εταιρειών που μετασχηματίζονται;
- ❖ Πως μπορεί να μετρηθεί η αξία αυτή με το μικρότερο δυνατό λάθος;
- ❖ Στην αναγνώριση των παραγόντων που δημιουργούν αξία για τους μετόχους των εταιρειών που συγχωνεύονται

2.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Σ&Ε ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Οι Baker & Limmack (2001) στην μελέτη «*U.K Takeovers And Acquiring Company Wealth Changes: The Impact Of Survivorship And Other Potential Selection Biases On Post Outcome Performance*» προσπαθούν να αποδείξουν ότι οι μακροπρόθεσμες αρνητικές αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών στην Αγγλία κατά τη χρονική περίοδο από το 1977 ως το 1990 δεν είναι αποτέλεσμα διαφόρων μεροληπτικών σφαλμάτων. Προηγούμενες μελέτες που αφορούσαν το ίδιο θέμα αναφέρουν ότι το φαινόμενο αυτό αντιπροσωπεύει μια καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς σε υπερτιμημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε). Η συνεισφορά της μελέτης αυτής έγκειται στο ότι δίνει μεγάλη σημασία σε τρεις πιθανές πηγές μεροληπτικών σφαλμάτων στις αποδόσεις των εξαγοραζουσών εταιρειών την χρονική περίοδο μετά της εξαγορά. Τα σφάλματα αυτά είναι το

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

survivorship¹, το selection² και το skewness bias³, στις κατανομές τόσο των χαρτοφυλακίων και ερευνάται σε ποιο βαθμό επιδρούν θετικά ή αρνητικά στις αποδόσεις των σχηματισθέντων χαρτοφυλακίων τόσο της εξαγοράζουσας εταιρείας, όσο και των εταιρειών αναφοράς.

Μια καινοτομία αυτής της μελέτης είναι ότι χρησιμοποιήθηκε το τριπαραγοντικό μοντέλο στην ίδια μορφή που χρησιμοποιήθηκε και από τους Fama και French για να υπολογιστούν οι υπερκανονικές αποδόσεις. Οι τρεις παράγοντες του μοντέλου έχουν να κάνουν με την επίδραση της απόδοσης της αγοράς, του μεγέθους της εταιρείας, και του book value to market value ratio (BV/MV). Τα αποτελέσματα που προέκυψαν επιβεβαιώνουν τη στατιστική σημαντικότητα μακροπρόθεσμα των αρνητικών υπέρ-κανονικών αποδόσεων, που ξεκινάνε από το δεύτερο έτος, που ακολουθεί την εξαγορά και φτάνει ως το πέμπτο έτος μετά την εξαγορά.

Τα συμπεράσματα που βγαίνουν είναι ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες που χρησιμοποιούν μετρητά ως μέσο χρηματοδότησης της εξαγοράς εμφανίζουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις αντίστοιχες που βασίζουν την χρηματοδότηση των εξαγορών με μετοχές. Επίσης δεν αντιμετωπίζουν σημαντικές μεταβολές στον πλούτο τους, τα επόμενα πέντε χρόνια μετά την εξαγορά. Επίσης οι μεγάλοι σε μέγεθος εξαγοραστές αντιμετωπίζουν μικρότερες αρνητικές μεταβολές στον πλούτο τους, απ' ό,τι οι αντίστοιχοι μικροί σε μέγεθος. Επιπροσθέτως οι εξαγοράζουσες εταιρείες που κάνουν μια σειρά από τακτικές εξαγορές, δεν αντιμετωπίζουν στατιστικά σημαντικές απώλειες πλούτου και συνήθως έχουν καλύτερες αποδόσεις σε

¹ Survivorship bias ή New listing bias: το χαρτοφυλάκιο ελέγχου πιθανόν να περιέχει εταιρείες που άρχισαν την διαπραγμάτευση τον μήνα του εταιρικού γεγονότος

² (Ex post) Selection bias: το δείγμα να αποτελείται από εταιρείες που σταμάτησαν την διαπραγμάτευση κάποια στιγμή πριν το τέλος της ανάλυσης

³ Skewness bias: η κατανομή των long run stock returns εμφανίζει θετική ασυμμετρία

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

σχέση με αυτές που δεν εξαγοράζουν τακτικά ή έχουν κάνει μόνο μια εξαγορά. Αυτό το εύρημα δείχνει πως η διοίκηση της εταιρείας έχει την τάση να μαθαίνει από προηγούμενες Σ&Ε. Τέλος βρέθηκε ότι στις παλινδρομήσεις που έγιναν οι μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τη μέθοδο χρηματοδότησης και την εμπειρία των εξαγοραστών ήταν οι μόνες που ήταν στατιστικά σημαντικές.

Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής είναι σε γενικές γραμμές συνεπή με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών που εμφανίζουν τους εξαγοραστές να κερδίζουν υπέρ-κανονικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια των δυο ετών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, ενώ μεταγενέστερα παρατηρείται μείωση του πλούτου. Η σημαντικότερη όμως συνεισφορά αυτής της μελέτης εκτός των άλλων έχει να κάνει με το να επιδείξει την παρατηρούμενη αρνητική συμπεριφορά των αποδόσεων του εξαγοραστή, ακόμα και αν γίνει έλεγχος για μεροληπτικά σφάλματα όπως αυτά του survivorship και του selection bias. Τέλος δοκιμές σε διάφορα υποσύνολα των εξαγοραζουσών εταιρειών αποδεικνύει ότι η μορφή χρηματοδότησης της εξαγοράς, η προηγούμενη εμπειρία και το μέγεθος του εξαγοραστή, ξεχωριστά μπορεί να δώσει επαρκή εξήγηση στις διαστρωματικές διαφορές των αποδόσεων των εξαγοραστών.

Οι **Datta, Datta & Raman (2001)** στην μελέτη τους «*Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions*» εξετάζουν εάν η αποζημίωση των στελεχών για την εργασία τους παίζει καθοριστικό ρόλο στις επενδυτικές αποφάσεις που θα πάρουν οι managers των εταιρειών αυτών. Η καινοτομία της μελέτης αυτής συνίσταται στο ότι πρώτη φορά εξετάζεται το κατά πόσο η αρνητική ανταπόκριση των τιμών των μετοχών που παρατηρείται μετά την ανακοίνωση μπορεί να εξηγηθεί από τη διάρθρωση των αποζημιώσεων των στελεχών των εξαγοραζουσών εταιρειών πριν γίνει η εξαγορά. Επίσης εξετάζεται η σχέση μεταξύ

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

του premium της εξαγοράς και κατά πόσο τα ενδιαφέροντα των στελεχών των BV BV εξαγοραζουσών εταιρειών συνάδουν με το συμφέρον των μετόχων των εταιρειών τους. Η μεθοδολογία που ακολουθείται στη μελέτη είναι αυτή της μέτρησης των υπερκανονικών αποδόσεων οι οποίες βρίσκονται με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς. Επίσης χρησιμοποιείται ομάδα εταιρειών αναφοράς, οι οποίες είναι προσαρμοσμένες ως προς το μέγεθος και το δείκτη MV/BV, για χρονική περίοδο ενός έτους πριν από την ημερομηνία εξαγοράς. Τέλος για τη μέτρηση των υπερκανονικών αποδόσεων χρησιμοποιείται η μέθοδος των Buy and Hold Abnormal Returns (BHARs) που προτιμάται σε σχέση με την μέθοδο των Cumulative Average Abnormal Returns (CAARs), αφού τα CAARs αν και εμφανίζουν λιγότερα biases σε σχέση με τα BHARs είναι πολύ πιο δύσκολο να μεταφραστούν τα αποτελέσματα που προκύπτουν με τη μέθοδο αυτή με ένα χρήσιμο και εποικοδομητικό τρόπο. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν απ' αυτήν τη μελέτη είναι ότι παρατηρείται μια ισχυρή θετική σχέση ανάμεσα στην αποζημίωση με μετοχές που λαμβάνουν οι managers των εξαγοραζουσών εταιρειών και την ανταπόκριση των τιμών των μετοχών κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. Επίσης παρατηρείται ότι οι manager που αμείβονται με υψηλούς μισθούς πληρώνουν σημαντικά μικρότερα premium εξαγοράς και εξαγοράζουν εταιρείες με υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης σε σχέση με τους αντίστοιχους managers που δεν έχουν τόσο υψηλές αποζημιώσεις. Επίσης στην περίοδο μετά την εξαγορά οι εταιρείες με στελέχη που λαμβάνουν χαμηλές αποζημιώσεις αποδίδουν λιγότερο σε σχέση με τις εταιρείες που έχουν υψηλά αμειβόμενα στελέχη. Άρα το συμπέρασμα που βγαίνει τελικά είναι ότι η αποζημίωση ή η αμοιβή κυρίως με μετοχές αποτελεί δραστικό και ισχυρό κίνητρο για τα στελέχη μιας εταιρείας να προβούν σε επενδυτικές αποφάσεις που μεγιστοποιούν την αξία της εταιρείας.

Οι **Sudarsanam & Mahate (2003)** στην μελέτη τους «*Glamour Acquirers, Method Of Payment And Post Acquisition Performance: The U.K Evidence*» εξετάζουν την απόδοση των εξαγοραζουσών εταιρειών, τόσο μακροπρόθεσμα, όσο και βραχυπρόθεσμα και κατά πόσο η βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη απόδοση των αγοραστών εξαρτάται από το αν ήταν glamour ή value εξαγοραστές. *Glamour* ονομάζονται οι εταιρείες αυτές που ήταν υψηλά αποτιμημένες ως αποτέλεσμα της προηγούμενης απόδοσης των μετοχών τους και διαπραγματεύονταν με υψηλό δείκτη price to earnings ratio (PER) ή market value to book value (MV/BV). Αντίθετα *value* εταιρείες ονομάζονται αυτές που είχαν χαμηλό δείκτη PER ή MV/BV και ήταν υποτιμημένες αλλά είχαν την δυνατότητα να αποδώσουν κέρδη αργότερα. Οι μετοχές *glamour* αντιπροσωπεύουν εταιρείες υψηλής ανάπτυξης ενώ οι μετοχές *value* εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης. Επίσης εξετάζουν την αλληλεπίδραση μεταξύ του τύπου του αγοραστή και τη μέθοδο χρηματοδότησης της εξαγοράς (έχει βρεθεί ότι οι *glamour* αγοραστές χρησιμοποιούν περισσότερο μετοχές ως μέσο χρηματοδότησης της εξαγοράς ενώ οι *value* μετρητά) και τέλος εξετάζεται το αν η πριν την εξαγορά κατάσταση ή η μέθοδος πληρωμής έχει σχέση με την μακροπρόθεσμη απόδοση των αγοραστών μετά την εξαγορά.

Για να εξεταστούν τα παραπάνω δημιουργούνται οι εξής τέσσερις μηδενικές υποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραστών με χαμηλό PER (*value acquirers*) έχουν μεγαλύτερα κέρδη μετά την εξαγορά, σε σχέση τους μετόχους των εξαγοραστών με υψηλό PER (*glamour acquirers*), οι μέτοχοι των εξαγοραστών με χαμηλό MV/BV (*value acquirers*) έχουν μεγαλύτερα κέρδη μετά την εξαγορά σε σχέση με τους μετόχους των εξαγοραστών με υψηλό MV/BV (*glamour acquirers*), οι *glamour acquirers* είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν μετοχές σαν μέθοδο πληρωμής σε σχέση

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

με τους *value acquirers* και τέλος οι *value acquirers* έχουν κατώτερες αποδόσεις μακροπρόθεσμα σε σχέση με τους *glamour*, τόσο όταν χρησιμοποιούν μετρητά, όσο και μετοχές για να χρηματοδοτήσουν τις εξαγορές μακροπρόθεσμα .

Για τη μελέτη χρησιμοποιείται δείγμα από 519 ολοκληρωμένες εξαγορές στην Αγγλία μεταξύ 1983- 1995 αφού αποκλείστηκαν εξαγοραστές που είχαν αγοραία αξία κάτω από 10 εκατ. λίρες. Οι εξαγορές κατηγοριοποιούνται σε τρεις ομάδες ανάλογα με τη τελική μέθοδο πληρωμής δηλαδή με μετρητά, με μετοχές και με συνδυασμό των δυο. Επίσης το ίδιο δείγμα χωρίζεται σε τρία ισομεγέθη, χαρτοφυλάκια με βάση το PE και το MV/BV, 3 μήνες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Για κάθε ένα από αυτά τα χαρτοφυλάκια βρίσκονται οι μη κανονικές αποδόσεις με τη μέθοδο των BHARs για τρεις περιόδους: από την ημέρα -1 ως την +1 που περιλαμβάνει την ημέρα ανακοίνωσης του bid, από την ημέρα +2 ως την ημέρα +40, και τρία χρόνια μετά την ημέρα +41 μετά το bid. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν δείχνουν ότι οι αγοραστές έχουν αρνητικά BHARs την περίοδο που γίνεται η ανακοίνωση του bid και για την τριετή περίοδο που ακολουθεί μετά την εξαγορά. Την ίδια περίοδο οι *value acquirers* είχαν καλύτερες επιδόσεις από τους *glamour acquirers*. Επίσης βρίσκεται ισχυρή ένδειξη υπέρ του ότι οι εταιρείες *glamour* χρησιμοποιούν μετοχές ως μέθοδο χρηματοδότησης και όχι μετρητά. Το αντίθετο συμβαίνει στους *value acquirers*. Επιπροσθέτως παρατηρείται ισχυρή ένδειξη αλληλεπίδρασης μεταξύ της πριν την εξαγορά κατάστασης του εξαγοραστή και της μεθόδου χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται για τις αποδόσεις μετά την περίοδο της εξαγοράς. Αυτό φαίνεται από το ότι οι *glamour acquirers* που προσέφεραν μετοχές υπό-αποδίδουν σε σχέση με αυτούς που προσφέρουν μετρητά.

Τα αποτελέσματα για την Αγγλία συνάδουν με αντίστοιχα άλλων μελετών για την Αμερική. Και αυτές δείχνουν ότι η καλύτερη απόδοση μακροπρόθεσμα των *value*

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

acquirers υποστηρίζεται σημαντικά και επίσης η μελέτη αυτή αποδεικνύει ότι τόσο το P/E, όσο και το MV/BV δημιουργεί παρόμοια αποτελέσματα για τους glamour και value acquirers. Σε αντίθεση με τις μελέτες που έγιναν στην Αμερική, σε αυτήν εδώ βρίσκεται δυνατότερη υποστήριξη στην υπόθεση για τη μέθοδο πληρωμής, καθώς υπάρχει πολύ σημαντική συσχέτιση μεταξύ της οικονομικής κατάστασης του acquirer δηλαδή το αν είναι glamour ή value εταιρεία και της μεθόδου πληρωμής. Πάντως χωρίς να εξετάζεται η πριν την εξαγορά οικονομική κατάσταση, οι acquirers που χρησιμοποιούν μετρητά δημιουργούν υψηλότερα κέρδη για τους μέτοχους τους σε σχέση με αυτούς που χρησιμοποιούν μετοχές για περίοδο 3 χρόνων μετά την εξαγορά.

Ο Gregory στη μελέτη (2005) «*The Long Run Abnormal Performance Of U.K Acquirers And The Free Cash Flow Hypothesis*» εξετάζει ένα δείγμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που έγιναν στην Αγγλία και συμπεραίνει ότι δεν υπάρχει καμία υποστήριξη στην υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών και αποδεικνύει ότι αυτή η υπόθεση έρχεται σε αντίθεση με το μοντέλο των μακροπρόθεσμων μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων. Βάσει λοιπόν της μεθόδου των Free Cash Flows (FCF) που εφαρμόζεται σε αυτήν τη μελέτη που συμφωνεί και με άλλες μελέτες που έγιναν στις Η.Π.Α και στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι εξαγοράζουσες εταιρείες είχαν πολύ χαμηλές αποδόσεις μετά την περίοδο εξαγοράς. Σε αντίθεση με τα προαναφερθέντα ο Gregory αποδεικνύει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες με υψηλό ποσοστό ελεύθερων ταμειακών ροών έχουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις αντίστοιχες εταιρείες με χαμηλό ποσοστό ελεύθερων ταμειακών ροών. Αν και αυτό το αποτέλεσμα δεν συμβαδίζει με την υπόθεση του Jensen παρόλα

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

αυτά είναι συμβατό με την αγγλική πραγματικότητα, κάτι που δείχνει ότι η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών δεν βρίσκει εφαρμογή στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Η βασική μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για να εκτιμηθούν οι μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς, καθώς και για τους 60 μήνες που ακολουθούν την ολοκλήρωσή της, ήταν ο έλεγχος του μεγέθους και του λόγου της λογιστικής προς την χρηματιστηριακή αξία (BV/MV) βάσει του τριπαραγοντικού μοντέλου που χρησιμοποίησαν οι Fama και French (1993). Έτσι βρέθηκαν οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρείες.

Αυτές οι εκτιμήσεις της απόδοσης των εταιρειών χωρίζονται βάσει του δείκτη q του Tobin (*Tobin's q ratio*⁴) και των ταμειακών ροών των εξαγορών. Η υπόθεση είναι ότι αν το μέσο q είναι μικρότερο του 1 ($q < 1$) τότε μιλάμε για εταιρείες χαμηλού q (low q firms) και αν ισχύει αυτή η υπόθεση η οριακή επενδυτική ευκαιρία είναι αρνητική. Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF) λέει ότι οι αποδόσεις του εξαγοραστή θα πρέπει να είναι αρνητικές σε σχέση με τις FCF στις low q firms και μη σχετιζόμενο με τις FCF στις εταιρείες υψηλού q (high q firms). Τέλος δημιουργήθηκε ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς για να μετρηθούν οι αποδόσεις χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των Buy And Hold Abnormal Returns. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε είναι ότι όχι μόνο μπορεί να απορριφθεί η FCF υπόθεση, αλλά αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης για τις υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές αποδεικνύεται ότι εξαγοραστές με υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές τα ηγαίνουν καλύτερα σε σχέση με αυτούς με χαμηλές ελεύθερες ταμειακές ροές. Αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης οι ταμειακές ροές των εξαγοραστών

⁴ Tobin's q ratio: Αγοραία αξία επιχείρησης
κόστος αντικατάστασης παγίων

Σκοπός είναι να δείχνει την απόκλιση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης από την πραγματική ώστε να χρησιμοποιείται για την αναγνώριση υποτιμημένων εταιρειών στόχων.

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

εμφανίζονται να σχετίζονται θετικά με τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις και ούτε ο ρυθμός ανάπτυξης του εξαγοραστή, ούτε ο ρυθμός q του έχουν καμία σχέση με τις μετά τη συγχώνευση μη κανονικών αποδόσεων. Εκτός των άλλων αποδεικνύεται ότι οι αποκαλούμενοι 'high FCF' εξαγοραστές (που είναι αγοραστές με χαμηλά q ratios και υψηλές FCF) τα πηγαίνουν καλύτερα σε σχέση με άλλους εξαγοραστές μακροπρόθεσμα ακόμα και όταν εξετάζονται για άλλους παράγοντες, που φαίνεται να επηρεάζουν την απόδοση του εξαγοραστή σε άλλες μελέτες.

Υπάρχουν πολλές πιθανές εξηγήσεις για τα αποτελέσματα τα οποία βασίζονται στις μακροπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις. Μια απ' αυτές λέει ότι είναι πιθανόν οι εταιρείες, που έχουν χαμηλές ελεύθερες ταμειακές ροές μακροχρόνια και αποτελούν τους εξαγοραστές σε μια διαδικασία συγχώνευσης και εξαγοράς, να είναι περισσότερο επιρρεπείς σε χρηματοοικονομικού κινδύνους. Εναλλακτικά το ίδιο συμπέρασμα μπορεί να αποδοθεί ως το ότι οι high FCF και low q εξαγοραστές είναι υποτιμημένοι και πως οι high q και low FCF είναι υπερτιμημένοι. Αυτή η ερμηνεία ταιριάζει πολύ και με άλλες σχετικές μελέτες που έχουν γίνει για τις 'value' έναντι 'growth' μετοχές και εξαγοραστές αντίστοιχα. Τέλος οι high FCF εξαγοραστές πριν την εξαγορά ίσως δείχνουν την ικανότητα του εξαγοραστή να μπορεί να χρηματοδοτήσει κάθε αναγκαία επένδυση του εξαγοραζόμενου, χωρίς να έχει επιπλέον διέξοδο για εύρεση χρηματοροών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Οι **Conn, Cosh, Guest & Hughes (2005)** στην μελέτη τους "*The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions*" εξετάζουν την αποδοτικότητα κατά την περίοδο ανακοίνωσης και για τα συναπτά τρία έτη μετά την εξαγορά σ' ένα δείγμα 4000 ανωνύμων εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο το διάστημα 1984-1998. Η συνεισφορά της παρούσης μελέτης είναι διττή αφού

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

καταρχήν εξετάζει ταυτόχρονα εγχώριες αλλά και εκτός συνόρων εξαγορές, εισηγμένων ή όχι εταιρειών στόχων προσφέροντας έτσι την δυνατότητα άμεσης σύγκρισης μεταξύ τους και εξετάζεται η πιο πρόσφατη μεθοδολογία των ημερολογιακών χαρτοφυλακίων για τις εκτός συνόρων εξαγορές. Γίνεται η υπόθεση ότι τα κέρδη των αγοραστών σε εξαγορά μη εισηγμένης επιχείρησης στόχου είναι υψηλότερα λόγω αυξημένου ελέγχου της εταιρείας στόχου, της έλλειψης του φαινομένου της «ύβρις των στελεχών» στην διαδικασία εξαγοράς και τέλος λόγω του discount της αξίας της μη εισηγμένης εταιρείας εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας. Επίσης θεωρείται ότι οι αποδόσεις των αγοραστών στις εκτός συνόρων συγχωνεύσεις θα εξαρτηθεί από το πόσο οι συνέργιες από την γεωγραφική διαφοροποίηση θα αντισταθμιστούν από τα τυχόν προβλήματα που θα προκύψουν από θέματα διαφορετικής κουλτούρας.

Οι εξαγορές που αφορούν εισηγμένες εταιρείες οδηγούν σε σημαντικά αρνητικές αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης σε εγχώριο επίπεδο και μη σημαντικές αποδόσεις σε επίπεδο εκτός εγχωρίων συνόρων. Από την άλλη μεριά εξαγορές που αφορούν μη εισηγμένες εταιρείες οδηγούν σε σημαντικά θετικές αποδόσεις τόσο σε εγχώριες όσο και εκτός συνόρων εξαγορές. Οι μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις την περίοδο των μετέπειτα εξαγοράς 3 ετών είναι σημαντικά αρνητικές όταν αφορούν εισηγμένες εταιρείες τόσο σε εγχώριες όσο και εκτός συνόρων εξαγορές. Ενώ όσον αφορά σε μη εισηγμένες εταιρείες οδηγούν σε μη σημαντικά αρνητικές αποδόσεις τόσο σε εγχώριες όσο και εκτός συνόρων εξαγορές.

Όσον αφορά τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς η μελέτη για την απόδοση την περίοδο ανακοίνωσης δείχνει ότι οι συμφωνίες με μετρητά ήταν χειρότερες και οι εισηγμένες εταιρείες δίνουν χαμηλότερες αποδόσεις ανακοίνωσης απ'ότι οι μη εισηγμένες. Με μόνη εξαίρεση τις εξαγορές που αφορούσαν εγχώριες

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

εισηγμένες εταιρείες στόχους που δεν πληρώθηκαν με μετρητά (αλλά με έκδοση μετοχών) και είχαν χαμηλότερες αποδόσεις (αρνητικές) σε σχέση με τις μηδενικές αποδόσεις που εμφανίζονται στις αντίστοιχες περιπτώσεις με διαμεσολάβηση μετρητών. Η βασική διαφορά μεταξύ εγχωρίων εισηγμένων και μη εταιρειών στόχων είναι η χειρότερη απόδοση των εισηγμένων εταιρειών όταν η πληρωμή δεν γίνεται με μετρητά γεγονός που συνάδει με την θεωρία όπου η εξαγορά εισηγμένων εταιρειών γίνεται με έκδοση μετοχών όταν ο αγοραστής είναι υπερτιμημένος ενώ σε μη εισηγμένες εταιρείες το πρόβλημα αυτό μειώνεται.

Επιπροσθέτως οι glamour αγοραστές έχουν χαμηλότερη απόδοση στην περίπτωση των εισηγμένων εξαγοραζόμενων απ' ότι στις μη εισηγμένες καθώς μειώνεται το πρόβλημα του φαινομένου της «ύβρις των στελεχών» στην διαδικασία εξαγοράς. Ενώ οι value αγοραστές είναι οι μόνοι που εμφανίζουν αρνητικές μακροχρόνιες μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις.

Παρατηρήθηκε επίσης ότι οι εκτός συνόρων εξαγορές με τεχνολογικά οφέλη ως συνέργιες είχαν σημαντικά θετικές μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις τόσο κατά την περίοδο ανακοίνωσης όσο και την μετά εξαγοράς περίοδο των τριών ετών. Αντιθέτως οι αντίστοιχες εξαγορές χωρίς τις παραπάνω συνέργιες οδήγησαν σε σημαντικά θετικές μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το τεχνολογικό *know-how*⁵ είναι σημαντικός παράγοντας στην δημιουργία θετικών μακροχρονίων μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων και επιτυχίας των ξένων άμεσων επενδύσεων μέσω εξαγορών. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας είναι η διαφορετική κουλτούρα μεταξύ των εταιρειών που συμμετέχουν στην εξαγορά εκτός συνόρων και συμβάλλει αρνητικά στον σχηματισμό μακροχρονίων μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων.

⁵ *know-how*: τεχνογνωσία

2.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Σ&Ε ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Οι *Ravenscraft & Scherer (1988)* στην μελέτη τους “*Mergers and managerial performance, Knights and Raiders*”, εξετάζουν συγχωνεύσεις την περίοδο 1974-1977 και tender offers την περίοδο 1950-1977 στην αγορά των Η.Π.Α. Ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιείται ο λόγος λειτουργικών κερδών προ τόκων, φόρων & έκτακτων αποτελεσμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού. Προσαρμογές έγιναν ως προς το μερίδιο της αγοράς, το μέγεθος των εταιρειών, τον ρυθμό ανάπτυξης εκτός εξαγοράς και τους λογιστικούς κανονισμούς. Η μελέτη έδειξε ότι παρατηρήθηκε σημαντική πτώση στην απόδοση των αγοραστών κατά την περίοδο των 3-5 ετών μετά την συγχώνευση και επίσης αποδείχτηκε ότι είναι σημαντική η επίδραση του τρόπου χειρισμού των εξαγορών στην κερδοφορία του αγοραστή καθώς η εφαρμογή του acquisition accounting συνεπάγεται υπεραξία εξαγοράς και άρα μικρότερα κέρδη λόγω των σχετικών αποσβέσεων.

Οι *Healy, Palepu & Ruback (1995)* στην μελέτη τους “*Does corporate performance improve after mergers?*” εξετάζουν την μετά συγχώνευσης απόδοση των ταμιακών ροών για τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις στις 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες το χρονικό διάστημα 1979-1984. Κίνητρο για την έρευνα αυτή ήταν η αποτυχημένες προσπάθειες των προηγούμενων ερευνών να διευκρινίσουν αν οι Σ&Ε οδηγούσαν σε πραγματικά οικονομικά οφέλη και η αδυναμία τους να αναγνωρίσουν τις πηγές αυτές. Παρατηρήθηκε σημαντική βελτίωση στην αποδοτικότητα του ενεργητικού σε σχέση με τον κλάδο τους και υψηλότερες λειτουργικές αποδόσεις των ταμιακών ροών με την βελτίωση αυτή να είναι πιο εμφανής σε συγχωνεύσεις με υψηλά αλληλοκαλυπτόμενες δραστηριότητες.

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Οι Σ&Ε δεν οδήγησαν σε μείωση του μακροχρόνιου κεφαλαίου και των επενδύσεων σε έρευνα & ανάπτυξη (R&D). Επίσης παρατηρήθηκε υψηλή θετική συσχέτιση μεταξύ της αύξησης των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων την περίοδο ανακοίνωσης που δείχνει ότι οι προσδοκίες για οικονομικές βελτιώσεις αποτελούν την βάση για επαναξιολογήσεις των μετοχών των συγχωνευόμενων μετοχών.

Οι *Manson, Stark & Thomas (1994)* στην μελέτη τους "*A cash flow analysis of the operational gains from takeovers*", εξετάζουν την αποδοτικότητα των Σ&Ε την περίοδο 1985-1987 σε δείγμα 38 επιχειρήσεων στην αγορά των Η.Π.Α. Ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης λειτουργικές ταμειακές ροές προς αγοραία αξία επιχείρησης όπου έγινε προσαρμογή για τον κλάδο και την μείωση αποδοτικότητας λόγω ανταγωνισμού που θα είχε συμβεί αν δεν είχε γίνει η συγχώνευση. Η μελέτη έδειξε ότι παρατηρήθηκε σημαντική βελτίωση της τάξης του 3% στις λειτουργικές ταμειακές ροές για την περίοδο 3-5 ετών μετά την συγχώνευση.

2.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Σ&Ε

ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΟΥ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Οι Bild, Cosh, Guest & Runsten (2004) στην μελέτη τους με τίτλο *“The effect of takeover on the fundamental value of acquirers”* εξετάζουν εμπειρικά την χρηματοοικονομική απόδοση 303 ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων εγχωρίων Α.Ε. στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1985- 1996. Η συνεισφορά της μελέτης είναι διττή αφού καταρχήν χρησιμοποίησαν μια νέα μεθοδολογία για να εξετάσουν κατά πόσο η συγχώνευση οδήγησε σε θετική παρούσα αξία την εταιρεία-αγοραστή (bidder). Επίσης χρησιμοποίησαν αυτή την μεθοδολογία σε ένα πρόσφατο και ευρύ δείγμα εγχωρίων συγχωνεύσεων που περιλαμβάνει και το πέμπτο και πιο πρόσφατο κύμα της δεκαετίας του 1990. Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποίησαν την μέθοδο του υπολειμματικού εισοδήματος για τον υπολογισμό της συνολικής θεμελιώδους αξίας του αγοραστή πριν και μετά την συγχώνευση. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τη μέθοδο αυτή συγκρίνονται με τα αποτελέσματα από τις δύο πιο δημοφιλείς εμπειρικές μεθόδους που έχουν χρησιμοποιηθεί σε παλαιότερες μελέτες, την μέθοδο των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων (event studies) και την μέθοδο της κερδοφορίας (profitability studies) που προκύπτει με την ανάλυση των διάφορων λογιστικών δεικτών όπως το ROE το οποίο εξετάζεται πριν και μετά την εξαγορά.

Όσον αφορά την μέθοδο της κερδοφορίας (profitability studies) χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των pro-forma στοιχείων κερδοφορίας του αγοραστή και στόχου τα έτη -3 έως -1 για την προ συγχώνευσης αποδοτικότητα και συγκρίνονται με τα αντίστοιχα στοιχεία κερδοφορίας του αγοραστή μετά συγχώνευσης για τα έτη +1 έως +3. Σημειώνεται ότι το κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό καθώς και τα βάρη κάθε post merger έτους στον υπολογισμό του μέσου

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

όρου αποδοτικότητας. Η μέθοδος αυτή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις είχαν σημαντικό θετικό αποτέλεσμα στην κερδοφορία της εταιρείας αγοραστή (acquiring firm). Ενώ με την μέθοδο των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων χρησιμοποιούνται οι BHARs την περίοδο ανακοίνωσης του γεγονότος και των επόμενων 3 χρόνων και καταλήγουν ότι οι συγχωνεύσεις είχαν στατιστικά σημαντικό αρνητικό αποτέλεσμα στη τιμή της μετοχής της εταιρείας αγοραστή, αποτελέσματα που είναι συμβατά με παρόμοιες έρευνες που έγιναν στο Ηνωμένο Βασίλειο την ίδια χρονική περίοδο. Τα βασικά μειονεκτήματα της μεθόδου της κερδοφορίας όπως διαπιστώθηκαν από τις μελέτες είναι ότι θεωρεί το κόστος κεφαλαίου σταθερό καθ' όλη την περίοδο ανάλυσης, δεν αντανακλά τον χρόνο εισπράξεως των κερδών καθώς και το ποσό πληρωμής της εξαγοράζουσας εταιρείας. Από την άλλη μεριά η μέθοδος των μετοχικών αποδόσεων αντικατοπτρίζει πολλούς παράγοντες όπως οι προσδοκίες των επενδυτών και ίσως κάποια λάθος αποτίμηση της αγοράς όσον αφορά την εταιρεία αγοραστή, με συνέπεια την πτώση της τιμής της μετοχής της κατά την ανακοίνωση του γεγονότος, με συνέπεια να μην μπορεί να αναγνωριστεί εύκολα η καθαρή επίδραση της συγχώνευσης στην θεμελιώδη αξία. Αυτός είναι και ο λόγος που και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι ανωτέρω έρευνες αποτελούν μη ικανοποιητικούς τρόπους μέτρησης της πραγματικής αξίας της επιχείρησης μετά την συγχώνευση.

Τέλος με την μέθοδο του υπολειμματικού εισοδήματος υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ της θεμελιώδους αξίας των δυο επιχειρήσεων μαζί πριν την εξαγορά και της θεμελιώδους αξίας της εταιρείας αγοραστή μετά την εξαγορά και έχει ως χρονικό ορίζοντα 3 έτη πριν το γεγονός και 3 έτη μετά, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε δεν έχουν στατιστικά σημαντικό θετικό αποτέλεσμα στην θεμελιώδη αξία της επιχείρησης. Γεγονός που οφείλεται κυρίως σε δυο λόγους στο

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

κόστος κεφαλαίου της εξαγοράζουσας εταιρείας το οποίο αυξάνεται μετά την εξαγορά με συνέπεια η αύξηση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) να μην είναι αρκετή για να αυξηθεί η θεμελιώδης αξία της. Ο δεύτερος λόγος είναι τα μη κανονικά κέρδη μειώνονται στο τέλος της περιόδου μετά το γεγονός με συνέπεια η διαφορά στην θεμελιώδη αξία που οφείλεται στην τερματική αξία να είναι μη στατιστικά σημαντική. Σε διαφορετική περίπτωση η θετική συνεισφορά στην θεμελιώδη αξία του αγοραστή θα ήταν οικονομικά και στατιστικά σημαντική.

Τέλος σε αντίθεση με τις ανωτέρω μεθόδους η μέθοδος της θεμελιώδους αποτίμησης της συγχώνευσης, που εκφράζεται με το υπολειμματικό εισόδημα είναι σαφώς ανώτερη των προηγούμενων αφού ποσοτικοποιεί τη συνολική επίδραση της προεξοφλημένης αξίας της συγχώνευσης (με κόστος κεφαλαίου που διαφοροποιείται ανάλογα την περίοδο) και δεν εξαρτάται από την εκτίμηση των αγορών.

ΜΕΡΟΣ 3^ο

3.1 ΔΕΙΓΜΑ – ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Για την παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκαν δύο βασικές πηγές άντλησης δεδομένων. Η πρώτη πηγή είναι η βάση δεδομένων *Thomson Financial One Banker Deals* η οποία χρησιμοποιήθηκε για την εύρεση των πρωτογενών στοιχείων. Στην προαναφερθείσα βάση δεδομένων αναζητήσαμε τα στοιχεία, τους όρους και τα χαρακτηριστικά των συγχωνεύσεων που μελετήσαμε. Η παρούσα μελέτη συμπεριέλαβε συγχωνεύσεις και εξαγορές ανωνύμων εταιρειών που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1998-2002 στην αγορά των Η.Π.Α.

Θεσπίσαμε τα εξής κριτήρια για την αρχική επιλογή του δείγματος:

- ❖ Εξετάστηκαν οι συγχωνεύσεις των οποίων η ημερομηνία ανακοίνωσης και η ημερομηνία πραγματοποίησης ανήκουν στην εξεταζόμενη περίοδο με αξία συμφωνίας άνω των 10 εκατομμυρίων δολαρίων (U.S. dollars)
- ❖ Το δείγμα συνίσταται από ανώνυμες εταιρείες οι οποίες εδρεύουν στις Η.Π.Α
- ❖ Από το δείγμα αποκλείστηκαν κάθε είδους εταιρικός μετασχηματισμός (corporate restructuring π.χ. MBOs, LBOs, Spin-offs κτλ).
- ❖ Ως εξαγορά θεωρήθηκε όταν ο αγοραστής κατέχει ποσοστό λιγότερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου του στόχου πριν την εξαγορά και αυξάνει την ιδιοκτησία του σε ποσοστό άνω του 50% σαν αποτέλεσμα της εξαγοράς
- ❖ Αποκλείστηκαν κρατικοί οργανισμοί και χρηματοοικονομικά ιδρύματα
- ❖ Αποκλείστηκαν επίσης εταιρείες οι οποίες έχουν προβεί σε περισσότερες από μια συγχωνεύσεις και το διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ των γεγονότων δεν υπερβαίνει τα δύο έτη έτσι ώστε να απομονωθεί κάθε πιθανή αλληλεπίδραση μεταξύ των γεγονότων αυτών στην απόδοση των συγχωνεύσεων.

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Από την βάση δεδομένων *Thomson Financial One Banker Deals* συλλέχθηκαν τα

εξής στοιχεία:

- ❖ *Η ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης* ότι οι εταιρείες προβήκανε σε εξαγορά ή συγχώνευση όπου οι παραπάνω ημερομηνίες πρέπει να είναι μεταξύ της εξεταζόμενης περιόδου
- ❖ Ο κωδικός (*SIC*) του βιομηχανικού κλάδου που ανήκει η κάθε εταιρεία με βάση την οποία υπολογίστηκε το *distance metrics* των εταιρειών του δείγματος με βάση 4 παράγοντες ώστε να βρεθούν οι αντίστοιχες *matching firms* για να γίνει η σύγκριση της επίδρασης των Σ&Ε στην θεμελιώδη αξία
- ❖ Ο κωδικός (*CUSIP*) της κάθε εταιρείας στην *Thomson Financial One Banker Deals* με βάση τον οποίο συλλέχθηκαν τα εξής στοιχεία:
 1. *EPS* δηλαδή τα Κέρδη ανά μετοχή
 2. *DPS* τα Μερίσματα ανά μετοχή
 3. *Dividend Payout* που αποτελεί την μερισματική απόδοση δηλαδή την σχέση μεταξύ διανεμόμενων μερισμάτων και κερδών
 4. *Income before extraordinary items/ preferred dividends* - net income που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό του Return On Equity (ROE) του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και αποτελεί το εισόδημα πριν έκτακτα αντικείμενα και μερίσματα (τόσο προνομιούχων όσο και κοινών μετοχών) αλλά μετά από λειτουργικά και μη έσοδα και έξοδα, αποθεματικά, φορολογία εισοδήματος και δικαιώματα μειοψηφίας

5. **Total common equity** δηλαδή το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων από τους μετόχους των κοινών μετοχών που περιλαμβάνει στοιχεία όπως

- ❖ Κοινό μετοχικό κεφάλαιο
- ❖ Παρακρατηθέντα κέρδη
- ❖ Κεφαλαιακό πλεόνασμα
- ❖ Υπεραξία μετοχικού κεφαλαίου κ.τ.λ.

6. **Benchmark Index** δηλαδή ο δείκτης αναφοράς που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό των betas του κόστους κεφαλαίου (cost of equity).

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα είναι εκφρασμένα σε μεγέθη ανά μετοχή (EPS, DPS etc) με αποτέλεσμα η θεμελιώδης αξία να υπολογίζεται ανά μετοχή. Ο κύριος λόγος για αυτή την μετατροπή είναι για να γίνεται καλύτερη σύγκριση μεταξύ των εταιρειών χωρίς να επηρεάζονται από τις μετοχές και τυχόν αυξήσεις στο μετοχικό κεφάλαιο.

Στην συνέχεια θα χρησιμοποιηθεί η βάση δεδομένων **DataStream** από την οποία θα αντληθούν οι τιμές των μετοχών και η κεφαλαιοποίηση τους και ο δείκτης *BV/MV λογιστικής αξίας προς χρηματιστηριακής αξίας*.

Με βάση τα ανωτέρω κριτήρια καταλήξαμε σε 1223 εταιρείες για τα έτη 1998-2002 οι οποίες μειώθηκαν σε 41 εταιρείες τελικό δείγμα λόγω του περιορισμού ότι οι εταιρείες του δείγματος έπρεπε να μην έχουν κάνει κανένα εταιρικό μετασχηματισμό το χρονικό διάστημα 3 έτη πριν και 3 έτη μετά από το έτος που έγινε η εξεταζόμενη συγχώνευση ή εξαγορά. Επίσης το δείγμα περιορίστηκε καταρχήν λόγω του γεγονότος ότι πολλοί acquirers δεν είχαν ενεργό κωδικό (CUSIPS) στην βάση δεδομένων οπότε δεν ήταν εφικτή η συλλογή στοιχείων καθώς και άλλες εταιρείες είχαν CUSIPS αλλά δεν είχαν επαρκή δεδομένα προς συλλογή. Τέλος τροχοπέδη

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

στην έρευνα ήταν ότι αρκετές εταιρείες δεν είχαν matching firms ώστε να γίνει η σύγκριση για την επίδραση των Σ&Ε στην θεμελιώδη αξία τους ή οι matching firms τους δεν είχαν επαρκή δεδομένα. Οι εταιρείες του τελικού δείγματος κατανέμονται ως 2 στο 1998, 9 το 1999, 15 το 2000, 10 το 2001 και τέλος 5 το 2002.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 : ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

	<i>year</i>	<i>Sample Firms</i>	<i>Matched Firms</i>
1	1998	<i>Roanoke Electric Steel Corp</i>	<i>Friedman Industries</i>
2	1998	<i>Gene Logic Inc</i>	<i>Alteon Incorporated</i>
3	1999	<i>Gilead Scinces</i>	<i>Enzo Biochem Inc</i>
4	1999	<i>North American Scientific Inc</i>	<i>Enzo Biochem Inc</i>
5	1999	<i>JLG Industries Inc</i>	<i>Actuant Corp</i>
6	1999	<i>Westell Technologies Inc</i>	<i>Eagle Broadband Inc</i>
7	1999	<i>Innovex Inc</i>	<i>Frequency Electronics</i>
8	1999	<i>Diedrich Coffee Inc</i>	<i>Foodarama Supermarkets</i>
9	1999	<i>Checkers Drive In Restaurants</i>	<i>J. Alexander Corp</i>
10	1999	<i>Jameson Inns Inc</i>	<i>Winthrop Realty Trust Inc</i>
11	1999	<i>Computer Task Group Inc</i>	<i>AXS One Inc</i>
12	2000	<i>Pilgrims Pride Corp.</i>	<i>Darling International Inc</i>
13	2000	<i>Alexion Pharmaceuticals Inc</i>	<i>Alteon Incorporated</i>
14	2000	<i>Avant Immunotherapeutics Inc</i>	<i>Scolr Pharma Inc</i>
15	2000	<i>Targeted Genetics Corp</i>	<i>Hemispherx Biopharma Inc</i>
16	2000	<i>Tupperware Corp</i>	<i>Trex Inc</i>
17	2000	<i>Cymer Inc</i>	<i>Wellco Enterprises</i>
18	2000	<i>Metrologic Instruments</i>	<i>Lexmark International Group</i>
19	2000	<i>Computerized Thermal Imaging</i>	<i>Valpey Fisher Corp.</i>
20	2000	<i>Thoratec Cardiosystems Inc</i>	<i>Celsion Corp</i>
21	2000	<i>Surge Components Inc</i>	<i>Price Communications Corp.</i>
22	2000	<i>Anthracite Capital Inc</i>	<i>American Land Lease Inc</i>
23	2000	<i>Sycamore Networks Inc</i>	<i>McAfee Inc</i>
24	2000	<i>Storage Computer Corp</i>	<i>Medicsight Inc</i>

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

25	2000	Corillian Corp	US Dataworks Inc
26	2000	iBasis Inc	Tucows Inc
27	2001	Vertex Pharmaceuticals Inc	Enzo Biochem Inc
28	2001	Lexicon Genetics Inc	Enzo Biochem Inc
29	2001	Monaco Coach Corp	Miller Industries Inc
30	2001	Therma Wave Inc	Calgon Carbon Corp
31	2001	Teradyne Inc	Keithley Instruments
32	2001	SpectRx Inc	Criticare Systems Inc
33	2001	Laclede Group Inc	Southwest Gas Corp
34	2001	CKE Restaurants Inc	Luby Inc
35	2001	Bresler And Reiner Inc	Texas Pacific Land Trust
36	2001	Vitria Technology	McAfee Inc
37	2002	Plug Power Inc	Avista Corp.
38	2002	Applica Inc	Spectrum Brands Inc
39	2002	Superconductor Technologies	American Technical Ceramic
40	2002	HomeFed Corp	BNP Residential Properties Inc
41	2002	MTR Gaming Group Inc	Innsuites Hospitality Trust

3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σκοπός της μελέτης μας ήταν να χρησιμοποιηθεί η βασική μεθοδολογία της ερευνάς μας, του υπολειμματικού εισοδήματος και να συγκριθεί με την μεθοδολογία της κερδοφορίας στο δείγμα των εταιρειών που μελετήθηκαν και συγκρίθηκαν με τις αντίστοιχες *matching firms* τους για την αγορά των Η.Π.Α την περίοδο 1998-2002. Συνεπώς επιτυγχάνεται σύγκριση ενός κλασικού μέτρου περιοδικής αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων με ένα νέο εξελιγμένο μέτρο περιοδικής αξιολόγησης με απώτερο στόχο να αποδειχθεί η ανωτερότητα του Υπολειμματικού Εισοδήματος ως μέτρο αξιολόγησης πιο κοντά στην πραγματική αξία της επιχείρησης.

Η μέθοδος της κερδοφορίας χρησιμοποιεί μια παραδοσιακή λογιστική μέθοδο μέτρησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, την *αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE Return On Equity)* όπου ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και συγκρίνεται η *pro-forma* απόδοση των συνδυασμένων εταιρειών πριν την συγχώνευση (στην παρούσα μελέτη υπολογίζεται για τα έτη -3 έως -1) ως η σταθμισμένη μέση απόδοση του αγοραστή και του στόχου με σταθμά τις λογιστικές αξίες των ιδίων κεφαλαίων και η μετά συγχώνευσης απόδοση του αγοραστή για τα επόμενα τρία έτη για να υπολογιστεί η διαφορά που οφείλεται στην συγχώνευση.

Όπως προέκυψε από την ερευνά μας δεν ήταν εφικτή η πρακτική εφαρμογή της ανωτέρω μεθοδολογίας στο εξεταζόμενο δείγμα των εταιρειών αγοραστών καθώς η πλειοψηφία των επιχειρήσεων στόχων αφενός είχαν ανενεργούς κωδικούς στην βάση δεδομένων καθιστώντας αδύνατη την λήψη στοιχείων και αφετέρου παρατηρήθηκε έλλειψη στοιχείων σε αυτές που υπήρχε ο κωδικός (CUSIP) στην Thomson

Financial. Με αποτέλεσμα η έρευνα να περιοριστεί στην μεθοδολογία του
Υπολειμματικού Εισοδήματος.

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME OR ECONOMIC PROFIT)

Το υπολειμματικό εισόδημα βασίζεται σε τρεις βασικές παραδοχές

$$1. \quad V_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+Ce)^i} \quad (1)$$

Η θεμελιώδης αξία μιας επιχείρησης (V_t) ισούται με το άθροισμα των παρούσων
αξιών των αναμενόμενων μερισμάτων $E(D_{t+i})$. Στον υπολογισμό της παρούσης
αξίας η προεξόφληση γίνεται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων (Ce)

$$2. \quad BV_t = BV_{t-1} + RI_t - D \quad (2)$$

Κάθε αλλαγή στην λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται από το
υπολειμματικό εισόδημα μείον το αναμενόμενο μέρισμα (clean surplus
accounting relation)

$$3. \quad \frac{E_t(BV_{t+\infty})}{(1+Ce)^\infty} = 0 \quad (3)$$

όπου η παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων στο διηνεκές θεωρείται ίση
με το μηδέν.

*Η θεμελιώδη αξία της επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα της
λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και της παρούσας αξίας του
αναμενόμενου υπολειμματικού εισοδήματος τα τρία χρόνια μετά την ημερομηνία*

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

ολοκλήρωσης της συγχώνευσης προεξοφλημένη με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων,

δηλαδή από τον τύπο (4)

$$Vt = BVt + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(RI_{t+i} - Ce * BV_{t+i-1})}{(1 + Ce)^i}$$

Η επίδραση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στην θεμελιώδη αξία της επιχείρησης είναι η διαφορά μεταξύ στην θεμελιώδη αξία του αγοραστή πριν το εταιρικό γεγονός (V_{PRE}) και στην θεμελιώδη αξία του αγοραστή μετά (V_{POST}).

Εάν οι Σ&Ε δημιουργούν αξία τότε η διαφορά πρέπει να είναι θετική.

Η θεμελιώδης αξία του αγοραστή μετά την συγχώνευση (V_{POST}) δίνεται από τον τύπο (5)

$$V_{post} = \frac{DPS_0}{(1+r_e)} + \frac{BPS_0}{(1+r_e)} + \frac{EPS_{+1} - r_e BPS_0}{(1+r_e)^2} + \frac{EPS_{+2} - r_e BPS_{+1}}{(1+r_e)^3} + \frac{EPS_{+3} - r_e BPS_{+2}}{(1+r_e)^3 r_e}$$

Ο πρώτος όρος της εξίσωσης (5) περιγράφει τα μερίσματα ανά μετοχή (DPS_0) τον χρόνο μηδέν προεξοφλημένα με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων C_e . Ο δεύτερος όρος μας δίνει τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή στον χρόνο μηδέν προεξοφλημένη με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων C_e . Ο τρίτος και τέταρτος όρος περιγράφουν το πραγματοποιημένο υπολειμματικό εισόδημα (realized residual income) τα 2 πρώτα χρόνια μετά. Ο πέμπτος όρος περιγράφει την τελική αξία (terminal value) η οποία είναι το residual income του τρίτου χρόνου υπολογισμένο εις το διηνεκές, και με αυτόν τον τρόπο γίνεται η υπόθεση ότι δεν υπάρχει καμία περαιτέρω ανάπτυξη από το σημείο αυτό. Η θεμελιώδης αξία του αγοραστή πριν την συγχώνευση (V_{PRE}) δίνεται από τον τύπο (6)

$$V_{pre} = \frac{E_{-1}(DPS)_0}{(1+r_e)} + \frac{E_{-1}(BPS)_0}{(1+r_e)} + \frac{E_{-1}(EPS-r_e BPS)_1}{(1+r_e)^2} + \frac{E_{-1}(EPS-r_e BPS)_2}{(1+r_e)^3} + \frac{E_{-1}(EPS-r_e BPS)_{+2}}{(1+r_e)^3 r_e}$$

Ο πρώτος όρος της εξίσωσης (6) περιγράφει τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή $E_{-1}(DPS)_0$ τον χρόνο μηδέν προεξοφλημένα με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων C_e . Ο δεύτερος όρος μας δίνει τη αναμενόμενη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή στον χρόνο μηδέν προεξοφλημένη με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων C_e . Ο τρίτος και τέταρτος όρος περιγράφουν το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα (expected residual income) τα 2 πρώτα χρόνια μετά. Ο πέμπτος όρος περιγράφει την τελική αξία (terminal value) η οποία είναι το residual income του τρίτου χρόνου υπολογισμένο εις το διηνεκές, και με τη γνωστή υπόθεση ότι δεν υπάρχει καμία περαιτέρω ανάπτυξη από το σημείο αυτό.

Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιήθηκε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (C_e) και όχι κάποιος σταθμισμένος μέσος όρος. Επιπροσθέτως ο καθορισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων C_e είναι πολύ σημαντικός αφού συχνά οι Σ&Ε σχετίζονται με αυξήσεις στο δανεισμό με κίνδυνο η αύξηση στην θεμελιώδη αξία της επιχείρησης να αντισταθμιστεί με αυξημένο κίνδυνο πτώχευσης. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) (τύπος (7)).

$$C_e = r_f + b(r_m - r_f)$$

Όπου

- ❖ R_f απόδοση αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου (T-bills)

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

- ❖ β συντελεστής beta κάθε εταιρείας σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς εδώ είναι ο S&P 500
- ❖ $\Gamma_m - \Gamma_f$ Equity Risk Premium δηλαδή το πριμ κινδύνου απόδοσης για επενδύσεις μη μηδενικού κινδύνου σε σχέση με αυτές που έχουν μηδενικό κίνδυνο.

Όπου για την αποτίμηση της θεμελιώδους αξίας της επιχείρησης *μετά* την συγχώνευση χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των ετών t+1, t+2, t+3 και για την αποτίμηση της θεμελιώδους αξίας της επιχείρησης *πριν* την συγχώνευση χρησιμοποιείται το κόστος κεφαλαίου για το έτος t-1. Τα betas είναι το καθένα διαφορετικό για κάθε εταιρεία και για κάθε χρονική περίοδο (έτος t-1 έως t+3) ξεχωριστά και όσον αφορά τα επιμέρους στοιχεία από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων για την απόδοση ενός αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου επιλέγονται τα T-bills για τα αντίστοιχα έτη της ανάλυσης

ΕΤΗ	T-bills
1998	5,16%
1999	4,39%
2000	5,37%
2001	5,73%
2002	1,80%

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Το πριμ κινδύνου που χρησιμοποιήθηκε στην ανάλυση είναι το equity risk premium Stocks- T-bills με υπολογισμό arithmetic average για την δεκαετία 1995-2005 το οποίο είναι 8,80%⁶ και θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων.

Έπειτα έγινε ο υπολογισμός του distance metrics για τον υπολογισμό των κατάλληλων matching firms. Πιο συγκεκριμένα εξετάστηκε το υπονήφιο δείγμα εταιρειών προς σύγκριση, που δεν έχει προβεί σε κανένα εταιρικό μετασχηματισμό κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ως προς τέσσερις παράγοντες. Ως προς τον βιομηχανικό κλάδο όπου εξετάζεται ο τετρανήφιος κωδικός SIC στην βάση δεδομένων, την κεφαλαιακή αξία της (MV), τον λόγο λογιστικής προς κεφαλαιακής αξίας (BV/MV) και τέλος ως τον παράγοντα momentum. Οι Barber και Lyon (1997) υποστηρίζουν ότι η προσέγγιση με τις εταιρείες ελέγχου δίνει πολύ καλά προσδιορισμένα t-statistics σε σχέση με την προσέγγιση με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς και τα υπόλοιπα asset pricing models, μιας και η προσέγγιση των εταιρειών ελέγχου εξαφανίζει τα μεροληπτικά σφάλματα, όπως το new listing bias, το rebalancing bias, και το skewness bias. Για όλους αυτούς τους λόγους και σε αυτήν την μελέτη ακολουθείται ο ισχυρισμός των Barber και Lyon (1997), και έτσι η μέθοδος των εταιρειών ελέγχου χρησιμοποιείται σε σχέση με την προσέγγιση του χαρτοφυλακίου αναφοράς και τα υπόλοιπα asset pricing models.

Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται τέσσερα εταιρικά χαρακτηριστικά. Αυτά είναι ο κλάδος δραστηριοποίησης των εταιρειών (κωδικός SIC), το μέγεθος τους (MV), ο δείκτης της λογιστικής προς την χρηματιστηριακή αξία (BV/MV) και το momentum. Ο κλάδος θεωρείται ένας σημαντικός παράγοντας, γιατί όπως δηλώνουν οι αδερφοί Kohers (2001) οι εταιρείες υψηλής τεχνολογίας είναι

⁶ Από πίνακες του Damodaran (αρχείο excel "rf-ERP")

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

εκ φύσεως υψηλής ανάπτυξης οπότε κάθε παράγοντας μπορεί να αιχμαλωτιστεί μόνο με την κατηγοριοποίηση σε κλάδους. Το μέγεθος και η επίδραση της λογιστικής προς τη χρηματιστηριακή αξία έχει βρεθεί να αιχμαλωτίζει μεγάλο μέρος των διαστρωματικών μέσων μετοχικών αποδόσεων (Fama and French 1992 & 1995). Τέλος κάποιες μελέτες, όπως αυτή του Carhart (1997) υποστηρίζουν ότι υπάρχει ένα momentum, μια δυναμική στις μετοχικές τιμές και αυτό το momentum μπορεί μερικώς να εξηγήσει τις μη κανονικές αποδόσεις μετά το γεγονός για χρονική περίοδο 3 ή 5 ετών. Οι Rau and Vermaelen (1998) υποστηρίζουν ότι η αγορά έχει μια τάση να αντικατοπτρίζει την παρελθούσα απόδοση του αγοραστή στο μέλλον. Οι αδερφοί Kohers (2000) βρήκαν ένδειξη ύπαρξης momentum στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών υψηλής τεχνολογίας. Συνεπώς και σε αυτήν τη μελέτη χρησιμοποιούνται ως παράγοντες ο κλάδος, το μέγεθος, ο δείκτης book to market και το momentum προκειμένου να βρεθούν και να επιλεγούν οι κατάλληλες εταιρείες αναφοράς που θα συγκριθούν με τις εταιρείες του δείγματος, έτσι ώστε να υπολογιστούν στο τέλος οι μη κανονικές αποδόσεις.

Προκειμένου να ενσωματωθούν όλοι οι προαναφερθέντες παράγοντες και τα χαρακτηριστικά των εταιρειών με ίσα βάρη σε μια εξίσωση, ο Jegadeesh (2000) χρησιμοποιεί την εξίσωση του distance metrics η οποία φαίνεται στον παρακάτω τύπο (8)

$$Distance_i = \sum_{i=1}^N \frac{|X_{sample}(i) - X_{match} J(i)|}{\sigma_i}$$

Όπου :

N : είναι ο συνολικός αριθμός των χαρακτηριστικών (i) που συγκρίνονται,

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

$X_{\text{sample}(i)}$: είναι η τιμή του χαρακτηριστικού (i) της εταιρείας του δείγματος,

$X_{\text{match}(J)i}$: είναι η τιμή του χαρακτηριστικού (i) της εταιρείας αναφοράς J από το
σύνολο των εταιρειών αναφοράς, που συγκρίνονται,

σ_i : είναι η διαστροφματική τυπική απόκλιση των χαρακτηριστικών (i) όλων των
εταιρειών αναφοράς.

Στην παρούσα εργασία τα χαρακτηριστικά είναι τέσσερα, ο κλάδος (Sic code), το μέγεθος των εταιρειών που μετριέται με τη χρηματιστηριακή αξία που προκύπτει από την τιμή της μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών κάθε χρονική στιγμή, ο δείκτης λογιστικής προς χρηματιστηριακής αξίας που προκύπτει από το πηλίκο του book value προς market value και το momentum ή αλλιώς η δυναμική της αγοράς και της τιμής της μετοχής, το οποίο υπολογίζεται με την τη βοήθεια των παρελθουσών αποδόσεων. Επειδή στην παραπάνω εξίσωση είναι αδύνατο να εφαρμοστεί η κατηγοριοποίηση σε κλάδους, οι εταιρείες που αποτελούν το δείγμα πρώτα ομαδοποιούνται ανάλογα με τον κλάδο που ανήκουν και σε αυτούς τους κλάδους βρίσκονται οι εταιρείες αναφοράς οι οποίες δεν έχουν υποστεί Σ&Ε και μετά οι εταιρείες αναφοράς με τη βοήθεια της παραπάνω εξίσωσης (8) συγκρίνονται και προκύπτει η πιο κοντινή και καλύτερα συγκρίσιμη εταιρεία αναφοράς με βάση τα χαρακτηριστικά και τους παράγοντες που εξετάστηκαν και που ανήκει στον ίδιο κλάδο με την εταιρεία του δείγματος.

Σε αυτήν την εργασία το σύνολο των εταιρειών τόσο του δείγματος όσο και της αναφοράς είναι Αμερικάνικες εταιρείες που διαπραγματεύονται στο American Stock Exchange (ASE) στους δείκτες Dow Jones και NASDAQ. Αρκετοί περιορισμοί καθορίζουν το εάν το σύνολο των εταιρειών περιλαμβάνονται σε δεικτοποιημένα χαρτοφυλάκια ή θεωρούνται ως εταιρείες αναφοράς. Καταρχήν οι εταιρείες πρέπει

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

να έχουν έγκυρα δεδομένα τον μήνα ενεργοποίησης της εταιρείας του δείγματος.

Ειδικότερα οι εταιρείες πρέπει να έχουν δεδομένα μεγέθους άρα και χρηματιστηριακής αξίας τον δεύτερο μήνα (-2 month) πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς. Ακολουθώντας τους Fama and French (1992 & 1993) οι εταιρείες που έχουν αρνητική χρηματιστηριακή αξία ή αρνητική λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία (BV/MV) τη δεδομένη χρονική στιγμή αποκλείονται από την ανάλυση. Αυτό συμβαίνει γιατί όταν αυτοί οι δυο δείκτες είναι αρνητικοί η ερμηνεία τους είναι προβληματική. Για την ίδια χρηματιστηριακή αξία, ένας υψηλότερος δείκτης λογιστικής αξίας (BV) σηματοδοτεί την έλλειψη ευκαιριών ανάπτυξης, αλλά είναι πολύ δύσκολο να δοθεί η ίδια ερμηνεία στο δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστικής αξίας (BV/MV), όταν ο δείκτης της λογιστικής αξίας είναι αρνητικός. Επίσης εταιρείες με δεδομένα μετοχικών αποδόσεων λιγότερα του ενός έτους πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς αποκλείονται, αυτό συμβαίνει για να αποφευχθεί το μεροληπτικό σφάλμα του new listing, που έχει να κάνει με την εισαγωγή νέων εταιρειών στο δείγμα, κάτι που προσδίδει στο δείγμα δίκαια δεδομένα για το momentum. Επιπροσθέτως μια εταιρεία η οποία πληροί όλα τα κριτήρια και έχει κάνει εξαγορές μεταξύ του χρονικού διαστήματος των -36 μηνών και +36 μηνών από τον μήνα της εξεταζόμενης εξαγοράς(event month), αποκλείεται από το δείγμα. Αυτό συμβαίνει για να αποφευχθεί η επίδραση στις μετοχικές αποδόσεις εξαιτίας άλλων εξαγορών που έγιναν στην διάρκεια των 3 ετών πριν και 3 ετών μετά της εξεταζόμενης εξαγοράς.

Το μέγεθος των εταιρειών βασίζεται στην χρηματιστηριακή αξία της μετοχής (στην DataStream ο κωδικός συμβολίζεται με MV) στο τέλος του μήνα {-2} πριν την ανακοίνωση του γεγονότος. Ο λόγος της λογιστικής προς τη χρηματιστηριακή αξία αποτελείται από τη λογιστική αξία της μετοχής την προηγούμενη οικονομική χρονιά

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

της ανακοίνωσης και την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής στο τέλος του μήνα $\{-2\}$ πριν την ανακοίνωση του γεγονότος. Ακολουθώντας τον Carhart (1997) το momentum της τιμής της μετοχής υπολογίζεται με τις μέσες μηνιαίες αποδόσεις 11 μηνών που έχουν καθυστέρηση ενός μήνα (από τον μήνα $\{-12\}$ πριν την ανακοίνωση του γεγονότος της συγχώνευσης ή εξαγοράς ως τον μήνα $\{-2\}$). Οι μετοχικές αποδόσεις που θα μας δώσουν το momentum υπολογίζονται με τον ίδιο τρόπο και προέρχονται από τον ίδιο τύπο που δίνει και τις μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών τους 36 μήνες μετά την ανακοίνωση του γεγονότος.

Πιο συγκεκριμένα οι παρελθούσες αποδόσεις μετριούνται ως οι μέσες μηνιαίες μετοχικές αποδόσεις για την αγοράστρια εταιρεία από τον μήνα $\{-12\}$ ως το μήνα $\{-2\}$ πριν από το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (event month). Τα δεδομένα των μετοχικών αποδόσεων υπολογίζονται με τη βοήθεια του δείκτη Return Index (στην DataStream συμβολίζεται με RI). Στην ουσία ο δείκτης Return Index αντιπροσωπεύει τη θεωρητική αθροιστική ανάπτυξη στην τιμή μιας μετοχής η οποία διακρατείται για μια συγκεκριμένη περίοδο, υποθέτοντας ότι τα μερίσματα επανεπενδύονται, έτσι ώστε να αγοραστούν επιπρόσθετες μονάδες μιας μετοχής. Από το 1988 και μετά ο δείκτης RI δίνεται από την εξίσωση (9)

$$RI_{i,t} = RI_{i,t-1} * \frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (9)$$

Όπου :

P: είναι η τιμή της προηγούμενης ημερομηνίας

D : είναι τα μερίσματα που αποκóπτονται την προηγούμενη ημερομηνία. Τα μεικτά μερίσματα χρησιμοποιούνται και ο υπολογισμός αγνοεί τους φόρους και τις προμήθειες επανεπένδυσης.

Οι μηνιαίες αποδόσεις υπολογίζονται με την εφαρμογή του παρακάτω τύπου (9)

$$R_{i,t} = \frac{RI_{i,t} - RI_{i,t-1}}{RI_{i,t-1}}$$

Όπου :

$R_{i,t}$: είναι η μηνιαία απόδοση της εταιρείας i τον μήνα t

$RI_{i,t}$: είναι ο δείκτης Return Index της εταιρείας i τον μήνα t

$RI_{i,t-1}$: είναι ο δείκτης Return Index της εταιρείας i τον μήνα $t-1$

Τα δεδομένα των μηνιαίων αποδόσεων θεωρούνται ως τα πιο κατάλληλα σε σχέση με τα ημερήσια δεδομένα στην μακροπρόθεσμη ανάλυση των επιχειρηματικών συμβάντων, μιας και μπορεί να μειώσει πολλά προβλήματα που δημιουργούνται από τα προηγούμενα, όπως είναι το μεγάλο μέγεθος των μη κανονικών αποδόσεων (Roll (1983), Kennedy and Limmack (1996)).

Μετά τον υπολογισμό του τελικού δείγματος των εταιρειών αγοραστών και των αντιστοίχων τους συγκρίσιμων εταιρειών που δεν προέβηκαν σε Σ&Ε υπολογίστηκε η θεμελιώδη αξία τους (V_{POST}) σύμφωνα με τον τύπο (5). Έπειτα υπολογίστηκε η αναμενόμενη θεμελιώδη αξία τους (V_{PPE}) σύμφωνα με τον τύπο (6) όπου τα *αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή* $E(EPs)$ ισούται με το γινόμενο της αναμενόμενης απόδοσης του ενεργητικού (ROE) με την αντίστοιχη αναμενόμενη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων στην αρχή κάθε έτους μετά την συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα δίνεται από τον τύπο (10)

$$E(EPs)_t = E(ROE)_t * E(BPS)_{t-1}$$

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Ειδικά στο έτος t_0 η αναμενόμενη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι η πραγματοποιηθείσα λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων του προηγούμενου έτους. Η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού (ROE) υπολογίζεται με 4 βήματα

- ❖ Υπολογίζω την αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού (ROE) ως το πηλίκο του Καθαρού Εισοδήματος (Income before extraordinary items/ preferred dividends) με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων από τους μετόχους των κοινών μετοχών (Total common equity)
- ❖ Με τα στοιχεία αυτά γίνεται παλινδρόμηση η οποία δίνεται από τον τύπο (11)

$$ROE_t = a + b * ROE_{t-1} + e$$

- ❖ Από την ανωτέρω παλινδρόμηση προκύπτουν a , b τα οποία θα χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης του ενεργητικού (ROE)
- ❖ Οι συντελεστές a , b οι οποίοι προέκυψαν από το βήμα 3 μαζί με τον πραγματοποιηθέντα δείκτη (ROE) του προηγούμενου έτους χρησιμοποιούνται στην παλινδρόμηση που δίνεται από τον τύπο (12)

$$E(ROE)_t = a + b * ROE_{t-1}$$

Έπειτα τα *αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή* $E(DPS)$ υπολογίστηκαν ως το γινόμενο του δείκτη διανομής μερισμάτων στο έτος $t-1$ με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή $E(EPS)_t$ και δίνονται από τον τύπο (13)

$$E(DPS)_t = (Div.Payout)_{t-1} * E(EPS)_t$$

Τέλος η αναμενόμενη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή $E(BPS)_t$ υπολογίστηκε ως το άθροισμα της πραγματοποιηθείσας λογιστικής αξίας των ιδίων

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

κεφαλαίων ανά μετοχή $(BPS)_{t-1}$ με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή $E(EPS)_t$
μείον τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή $E(DPS)_t$ δηλαδή από τον τύπο (14)

$$E(BPS)_t = (BPS)_{t-1} + E(EPS)_t - E(DPS)_t$$

Έπειτα δημιουργήθηκαν δύο ξεχωριστά αρχεία «V_{POST}» και «V_{PRE}» όπου υπολογίστηκε η πραγματοποιηθείσα θεμελιώδη αξία (τύπος 5) και η αναμενόμενη θεμελιώδη αξία (τύπος 6) αντίστοιχα των εταιρειών του δείγματος και του δείγματος των συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms). Το επόμενο βήμα είναι η δημιουργία ενός συγκριτικού αρχείου «ΔV» όπου συγκρίθηκαν οι θεμελιώδεις αξίες των SFs & των MFs και υπολογίστηκε η επίδραση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στην θεμελιώδη αξία των SFs δηλαδή η διαφορά μεταξύ στην θεμελιώδη αξία πριν το εταιρικό γεγονός (V_{PRE}) και στην θεμελιώδη αξία μετά (V_{POST}). Και τέλος διαχωρίστηκαν τα επιμέρους στοιχεία της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας (V_{PRE}) και διαιρέθηκαν με το σύνολο της V_{PRE} ανάγοντας τα σε ποσοστά της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας ώστε να γίνει εμφανής η συνεισφορά (θετική ή αρνητική) του καθενός ξεχωριστά. Με αποτέλεσμα να εμφανίζεται η αναμενόμενη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (F.B.P.S), το αναμενόμενο μέρισμα (F.D.P.S.), το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα των ετών t+1 & t+2 (F.R.I.) και τέλος η αναμενόμενη τερματική αξία (F.T.V.) ως ποσοστό συνεισφοράς στην θεμελιώδη αξία πριν το εταιρικό γεγονός και να συγκριθούν με τα αντίστοιχα στοιχεία του δείγματος σύγκρισης. Η ίδια διαδικασία γίνεται με τα αντίστοιχα πραγματοποιηθέντα στοιχεία της θεμελιώδους αξίας μετά το εταιρικό γεγονός αλλά με ειδοποιό διαφορά ότι πάλι εκφράζονται ως ποσοστό της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας (V_{PRE}) και συγκρίνονται με αντίστοιχα στοιχεία του δείγματος σύγκρισης ώστε να γίνει εμφανές αν τελικά ο εταιρικός μετασχηματισμός είχε θετική συνεισφορά στον αγοραστή.

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Η έρευνα ολοκληρώθηκε με τον στατιστικό έλεγχο των αποτελεσμάτων όπου γίνεται

2tailed t –test με την υπόθεση της ετεροσκεδαστικότητας και αναφέρονται αν είναι στατιστικά σημαντικά τα αποτελέσματα και το επίπεδο σημαντικότητας. Πιο συγκεκριμένα υπολογίστηκε το t statistic για την abnormal διαφορά κάθε επιμέρους κομματιού της θεμελιώδους αξίας πριν την συγχώνευση (F.B.P.S- F.D.P.S- F.R.I- F.T.V. to Vpre) των εταιρειών του δείγματος (sample firms). Έπειτα υπολογίστηκε το t statistic για την αντίστοιχη abnormal διαφορά κάθε επιμέρους κομματιού της θεμελιώδους αξίας πριν την συγχώνευση (F.B.P.S- F.D.P.S- F.R.I- F.T.V. to Vpre) των συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms). Επιπροσθέτως υπολογίστηκαν τα t statistics για την συνεισφορά του κάθε επιμέρους στοιχείου στην μεταβολή της θεμελιώδους αξίας πριν την συγχώνευση και τα αντίστοιχα t statistics για τις matching firms και τέλος υπολογίστηκαν τα t statistics για την μεταξύ τους διαφορά.

ΜΕΡΟΣ 4⁰

4.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σε αυτό το τμήμα παραθέτουμε τα αποτελέσματα της μεθοδολογίας. Ο κάτωθι πίνακας (1) παρουσιάζει τα αποτελέσματα από την εφαρμογή των τύπων (6) και (7) όπου παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι θεμελιώδεις αξίες των SFs –MFs

1998							
SFs	Vpost	Vpre	ΔV	MFs	Vpost	Vpre	ΔV
S1	12,432	12,161	0,271	M1	4,051	1,381	2,670
S2	0,083	0,214	-0,130	M2	5,265	2,093	3,172
1999							
SFs	Vpost	Vpre	ΔV	MFs	Vpost	Vpre	ΔV
S1	0,512	0,367	0,144	M1	2,318	1,050	1,268
S2	1,307	1,171	0,136	M1	2,318	1,050	1,268
S3	2,644	1,837	0,807	M2	28,426	9,646	18,779
S4	-1,162	0,735	-1,897	M3	0,412	0,332	0,080
S5	2,587	5,345	-2,758	M4	7,136	3,412	3,723
S6	-3,895	1,079	-4,973	M5	32,627	14,272	18,355
S7	4,295	5,117	-0,822	M6	5,259	2,970	2,289
S8	4,698	5,944	-1,246	M7	4,325	1,484	2,841
S9	4,404	2,262	2,141	M8	-0,359	-0,046	-0,312
2000							
SFs	Vpost	Vpre	ΔV	MFs	Vpost	Vpre	ΔV
S1	7,499	1,959	5,541	M1	-0,383	1,194	-1,577
S2	-2,610	1,662	-4,271	M2	-0,708	0,827	-1,535
S3	0,192	0,354	-0,163	M3	-0,050	0,105	-0,155
S4	-0,012	0,866	-0,878	M4	-0,145	0,579	-0,723
S5	2,063	0,447	1,616	M5	6,027	1,440	4,587
S6	4,076	0,870	3,206	M6	6,987	2,863	4,125
S7	1,375	1,186	0,188	M7	9,538	1,214	8,323
S8	-0,119	0,286	-0,405	M8	2,660	1,100	1,560
S9	-0,765	0,771	-1,536	M9	-2,465	1,909	-4,374
S10	-0,740	-0,496	-0,244	M10	9,951	1,455	8,496
S11	8,819	4,071	4,748	M11	14,674	7,873	6,800
S12	1,857	0,563	1,295	M12	3,327	3,556	-0,229
S13	-0,728	0,706	-1,434	M13	-1,595	1,781	-3,376
S14	0,149	2,842	-2,693	M14	-1,530	0,212	-1,742
S15	-0,464	9,040	-9,504	M15	0,733	-1,637	2,370

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME) ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

2001							
SFs	Vpost	Vpre	ΔV	MFs	Vpost	Vpre	ΔV
S1	0,541	4,858	-4,317	M1	2,548	1,219	1,329
S2	0,894	4,829	-3,936	M1	2,548	1,219	1,329
S3	5,621	5,432	0,189	M2	7,315	9,474	-2,159
S4	-1,394	2,468	-3,862	M3	4,574	3,498	1,076
S5	2,583	7,338	-4,754	M4	5,273	3,095	2,178
S6	-0,324	1,630	1,307	M5	1,396	1,181	0,215
S7	14,691	16,294	-1,603	M6	18,531	10,042	8,490
S8	3,544	7,648	-4,104	M7	4,913	4,339	0,574
S9	20,039	9,464	10,576	M8	9,460	2,977	6,483
S10	1,090	12,033	-10,943	M9	3,782	2,925	0,857
2002							
SFs	Vpost	Vpre	ΔV	MFs	Vpost	Vpre	ΔV
S1	-0,165	6,425	-6,589	M1	16,048	-0,989	17,038
S2	2,739	13,304	-10,566	M2	5,963	-0,299	6,262
S3	0,148	0,163	-0,015	M3	5,850	-0,643	6,493
S4	11,357	-3,275	14,632	M4	6,045	-0,815	6,860
S5	2,544	1,272	1,272	M5	-1,440	-0,758	-0,681

Το έτος 1998 η Roaket από την συγχώνευση δημιουργεί αξία ίση με 0,271 σε αντίθεση με την Gene Logic που δεν δημιούργησε αξία αφού έχει ΔV -0,130 ενώ οι αντίστοιχες matching firms έχουν αρκετά σημαντικές ΔV 2,670 και 3,172 αντίστοιχα. Το έτος 1999 η πλειοψηφία των εταιρειών αγοραστών δεν δημιούργησε θεμελιώδη αξία αφού έχουν αρνητική ΔV και μάλιστα η Westell Technologies και η Diedrich Coffee έχουν αρνητική θεμελιώδη αξία μετά την συγχώνευση. Σε αντίθεση με τις αντίστοιχες matching firms που έχουν θετική ΔV εκτός από την AXS One η οποία είχε αρνητική θεμελιώδη αξία πριν και μετά την περίοδο του εταιρικού γεγονότος της Computer Task Group με την οποία συγκρίνεται. Τα παραπάνω δεν ισχύουν και για την περίοδο του 2000 όπου αρκετές εταιρείες αγοραστές και οι αντίστοιχες matching firms τους δεν δημιούργησαν θεμελιώδη αξία αφού έχουν αρνητική ΔV ενώ μερικές δημιούργησαν θεμελιώδη αξία από τους εταιρικούς μετασχηματισμούς όπως και οι αντίστοιχες

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

matching firms τους με μόνη διαφορά ότι οι τελευταίες έχουν αρκετά μεγαλύτερη επιπλέον θεμελιώδη αξία (ΔV). Στην προαναφερθείσα περίοδο έχουμε τρεις περιπτώσεις εταιρειών αγοραστών που δεν δημιουργούν αξία ενώ οι αντίστοιχες matching firms τους δημιουργούν αρκετά σημαντική επιπλέον θεμελιώδη αξία (ΔV), αυτές είναι οι Computerized Thermal Imaging, Surge Components και iBasis. Εξαιρέσεις αποτελούν η Pilgrims Pride & η Sycamore οι οποίες δημιουργούν επιπλέον θεμελιώδη αξία (ΔV) από τους εταιρικούς μετασχηματισμούς τους σε αντίθεση με τις αντίστοιχες matching firms τους που δεν κατάφεραν να δημιουργήσουν αξία εκείνο το διάστημα. Οι εταιρείες που έκαναν εταιρικό μετασχηματισμό το έτος 2001 στην πλειοψηφία τους δεν δημιούργησαν επιπλέον θεμελιώδη αξία (ΔV) σε σχέση με τις αντίστοιχες matching firms τους οι οποίες δεν προέβηκαν σε κανενός είδους εταιρικό μετασχηματισμό. Μοναδικές εξαιρέσεις αποτελούν οι περιπτώσεις των Monaco Coach, SpectRx και Bresler & Reiner οι οποίες εκμεταλλεύτηκαν τις εξαγορές τους και δημιούργησαν αξία για τις επιχειρήσεις και κατά συνέπεια για τους μετόχους τους εν αντιθέσει με τις εταιρείες που συγκρίνονται. Τέλος το έτος 2002 παρατηρείται επανάληψη του ανωτέρου φαινομένου με την πλειοψηφία των εταιρειών που έκαναν εταιρικό μετασχηματισμό το έτος αυτό να μην δημιουργούν επιπλέον θεμελιώδη αξία (ΔV) σε σχέση με τις αντίστοιχες matching firms τους οι οποίες δεν προέβηκαν σε κανενός είδους εταιρικό μετασχηματισμό. Μοναδικές εξαιρέσεις αποτελούν οι περιπτώσεις των Home Fed και MTR Gaming Group οι οποίες εκμεταλλεύτηκαν τους εταιρικούς μετασχηματισμούς τους και δημιούργησαν αξία. Η Home Fed δημιούργησε αξία 14,632 ενώ η αντίστοιχη matching firm της 6,860. Η Gaming Group έχει ΔV ίση με 1,272 εκατ.\$ σε αντίθεση με την εταιρεία με την οποία συγκρίνεται που δεν δημιούργησε αξία (αρνητικό ΔV).

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (2)

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	T TEST	MATCHING FIRM	T TEST	ABNORMAL	T TEST
PANEL A: PRE DEAL VALUATION						
FORECASTED BOOK VALUE IN YEAR 0 / TOTAL PER DEAL VALUATION	162,66%		114,34%		48,32%	-0,1879
FORECASTED DIVIDENDS IN YEAR 0 / TOTAL PER DEAL VALUATION	0,10%		0,02%		0,08%	-0,4570
FORECAST RES.INCOME IN YEARS +1 &+2 / TOTAL PER DEAL VALUATION	-66,59%		-14,35%		-52,25%	1,7859
FORECASTED TERMINAL VALUE / TOTAL PER DEAL VALUATION	3,88%		0,06%		3,82%	-0,1823
TOTAL PER DEAL VALUATION	100%		100%		0%	
PANEL B: POST DEAL VALUATION						
REALIZED BOOK VALUE IN YEAR 0 / TOTAL PER DEAL VALUATION	140,33%		268,99%		-128,66%	-1,8116
REALIZED DIVIDENDS IN YEAR 0 / TOTAL PER DEAL VALUATION	1,47%		7,29%		-5,83%	-1,3939
REALIZED RES.INCOME IN YEARS +1 &+2 / TOTAL PER DEAL VALUATION	-71,21%		-0,04%		-71,17%	-1,5134
REALIZED TERMINAL VALUE / TOTAL PER DEAL VALUATION	-3,95%		0,09%		-4,04%	-2,0128
TOTAL POST DEAL VALUATION	66,6%		276,3%		-209,7%	
PANEL C: DIFFERENCE BETWEEN PRE DEAL & POST DEAL VALUATION						
% CHANGE IN TOTAL VALUE ATTRIBUTAL TO BOOK VALUE	-22,33%	0,3131	154,65%	-2,7574	-176,98%	1,9087
% CHANGE IN TOTAL VALUE ATTRIBUTAL TO DIVIDENDS	1,37%	-1,8489	7,27%	-1,7777	-5,90%	1,5027
% CHANGE IN TOTAL VALUE ATTRIBUTAL TO RESIDUAL INCOME	-4,62%	0,0691	14,30%	-0,4054	-18,92%	0,2346
% CHANGE IN TOTAL VALUE ATTRIBUTAL TO TERMINAL VALUE	-7,83%	2,4607	0,03%	-0,0088	-7,86%	1,9721
% CHANGE IN TOTAL VALUE	-33,41%		176,26%		-209,66%	

Επιπροσθέτως παρατίθεται ο πίνακας (2) όπου παρουσιάζονται τα επιμέρους στοιχεία των θεμελιωδών αξιών πριν και μετά τον εταιρικό μετασχηματισμό. Ο υποπίνακας Α παρουσιάζει τα επιμέρους στοιχεία της θεμελιώδους αξίας πριν την συγχώνευση (V_{pre}), ο υποπίνακας Β παρουσιάζει τα επιμέρους στοιχεία της θεμελιώδους αξίας μετά την συγχώνευση (V_{post}), και τέλος ο υποπίνακας Γ παραθέτει τη διαφορά των δύο προηγούμενων. Πιο συγκεκριμένα τα επιμέρους στοιχεία των V_{pre} & V_{post} κανονικοποιούνται με την θεμελιώδη αξία πριν την συγχώνευση V_{pre} και εκφράζονται ως ποσοστό. Η συνεισφορά του πίνακα είναι διττή αφού τα επιμέρους στοιχεία της V_{pre} αθροίζονται στο 100 και συγκρίνονται με τα αντίστοιχα της V_{post} αλλά και τονίζεται η συνεισφορά του κάθε επιμέρους στοιχείου στην διαφορά αυτή.

Όπως προαναφέρθηκε ο υποπίνακας Α περιέχει τα στοιχεία της θεμελιώδους αξίας πριν την συγχώνευση (V_{pre}) ως ποσοστά της συνολικής V_{pre} για τις εταιρείες του δείγματος και για τις control firms τους και την μεταξύ τους διαφορά. Δηλαδή την αναμενόμενη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων $E(BPS)_{t0}$, τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή $E(DPS)_{t0}$ το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα τα έτη $t+1$ & $t+2$ $E(R.I.)_{t1,t2}$, και την αναμενόμενη τελική αξία $E(T.V.)$ ως προς την V_{pre} . Τόσο οι acquiring firms όσο και οι matching firms έχουν αρκετά υψηλές αναμενόμενες λογιστικές αξίες 162,66% και 114,34% αντίστοιχα που οδηγούν σε μη κανονική μη στατιστικά σημαντική λογιστική αξία της τάξης του 48,32%. Το ίδιο δεν ισχύει για τα μερίσματα αφού τόσο οι acquiring firms όσο και οι matching firms έχουν μη σημαντικά αναμενόμενα μερίσματα της τάξης του 0,10% και 0,02% που οδηγούν σε μη στατιστικά σημαντικά abnormal μερίσματα με t statistic 0,4570. Όσον αφορά το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα τόσο οι acquiring firms όσο και οι matching firms έχουν αρκετά αρνητικά αναμενόμενο

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

υπολειμματικό εισόδημα της τάξης του -66,59% και -14,35% και κατά συνέπεια αρκετά σημαντική αρνητικό abnormal residual income (-52,25%) το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=10\%$ με t statistic 1,7859. Τέλος οι εταιρείες αγοραστές έχουν χαμηλή αλλά θετική αναμενόμενη τερματική αξία στο τέλος των τριών χρόνων μετά το εταιρικό γεγονός, της τάξης του 3,88% σε σχέση με το δείγμα των εταιρειών σύγκρισης όπου έχουν 0,09% αναμενόμενη τερματική αξία (της συνολικής V_{pre}) γεγονός που οδηγεί σε abnormal terminal value 3,82% η οποία είναι στατιστικά μη σημαντική με t statistic 0,1823.

Ο υποπίνακας Β περιέχει τα στοιχεία της θεμελιώδους αξίας μετά την συγχώνευση (V_{post}) ως ποσοστά της V_{pre} για τις εταιρείες του δείγματος και για τις control firms τους και την μεταξύ τους διαφορά. Δηλαδή την πραγματοποιηθείσα λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων $E(BPS)_{t0}$, τα πραγματικά μερίσματα ανά μετοχή $E(DPS)_{t0}$ το πραγματικό υπολειμματικό εισόδημα τα έτη $t+1$ & $t+2$ $E(R.I.)_{t1,t2}$ και την πραγματική τελική αξία $E(T.V.)$ ως προς την V_{pre} . Τα οποία αθροίζονται και εμφανίζεται η συνολική θεμελιώδη αξία μετά την συγχώνευση ως ποσοστό της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας πριν την συγχώνευση. Έτσι η πραγματοποιηθείσα λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών αγοραστών είναι 140,33% της αντίστοιχης V_{pre} ενώ για το δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών είναι 269% δημιουργώντας μια abnormal BPS της τάξης του -128,66 η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$ με t statistic 1,8116. Από την άλλη τα πραγματοποιηθέντα μερίσματα των acquiring firms αποτελούν το 1,47% της V_{pre} σε σχέση με τις matching firms που αποτελούν το 7,27% δημιουργώντας μια διαφορά της τάξης του -5,83% με t statistic στατιστικά μη σημαντική. Επιπροσθέτως το πραγματοποιηθέν υπολειμματικό εισόδημα είναι σημαντικά αρνητικό της τάξης του -71,21% ως προς την V_{pre} για τις εταιρείες αγοραστές και μη σημαντικό -0,04% για το δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών που

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

δημιουργεί μια διαφορά της τάξης του $-71,17\%$ η οποία στατιστικά σημαντική για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=10\%$. Τέλος η πραγματοποιηθείσα τερματική αξία για τις εταιρείες αγοραστές αποτελεί το $-3,95\%$ της $Vpre$ με αντίστοιχο $0,09\%$ για το δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών που δημιουργεί μια διαφορά της τάξης του $-4,04\%$ με t statistic $2,0128$ στατιστικά σημαντική για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$.

Τέλος ο υποπίνακας Γ είναι άκρως σημαντικός αφού εμφανίζει την συνεισφορά του κάθε συστατικού ξεχωριστά ως η διάφορα μεταξύ των στοιχείων των υποπινάκων Α & Β. Έτσι βλέπουμε την συνεισφορά της λογιστικής αξίας στην μεταβολή της θεμελιώδους αξίας η οποία είναι για τις εταιρείες αγοραστές είναι αρνητική της τάξης του $-22,23\%$ η οποία είναι μη στατιστικά σημαντική με t statistic $0,3131$. Η αναμενόμενη λογιστική αξία ήταν $162,66\%$ και τελικά προέκυψε $140,33\%$ οποία παραμένει πολύ υψηλή καθιστώντας την το σημαντικότερο κομμάτι της θεμελιώδους αξίας. Όσον αφορά το δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών η πραγματοποιηθείσα λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων σχεδόν διπλασιάστηκε από $114,34\%$ που αναμενόταν προέκυψε $268,99\%$ δημιουργώντας μια διαφορά της τάξης του $154,65\%$ με t statistic $2,7574$ στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=1\%$. Το ίδιο δεν συμβαίνει και στην συνεισφορά των μερισμάτων στην μεταβολή της θεμελιώδους αξίας η οποία είναι για τις εταιρείες αγοραστές είναι θετική μεν αλλά της τάξης του $1,37\%$ και σαφώς πιο μεγάλη ($7,27\%$) για το δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών και οι δύο στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=10\%$. Τα αποτελέσματα είναι αρκετά δυσοίωνα στην περίπτωση της συνεισφοράς του υπολειμματικού εισοδήματος στην μεταβολή της θεμελιώδους αξίας η οποία είναι αρνητική, στατιστικά μη σημαντική και της τάξης του $-4,62\%$ για τις εταιρείες αγοραστές αφού το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα ήταν το $-66,59\%$ της $Vpre$ ήδη αρκετά προβληματικό και τελικά το πραγματοποιηθέν ήταν πιο αρνητικό της τάξης του $-71,21\%$. Για τις *matching firms* το αναμενόμενο residual income ήταν

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ(RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

αρνητικό, -14,35%, και αυξήθηκε σε -0,04% με διαφορά είναι της τάξης 14,30% επίσης μη στατιστικά σημαντική. Τέλος όσον αφορά την συνεισφορά της τερματικής αξίας στην V_{pre} η αναμενόμενη TV είναι θετική και της τάξης του 3,88% αλλά η πραγματοποιηθείσα είναι αρνητική και της τάξης του -3,95% ώστε η συνεισφορά της είναι αρνητική για τις εταιρείες αγοραστές είναι αρνητική (-7,83%) στατικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$. Τέλος όσον αφορά τις matching firms η αναμενόμενη TV είναι πολύ χαμηλή και θετική και της τάξης του 0,06% όπως και η πραγματοποιηθείσα η οποία είναι της τάξης του 0,09% ώστε η τελική συνεισφορά της είναι 0,03% και συνεπώς στατιστικά μη σημαντική με t statistic 0,0088. Το t statistic για την abnormal διαφορά μεταξύ πραγματικής και αναμενόμενης λογιστικής αξίας είναι 1,90 το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=10\%$. Επιπροσθέτως το t statistic για την abnormal διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων μερισμάτων είναι 1,50 το οποίο όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Έπειτα το t statistic για την abnormal διαφορά μεταξύ του πραγματικού και αναμενόμενου υπολειμματικού εισοδήματος είναι 0,23 το οποίο επίσης δεν είναι στατιστικά σημαντικό και τέλος το t statistic για την abnormal διαφορά μεταξύ της πραγματικής και αναμενόμενης τερματικής αξίας είναι 1,97 το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$.

4.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην ερευνά μας αναπτύξαμε μια μεθοδολογία αξιολόγησης του αποτελέσματος των Σ&Ε με την εξέταση της θεμελιώδους ανάπτυξης της επιχείρησης πριν το γεγονός και μετά ώστε να φανεί αν δημιουργήθηκε επιπλέον θεμελιώδη αξία. Σκοπός της μελέτης μας είναι να χρησιμοποιηθεί η βασική μεθοδολογία της ερευνάς μας, του υπολειμματικού εισοδήματος και να συγκριθεί με την μεθοδολογία της κερδοφορίας στο δείγμα των εταιρειών οι οποίες μελετήθηκαν και συγκρίθηκαν με τις αντίστοιχες matching firms τους για την αγορά των Η.Π.Α την περίοδο 1998-2002. Συνεπώς επιτυγχάνεται σύγκριση ενός κλασικού μέτρου περιοδικής αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων με ένα νέο εξελιγμένο μέτρο περιοδικής αξιολόγησης με απώτερο στόχο να αποδειχθεί η ανωτερότητα του Υπολειμματικού Εισοδήματος ως μέτρο αξιολόγησης πιο κοντά στην πραγματική αξία της επιχείρησης. Όπως προέκυψε από την ερευνά μας δεν ήταν εφικτή η πρακτική εφαρμογή της ανωτέρω μεθοδολογίας στο εξεταζόμενο δείγμα των εταιρειών αγοραστών καθώς η πλειοψηφία των επιχειρήσεων στόχων αφενός είχαν ανενεργούς κωδικούς στην βάση δεδομένων καθιστώντας αδύνατη την λήψη στοιχείων και αφετέρου παρατηρήθηκε έλλειψη στοιχείων σε αυτές που υπήρχε ο κωδικός (CUSIP) στην Thomson Financial. Με αποτέλεσμα η έρευνα να περιοριστεί στην μεθοδολογία του Υπολειμματικού Εισοδήματος.

Με βάση τα ευρήματα που είχαμε στα αποτελέσματα και συγκεκριμένα από τον πίνακα (1) συμπεραίνουμε ότι η πλειοψηφία των εταιρειών στόχων δεν δημιουργούν επιπλέον αξία από τις Σ&Ε που έκαναν το διάστημα ανάλυσης. Οι υπόλοιπες δημιουργούν μικρότερη πλεονάζουσα θεμελιώδη αξία από τις αντίστοιχες εταιρείες που συγκρίνονται. Οι μόνες εξαιρέσεις είναι οι Computer Task Group το έτος 1999, η

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

Pilgrims & η Sycamore το 2000, η Monaco Coach η SpectRx και η Bresler & Reiner
το 2001 και τέλος η HomeFed και η MTR Gaming Group το 2002.

Έπειτα από τον πίνακα (2) των αποτελεσμάτων παρατηρείται ότι το μεγαλύτερο μέρος της θεμελιώδους αξίας των επιχειρήσεων του δείγματος τόσο πριν το εταιρικό μετασχηματισμό όσο και μετά είναι η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων η οποία μάλιστα είναι 1,5 φορές περίπου όσο το σύνολο της θεμελιώδους αξίας. Παρόμοια για τις matching firms η BPS αποτελεί το 114,34% της Vpre το οποίο διπλασιάζεται όταν αναφερόμαστε στην πραγματοποιηθείσα BPS ως ποσοστό της Vpre (269%). Το ίδιο δεν ισχύει και για τα μερίσματα όπου στην αναμενόμενη θεμελιώδη αξία αποτελούν το 0,10% και στην πραγματοποιηθείσα αποτελούν το 1,5% το οποίο φαίνεται και λογικό αφού η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος είναι υψηλής τεχνολογίας και δίνουν χαμηλό ή καθόλου μέρισμα. Τα κέρδη τους παρακρατούνται για περαιτέρω ανάπτυξη και οι μέτοχοι τους προσδοκούν κέρδη από την μετοχή παρά από μέρισμα. Τα ίδια αποτελέσματα ισχύουν και για τις matching firms αφού τα αναμενόμενα DPS ως ποσοστό της Vpre αποτελούν το 0,02% ενώ τα πραγματοποιηθέντα μερίσματα ανά μετοχή αποτελούν το 7,29% της θεμελιώδους αξίας πριν το εταιρικό μετασχηματισμό. Ο προβληματισμός στην μελέτη προέρχεται από το γεγονός ότι το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα για τα επόμενα 2 έτη μετά την συγχώνευση ως ποσοστό της θεμελιώδους ανάπτυξης είναι αρνητικό και μάλιστα στατιστικά σημαντικό (-66,59%) και μάλιστα το πραγματικό είναι ακόμα πιο αρνητικό (-71,21%). Τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τις matching firms είναι πιο θετικά αφού το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα ως ποσοστό της Vpre αποτελεί το -14,35% και το πραγματοποιηθέν αποτελεί το -0,04%. Τέλος η αναμενόμενη τερματική αξία αποτελεί πολύ μικρό ποσοστό της θεμελιώδους αξίας πριν το εταιρικό μετασχηματισμό (3,88%) και μάλιστα η πραγματοποιηθείσα τερματική αξία είναι

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (RESIDUAL INCOME)
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

αρνητική (-3,95%). Τα αντίστοιχα ποσοστά για τις matching firms είναι 0,06% και 0,03 στατιστικά μη σημαντικά

Συνοψίζοντας παρατηρήσαμε από τον πίνακα (2) των αποτελεσμάτων ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας όπως διαμορφώθηκε είναι η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων η οποία μάλιστα στην πλειοψηφία των περιπτώσεων είναι έως και 1,5 φορά μεγαλύτερη της συνολικής V_{pre} ενώ τα μερίσματα στις περισσότερες περιπτώσεις είναι μηδενικά με αποτέλεσμα να αποτελούν σχεδόν μηδενικό ποσοστό της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας. Επιπροσθέτως τόσο το αναμενόμενο όσο και το πραγματοποιούμενο υπολειμματικό εισόδημα αποτελούν αρνητικά ποσοστά της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας και μάλιστα το πραγματικό είναι χειρότερο. Έπειτα η τερματική αξία αποτελεί μη σημαντικό ποσοστό της αναμενόμενης θεμελιώδους αξίας και μάλιστα η πραγματοποιηθείσα είναι αρνητική. Εν αντιθέσει με τις matching firms που έχουν μεν και αυτές εμφανίζουν χαμηλά ποσοστά αλλά είναι σαφώς καλύτερα από τις εταιρείες του δείγματος που προέβηκαν σε συγχωνεύσεις. Γεγονός που σημαίνει ότι αν ξεχωρίσουμε τα επιμέρους στοιχεία υπολογισμού τους τα αρνητικά αυτά αποτελέσματα οφείλονται σε χειροτέρευση των κερδών ανά μετοχή τα έτη που ακολούθησαν μετά το εταιρικό μετασχηματισμό και σε αντίστοιχη αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων με πιθανή αιτία την αύξηση της μόχλευσης από την συγχώνευση. Τα παραπάνω σε συνδυασμό με τα αποτελέσματα του πίνακα (1) που προκύπτει ότι η πλειοψηφία των sample firms δεν δημιουργεί αξία από τις συγχωνεύσεις οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε δεν οδηγούν τις επιχειρήσεις σε διαχρονική αύξηση των κερδών ανά μετοχή ικανή να δημιουργήσει διαχρονικά αξία στην επιχείρηση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΑΡΘΡΑ:

Baker R. and Limmack R. “UK takeovers and acquiring company wealth changes: the impact of survivorship and other potential selection biases on post- outcome performance”, April 2001, pg 1-54

Barber B. and Lyon J. “Detecting long run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics”, Journal of Financial Economics, Vol.43, 1997, pg 341-372

Barber B. and Lyon J. “Improved methods for tests of Long Run abnormal stock returns”, Journal of Finance, Vol.LIV, Issue No 1, February 1999, pg 165 -201

Bild M., Cosh A., Guest P. and Runsten M. “The effect of takeover on the fundamental value of acquirers”, Working paper, December 2004, pg 1-39

Conn R., Cosh A., Guest P. and Hughes A. “The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions” Journal of Business Finance and Accounting, Vol.32, Issue No 5 &6, June & July 2005, pg 815-870

Datta S., Datta M. and Raman K. “Executive compensation and corporate acquisition decisions”, Journal of Finance, Vol. LVI, Issue No 6, December 2001, pg 2299-2336

Dimson E., Marsh P. and Staunton M. “Global Evidence on the Equity Risk Premium”, Journal of Applied Corporate Finance, Fall 2003, Volume 15.4, Morgan Stanley, pg 27-38

Fama E., French K. “The cross section of expected stock returns”, Journal of Finance, Vol. 47, Issue No 2, June 1992, pg 427-465

Fama E., French K. “Common risk factors in the returns of stocks and bonds”, Journal of Financial Economics, Vol. 33, September 1993, pg 1-56

Fama E., French K. “Size and Book to Market factors in earnings and returns”, Journal of Finance, Vol. L, Issue No 1, March 1995, pg 131-155

Gregory A.” The long run abnormal performance of UK acquirers and the free cash flow hypothesis”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.32, Issue No 5 &6, June & July 2005, pg 777-814

Healy P., Palepu K and Ruback R. "Does corporate performance improve after mergers?", Journal of Financial Economics, vol. 31, 1992 pg 135-175

Manson S., Stark A. & Thomas H. "A cash flow analysis of the operational gains from takeovers", Research Report 35 of the Chartered Association of Certified Accountants, London 1994

Mitchell M., Stafford E. "Managerial Decisions and Long Term Price Performance", Journal of Business, Vol.73, No3, July 2000, pg: 287-329

Olson J. "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation" Contemporary Accounting Research Vol.11, No2, Spring 1995, pg.661-687

Ravenscraft D. & Scherer F. "Mergers and managerial performance, Knights and Raiders", Oxford University Press 1988, pg 194-210

BΙΒΛΙΑ

Myers S. and Brealey R. "Principles of Corporate Finance" Mc Graw - Hill, 7th edition, 2003

Spanos A. "Probability Theory and Statistical Inference", Cambridge University Press

Bennett S. "The quest for Value: a guide for senior managers" Harper Business 1991

Weston F. Siu J., Johnson B. "Takeovers, Restructuring & Corporate Governance", Prentice Hall, 3rd edition, 2001

Αρτίκης Γ. «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999

Νιάρχος Ν. « Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα 2002

Αληφαντής Γ. «Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσης», Εκδόσεις Πάμισος, 7^η έκδοση, Αθήνα 2005

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Κυριαζής Δ. «Σημειώσεις μαθήματος Συγχωνεύσεις και Εξαγορές»,
Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Μάρτιος 2005

Damodaran A. “Mergers and Acquisitions” σημειώσεις από διαδικτυακό τόπο:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodaran>

Damodaran A “Valuing Private firms” σημειώσεις από διαδικτυακό τόπο:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodaran>

ΕΡΕΥΝΕΣ

KPMG “Unlocking shareholder value: The keys to success” Mergers and
Acquisitions: A global research report November 1999

PriceWaterhouseCoopers «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων
2004», έκδοση 2005

PriceWaterhouseCoopers «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων
2003», έκδοση 2004