

&

:

:

:

/

2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.Εισαγωγή.....	2
2.Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	9
3.Δείγμα.....	19
4.Μεθοδολογία.....	29
5. Εμπειρικά αποτελέσματα.....	32
5.1Μακροχρόνια απόδοση μετά από Συγχώνευση&Εξαγορά...32	
5.2Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών με βάση τον τρόπο πληρωμής.....	34
5.3Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών με βάση των δείκτη Market-to-Book.....	36
5.4Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών με βάση την βιομηχανική διαφοροποίηση.....	39
5.5Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών σύμφωνα με την μέθοδο Calendar-Time Mean Abnormal Return Approach (CTMAR)	41
6. Συμπεράσματα.....	43
Βιβλιογραφία.....	46

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αποτελούν ένα παγκόσμιο φαινόμενο που ξεκίνησε στις ΗΠΑ στο τέλος του 19^{ου} αιώνα και στην Ευρώπη, κατά τα τελευταία 20 χρόνια κυρίως. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι Σ&Ε αναγνωρίζονται δύο κύματα (mergers waves). Το πρώτο είναι την περίοδο 1985-1992, κατά την οποία η αξία των συγχωνεύσεων έφτασε από 21δισ USD σε 158δισ USD. Το δεύτερο κύμα πραγματοποιήθηκε την περίοδο 1994-2000, όπου η αξία από 117 δισ USD έφτασε στα 1,08τρις USD. Η χώρα που παρουσίασε την εντονότερη δραστηριότητα στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά την δεκαετία του 90' είναι το Ηνωμένο Βασίλειο, με μερίδιο που φτάνει το 30,45%. Στην δεύτερη θέση ακολουθεί η Γερμανία με ποσοστό 16,54% και αμέσως μετά ακολουθεί η Γαλλία με 14,38%. Οι υπολοιπες χώρες συγκεντρώνουν ποσοστά μικρότερα του 10%, με την Όλλανδία να έχει 6,90%.

Ο Hovers (1973) προσδιόρισε τον σκοπό των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών ως «Ο κυρίως στόχος κάθε Σ&Ε είναι να παράγει πλεονεκτήματα και για την εξαγοραζόμενη και για την εξαγοράζουσα εταιρεία σε σύγκριση με το εναλλακτικό σενάριο να συνεχίσουν να λειτουργούν και οι δύο εταιρείες μόνες τους»

Τα κίνητρα που οδηγούν μια επιχείρηση να πραγματοποιήσει μια Σ&Ε είναι πολλά. Παρακάτω αναφέρονται τα σημαντικότερα από αυτά:

- Μεγιστοποίηση των κερδών της εταιρείας. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της επίτευξης οικονομιών κλίμακας και οικονομιών φάσματος, μέσω της αντικατάστασης του management της εξαγοραζόμενης εταιρείας με ικανότερα στελέχη, φορολογικές εξοικονομήσεις, αύξηση του μεριδίου αγοράς κ.α.
- Ασυμμετρία πληροφόρησης. Βασίζεται στην υπόθεση ότι διαφορετικές εταιρείες έχουν διαφορετική πληροφόρηση,

εσωτερικής ή όχι, γεγονός που οδηγεί σε διαφορετικές εκτιμήσεις όσο αφορά την πραγματική αξία τρίτων επιχειρήσεων. Εφόσον κάποιος πιστεύει ότι η τρέχουσα αξία μιας εταιρείας είναι μικρότερη από την πραγματική της αξία, τότε θα προχωρήσει στην εξαγορά της.

- Όταν μια εταιρεία προχωράει σε μια εξαγορά, είναι πολύ πιθανό να προκαλέσει μια αλυσιδωτή αντίδραση εξαγορών από τους ανταγωνιστές της, οι οποίοι φοβούμενοι ότι θα χάσουν την θέση τους στην αγορά προχωρούν και αυτοί σε αντίστοιχες κινήσεις.
- Αλαζονεία των στελεχών (Hubris Hypothesis). Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από τον Roll (1986) και αναφέρει ότι οι διοικήσεις των αγοραστριών εταιρειών και κυρίως αυτών που στο παρελθόν έχουν υψηλές αποδόσεις, τείνουν να πληρώνουν πολύ υψηλό τίμημα εξαιτίας της υπερβολικής εμπιστοσύνης των στελεχών στις ικανότητες τους.
- Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Agency Problem). Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από τους Fama και Jensen (1983). Σύμφωνα με αυτή αφού υπάρχει διάκριση μεταξύ της διοίκησης των εταιρειών και των ιδιοκτητών τους είναι λογικό να υπάρχουν και διαφορετικά συμφέροντα. Έτσι μπορεί η διοίκηση να προχωρήσει στην υλοποίηση εταιρικών στρατηγικών οι οποίες όμως να είναι εις βάρος των μετόχων.
- Πραγματοποίηση συγχώνευσης με σκοπό την ανάπτυξη ή διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος για την εταιρεία.

Η συνεχώς αυξανόμενη τάση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, τόσο σε αριθμό όσο και σε αξία, ώθησε πολλούς ερευνητές να εξετάσουν τα αποτελέσματα που προκαλούνται στην επιχείρηση μετά από μια τέτοια κίνηση. Γενικά, η βιβλιογραφία χωρίζεται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με την μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για την μέτρηση της αποτελεσματικότητας της συγχώνευσης. Η πρώτη κατηγορία χρησιμοποιεί λογιστικά μεγέθη όπως για παράδειγμα

κέρδη, ταμιακές ροές κ.λπ. Η δεύτερη κατηγορία, η οποία είναι και η πολυπληθέστερη, εξετάζει τις μετοχικές αποδόσεις των εταιρειών που εμπλέκονται στην εξαγορά, δηλαδή εξετάζει την επίπτωση του γεγονότος πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του Bidder όσο και του Target. Η παρούσα εργασία εντάσσεται στην δεύτερη κατηγορία.

Ένας άλλος λόγος που οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι συχνά αντικείμενο έρευνας είναι ότι έχουν χρησιμοποιηθεί πολλές διαφορετικές μεθοδολογίες όσον αφορά την μέτρηση της αποτελεσματικότητας του συγκεκριμένου γεγονότος, με αποτέλεσμα τα ευρήματα των ερευνητών να έρχονται πολλές φορές σε αντίθεση. Ένα κοινά αποδεκτό αποτέλεσμα των μελετών είναι ότι οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων απολαμβάνουν οικονομικά υψηλά και στην συντριπτική τους πλειοψηφία στατιστικά σημαντικά οφέλη από την εξαγορά, τόσο κατά την διάρκεια της προσφοράς (βραχυχρόνιες μελέτες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της προσφοράς) όσο και σε μελέτες που ασχολούνται με την απόδοση των μετοχών για μεγάλα χρονικά διαστήματα (από ένα μέχρι πέντε χρόνια μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης ή ολοκλήρωσης της εξαγοράς).

Όσον αφορά όμως τις αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών στις μελέτες που έχουν γίνει και ερευνούν μια μικρή περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της προσφοράς τα αποτελέσματα είναι ή μικρές θετικές υπέρ-αποδόσεις ή μηδενικές. Για τις μελέτες που αφορούν την απόδοση των μετοχών για μακροχρόνιες περιόδους, τα αποτελέσματα είναι ακόμα πιο δύσκολο να οδηγήσουν σε ακριβή συμπεράσματα, εξαιτίας του ότι η πλειοψηφία των μελετών δείχνει στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών. Όμως υπάρχουν μελέτες που βρίσκουν μη στατιστικά σημαντικές υπέρ-αποδόσεις αλλά ακόμα και θετικές. Με βάση τα αποτελέσματα αυτά

αναπτύχθηκε σε ένα μέρος της βιβλιογραφία το συμπέρασμα ότι η αγορά προσαρμόζεται αργά στην πληροφορία και σε βάθος χρόνου είτε υπέρ-αντιδρά είτε υπό-αντιδρά σε αυτήν, πράγμα που σημαίνει ότι η αγορά, μακροχρόνια δεν είναι αποτελεσματική. Το συμπέρασμα αυτό ώθησε ακόμα περισσότερους ακαδημαϊκούς και ερευνητές να ασχοληθούν με τις μακροχρόνιες αποδόσεις των εταιρειών μετά από συγχώνευση ή εξαγορά.

Το κυριότερο πλεονέκτημα των βραχυχρόνιων ερευνών είναι ότι επειδή ακριβώς η περίοδος ενδιαφέροντος διαρκεί μόνο λίγες μέρες, η ευαισθησία των αποτελεσμάτων δεν επηρεάζεται σημαντικά από το μοντέλο αναμενόμενων αποδόσεων που θα χρησιμοποιήσουμε (bad-model problem, Fama 1998), γιατί η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση είναι περίπου μηδέν. Το μειονέκτημα τους όμως είναι ότι στις υπέρ-αποδόσεις που υπολογίζονται, έχει ενσωματωθεί μόνο ένα μέρος των πιθανών αποτελεσμάτων που θα ακολουθήσουν την εξαγορά. Αυτό συμβαίνει γιατί η διαδικασία ολοκλήρωσης μπορεί να κρατήσει αρκετούς μήνες και τελικά μπορεί και να μην ολοκληρωθεί, αλλά οι επενδυτές δεν μπορούν να έχουν αυτήν την πληροφορία κατά την περίοδο της προσφοράς (Bhagat, Dong, Hirshleifer, Noah, 2004). Επιπλέον οι προγραμματικές ανακοινώσεις των στελεχών των εταιρειών σχετικά με τα οικονομικά αποτελέσματα της εξαγοράς (συνέργειες) μπορεί μελλοντικά να αποδειχθούν μη ρεαλιστικές προκαλώντας πτώση της τιμής της μετοχής.

Το ακριβώς αντίθετο ισχύει για τις μελέτες που εξετάζουν τις μακροχρόνιες υπέρ-αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών. Δηλαδή, το πλεονέκτημα τους είναι ότι εμπεριέχουν όλα τα αποτελέσματα που θα προκληθούν στην αξία της επιχείρησης από τον μετασχηματισμό. Το κόστος όμως για να συμβεί αυτό είναι ότι στους υπολογισμούς μας εισάγουμε περισσότερο 'θόρυβο' από διάφορα άλλα γεγονότα που επηρεάζουν τις αποδόσεις των εταιρειών, τα οποία όμως δεν

έχουν καμία σχέση με την εξαγορά, όπως για παράδειγμα ανακοινώσεις κερδών, διάθεση νέων προϊόντων στην αγορά, διανομή μερίσματος και άλλα. Το μεγαλύτερο όμως πρόβλημα που αντιμετωπίζουν αυτές οι μελέτες είναι το bad-model problem. Το πρόβλημα είναι ότι για να μπορέσει κάποιος να υπολογίσει τις υπέρ-αποδόσεις που οφείλονται σε μια συγκεκριμένη επιχειρηματική κίνηση, με την μεθοδολογία event-study (Fama, 1969) θα πρέπει πρώτα να βρίσκεται σε θέση να υπολογίσει την αναμενόμενη απόδοση της εταιρείας αυτής, χωρίς όμως την επίδραση του γεγονότος που εξετάζεται. Άλλα μέχρι στιγμής γνωρίζουμε ότι όλα τα μοντέλα παραγωγής αναμενόμενων αποδόσεων που υπάρχουν, παρουσιάζουν προβλήματα και δίνουν μια ατελή προσέγγιση των πραγματικών αναμενόμενων αποδόσεων. Μάλιστα το πρόβλημα αυτό αυξάνεται όσο μεγαλώνει το χρονικό διάστημα το οποίο εξετάζουμε.

Ένα άλλο σημαντικό πρόβλημα στον υπολογισμό της συνολικής υπέρ-αποδόσεων των εταιρειών είναι ότι η βιβλιογραφία δεν έχει καταφέρει να δώσει μια γενικά αποδεκτή μέθοδο για τον υπολογισμό τους. Αντ' αυτού υπάρχουν δύο διαφορετικές μεθοδολογίες, με την κάθε μία να έχει τους δικούς της υποστηρικτές. Και με τις δύο μεθόδους αρχικά υπολογίζουμε την υπέρ-απόδοση (AR_{it}) της εταιρείας i , για τον μήνα t ως εξής:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Όπου :

R_{it} , η πραγματική απόδοση της εταιρείας i , για τον μήνα t

$E(R_{it})$, η προβλεπόμενη απόδοση της εταιρείας i , για τον μήνα t

Η πρώτη μέθοδος (cumulative abnormal return, CARs) υπολογίζει τις αθροιστικές υπέρ-αποδόσεις, αθροίζοντας τις AR για όλους τους μήνες. Έχουμε δηλαδή:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it} \quad (2)$$

Η δεύτερη μέθοδος (buy-and-hold abnormal return, BHARs) είναι η εξής :

$$BHAR_{it} = \prod [1 + R_{it}] - \prod [1 + E(R_{it})] \quad (3)$$

Είναι δηλαδή η απόδοση μια επενδυτικής στρατηγικής αγοράς και κράτησης μετοχών της εταιρείας i μείον την απόδοση μιας στρατηγικής αγοράς και παρακράτησης μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου με την απαιτούμενη αναμενόμενη απόδοση. Και με τους δύο τρόπους υπολογισμού των υπέρ-αποδόσεων προκύπτουν διάφορα προβλήματα στα στατιστικά τεστ που γίνονται για τον έλεγχο της σημαντικότητας των αποτελεσμάτων. Κάποια από τα προβλήματα αυτά λύνονται ανάλογα με τον τρόπο υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης, εάν δηλαδή χρησιμοποιήσουμε κάποιον δείκτη της αγοράς ή ένα μοντέλο παραγωγής αποδόσεων ή φτιάξουμε εμείς ένα χαρτοφυλάκιο με βάση κάποια χαρακτηριστικά όπως market size και το book to market ratio. Η ανάλυση όμως αυτών των προβλημάτων ξεφεύγει από τα όρια αυτής της εργασίας.

Ο κύριος σκοπός της αυτής της εργασίας είναι η εξέταση της μακροχρόνιας απόδοσης των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών για τρεις διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες μετά την ημερομηνία ολολήρωσης της εξαγοράς, i) για ένα χρόνο ii) για δύο χρόνια iii) για τρία χρόνια, ύστερα από μια επιτυχημένη συγχώνευση ή εξαγορά. Η έρευνα θα γίνει με στοιχεία από το Ηνωμένο Βασίλειο και για αγοράστριες εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της

Αγγλίας και θα αφορά την περίοδο από 1/1/1991 ως 31/12/2000. Επίσης, θα προσπαθήσουμε να καθορίσουμε τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών μετά από τον μετασχηματισμό. Τέτοιοι παράγοντες πιθανόν να είναι ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά, δηλαδή εάν είναι σε μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών (Method of Payment), οι ευκαιρίες ανάπτυξης τους αγοραστή πριν την εξαγορά όπως αυτές μετρούνται με τον δείκτη Book-to-Market (Extrapolation Hypothesis) και ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των εταιριών.

2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η μελέτη της μακροχρόνιας απόδοσης των αγοραστριών εταιρειών μετά από μια εξαγορά, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, είναι ένα θέμα που διχάζει τους επιστήμονες λόγω των αντικρουόμενων αποτελεσμάτων που έχουν βρεθεί. Στις παρακάτω σελίδες θα προσπαθήσουμε να δείξουμε τα σημαντικότερα ευρήματα των ερευνών καθώς και κάποιες θεωρίες που προσπαθούν να τα ερμηνεύσουν.

Αυτός που θεωρείται ότι έκανε την πρώτη επιστημονική αντιμετώπιση των συνεπειών που προκύπτουν από μια εξαγορά, χρησιμοποιώντας μάλιστα για τον υπολογισμό των υπέρ-αποδόσεων των μετοχών ένα συγκεκριμένο σημείο αναφοράς (benchmark), είναι ο Mandelker (1974). Το δείγμα του ήταν όλες οι επιχειρήσεις που είχαν πραγματοποιήσει εξαγορά κατά την περίοδο 1941-1962 και έπρεπε υποχρεωτικά να ήταν μέλη του New York Stock Exchange (NYSE). Ως benchmark χρησιμοποίησε μια παραλλαγή του Capital Asset Pricing Model (CAPM) από τους Fama και Macbeth (1973) και βρήκε το CAAR για 40 μήνες μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης να είναι $-0,026$, αλλά στατιστικά μη σημαντικό και όπως αναφέρει και ο ίδιος τα αποτελέσματα είναι συμβατά με την θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Ο Asquith (1983) εξέτασε και αυτός εταιρείες που είναι εισηγμένες στο NYSE, αλλά για την περίοδο 1962-1976. Κάθε χρόνο κατέτασσε όλες τις εταιρείες του NYSE με βάση το beta τους και δημιουργούσε 10 χαρτοφυλάκια. Μετά αντιστοίχησε κάθε εταιρεία του δείγματος του με το χαρτοφυλάκιο που είχε περίπου το ίδιο beta και βρήκε την υπέρ-απόδοση αφαιρώντας από την απόδοση της εταιρείας την απόδοση του αντίστοιχου χαρτοφυλακίου. Τα αποτελέσματα του έδειξαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αθροιστικές αποδόσεις μετά από 240 ημέρες κατά $-0,072$. Οι Bradley και Jarell (1988)

χρησιμοποιώντας ίδια μεθοδολογία με τον Asquith (1983), βρήκαν ότι τα CARRs τρία χρόνια μετά την εξαγορά είναι $-0,16$, αλλά χωρίς στατιστική σημαντικότητα.

Οι Frank, Harris και Mayer (1988), με δεδομένα από τις Η.Π.Α χρησιμοποιώντας τέσσερα διαφορετικούς μοντέλα υπολογισμού της υπέρ-απόδοσης: α) μοντέλο της αγοράς με τους συντελεστές να υπολογίζονται από την περίοδο $(-71,-10)$ μήνες πριν την εξαγορά β) μοντέλο της αγοράς με τους συντελεστές να υπολογίζονται από την περίοδο $(+25,+60)$ μετά την εξαγορά γ) απόδοση της εταιρείας μείον την απόδοση της αγοράς και δ) το CAPM. Εξέτασε τα CAARs για περίοδο δύο ετών μόνο των εταιρειών που η πληρωμή του αντιτίμου έγινε μόνο με ανταλλαγή μετοχών και βρήκε στατιστικά σημαντικές αποδόσεις περίπου $-0,18$ με τρεις από τους τέσσερις τρόπους (α,β,δ). με την δεύτερη μέθοδο το αποτέλεσμα ήταν μη σημαντικό. Όταν όμως εξέτασε όλες τις περιπτώσεις που η πληρωμή έγινε με μετρητά το αποτέλεσμα ήταν να βρει μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις με όλους τους τρόπους. Οι Frank, Harris (1989) ερεύνησαν τις αποδόσεις μετά από εξαγορά και για το Ηνωμένο Βασίλειο. Αυτή την φορά χρησιμοποίησαν τρία διαφορετικά μοντέλα α) τον γενικό δείκτη της αγοράς β) μοντέλο της αγοράς με τους συντελεστές να υπολογίζονται από την περίοδο $(-71,-10)$ μήνες πριν την εξαγορά γ) το CAPM. Η μελέτη τους έδειξε ότι τα CAARs μετά από δύο χρόνια είναι περίπου -0.05 στατιστικά σημαντικό με την α και γ, ενώ με το μοντέλο της αγοράς είναι ακόμα περισσότερο αρνητική, $-0,126$ και πάλι στατιστικά σημαντική.

Την δεκαετία του 80, έγιναν και άλλες μελέτες με αντικείμενο τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές. Ενδεικτικά αναφέρω του Malatesta (1983) που βρήκε για περίοδο ενός έτους μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης μη στατιστικά σημαντικά CAARs $-0,076$. Επίσης ο Barnes (1984) και οι Dodds και Quek (1985) βρήκαν CAARs $-0,072$

και $-0,068$ αντίστοιχα, για χρονικό διάστημα πέντε χρόνων μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Το 1988 οι Magenheim και Mueller χρησιμοποιώντας το μοντέλο της αγοράς υπολόγισαν τα CAARs για διάστημα τριών ετών ξεχωριστά για τις εξαγορές και για τις συγχωνεύσεις και βρήκαν $-0,2437$ και $+0,0632$ αντίστοιχα. Οι Magenheim και Mueller φαίνεται ότι είναι οι πρώτοι που έκαναν αυτόν τον διαχωρισμό και βρήκαν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ τους, πράγμα που επιβεβαιώνεται και από τα αποτελέσματα των μετέπειτα ερευνών. Ότι δηλαδή, οι εξαγορές δημιουργούν υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις συγχωνεύσεις για τους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιριών αλλά χαμηλότερες για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών. Το πρόβλημα με τις περισσότερες από αυτές τις έρευνες είναι ότι χρησιμοποιούσαν τις μεθόδους που αναφέρθηκαν προηγουμένως ή παρόμοιες με αυτές, οι οποίες όμως μέθοδοι αντιμετώπισαν μεγάλη κριτική λόγω των πολλών μειονεκτημάτων που παρουσιάζουν και της μειωμένη ικανότητα τους να προβλέπουν τις μελλοντικές αναμενόμενες αποδόσεις.

Την δεκαετία του 90 οι ερευνητές χρησιμοποίησαν πιο περίπλοκους και πιο αποδοτικούς τρόπους υπολογισμού των αναμενόμενων αποδόσεων με συνέπεια τα αποτελέσματα να είναι περισσότερο κοντά στην πραγματικότητα. Χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι το bad-model problem μηδενίστηκε. Το πρόβλημα εξακολουθεί να υπάρχει, απλώς περιορίστηκε σε κάποιο βαθμό.

Οι Frank, Harris, Titman το 1991 ερευνούν τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο NYSE/AMEX για την χρονική περίοδο 1975-1984 και υπολογίζουν τις υπέρ-αποδόσεις με βάση τέσσερα διαφορετικά benchmark:

- α) τον δείκτη CRSP με ίση στάθμιση για όλες τις μετοχές
- β) τον δείκτη CRSP σταθμισμένο με την αξία της κάθε μετοχής
- γ) το μοντέλο δέκα παραγόντων των Lehmann και Modest (1987)

δ) το μοντέλο οκτώ χαρτοφυλακίων των Grinblatt και Titman (1988,1989)

Το τελευταίο μοντέλο αποτελείται από τέσσερα χαρτοφυλάκια βασισμένα στο μέγεθος της εταιρείας, τρία βασισμένα στο δείκτη μερισματικής απόδοσης και ένα με βάση παλαιότερες αποδόσεις. Το μοντέλο αυτό προτιμούν οι συγγραφείς και θεωρούν ότι δίνει πιο αξιόπιστα αποτελέσματα σε σχέση με τα υπόλοιπα. Τα αποτελέσματα που βρήκαν ήταν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις με τα δύο πρώτα μοντέλα, αλλά με τις άλλες δύο μεθόδους βρήκαν μη σημαντικές αποδόσεις. Έτσι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όλες οι προηγούμενες μελέτες που υποστηρίζουν την ύπαρξη αρνητικής απόδοσης οφείλεται σε χρήση λανθασμένου benchmark και όχι σε λανθασμένη αποτίμηση της αξίας των μετοχών από την αγορά.

Το 1992 οι Agrawal, Jaffe και Mandelker χρησιμοποίησαν δύο διαφορετικά benchmarks για να υπολογίσουν τις AR για τις αγοράστριες εταιρείες. Το πρώτο είναι το μοντέλο των Dimson και Marsh (1986) οποίο είναι ουσιαστικά μια τροποποιημένη μορφή του CAPM προσαρμοσμένο για το size effect. Ο δεύτερος τρόπος είναι η μεθοδολογία Returns Across Time and Securities (RATS) του Ibbotson (1975) προσαρμοσμένη όμως και αυτή για το μέγεθος της εταιρείας. Διαχώρισαν το δείγμα τους σε 937 συγχωνεύσεις και 227 εξαγορές κατά την περίοδο από 1955 έως 1987. Η ανάλυση, με βάση τον πρώτο τρόπο, για το δείγμα των συγχωνεύσεων έδειξε στατιστικά σημαντικά CAARs -0.1026 για 60 μήνες μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας. Παρόμοια αποτελέσματα έδωσε και η δεύτερη μέθοδος. Για το δείγμα των εξαγορών και οι δύο μέθοδοι έδωσαν μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

Οι Loderer και Martin (1992) χρησιμοποιώντας μια μέθοδο παραπλήσια με την RATS, βρήκαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές

αποδόσεις για την περίοδο τριών ετών μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης, όμως για πέντε έτη μετά οι αποδόσεις ήταν μη σημαντικές, ακόμη και μετά τον διαχωρισμό του δείγματος σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Μέχρι τότε ο υπολογισμός των αναμενομένων αποδόσεων γινόταν κυρίως με βάση το beta, το μέγεθος της εταιρείας και λιγότερο ενδεχομένως με κάποιους άλλους δείκτες όπως τον δείκτη διανομής μερίσματος και τις ιστορικές αποδόσεις των μετοχών. Όμως οι Fama και French (1992,1993) και οι Lakonishok, Shleifer και Vishny (1994), απέδειξαν ότι σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία των αναμενόμενων αποδόσεων, εκτός από το μέγεθος της εταιρείας παίζει και ο δείκτης Book-to-Market, ο οποίος θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη. Μία σημαντική μελέτη, οποία έγινε μετά από το πρώτο άρθρο των Fama και French (1992), είναι των Anderson και Mandelker (1993). Τα χαρτοφυλάκια που χρησιμοποιήθηκαν ως benchmark για τον υπολογισμό των υπέρ-αποδόσεων δημιουργήθηκαν με βάση και το μέγεθος της εταιρείας και το δείκτη Book-to-Market. Τα χαρτοφυλάκια σχηματίστηκαν με τον εξής τρόπο.

Με βάση το μέγεθος κατασκευάστηκαν δέκα χαρτοφυλάκια, από τα οποία το μικρότερο διασπάστηκε σε τρία διαφορετικά. Έπειτα το κάθε ένα από αυτά χωρίστηκε σε δώδεκα χαρτοφυλάκια με βάση το δείκτη Book-to-Market. Έτσι η υπέρ-απόδοση για κάθε μια από τις εταιρείες του δείγματος υπολογίζεται αφαιρώντας από την πραγματική απόδοση της εταιρείας την απόδοση του κατάλληλου χαρτοφυλακίου. Το αποτέλεσμα που βρήκαν είναι στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις (-0,0931) για πέντε χρόνια μετά την εξαγορά.

Στην μελέτη των Kennedy και Limmack (1996) που έγινε για το Ηνωμένο Βασίλειο, χρησιμοποιώντας περίπου την ίδια μεθοδολογία,

χωρίς όμως να ελέγξουν τον παράγοντα Book-to-Market, βρήκαν μείωση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών για περίοδο δύο ετών μετά το γεγονός κατά $-0,045$. αποτέλεσμα το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό. Επίσης για το Ηνωμένο Βασίλειο, ο Gregory (1997) χρησιμοποιώντας έξι διαφορετικά benchmarks βρήκε στατιστικά σημαντικά αρνητικά CAARs για δύο χρόνια μεταξύ $-0,1182$ και $-0,1801$. Το μοντέλο στο οποίο ο ίδιος ο Gregory δίνει περισσότερο βαρύτητα είναι το 3-Factor Model των Fama και French (1996), το οποίο έδωσε και την μεγαλύτερη αρνητική απόδοση.

Όμως το 1997 είναι μια σημαντική χρονιά για την βιβλιογραφία των υπέρ-αποδόσεων των επιχειρήσεων που δημιουργούνται μετά από ένα σημαντικό εταιρικό γεγονός. Την χρονιά αυτή δημοσιεύθηκε η εργασία των Barber και Lyon, η οποία ασχολείται κυρίως με δύο θέματα. Με την κατασκευή και χρησιμοποίηση του κατάλληλου benchmark και με τον τρόπο μέτρησης των AR. Όσον αφορά στο πρώτο θέμα οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η χρήση ενός χαρτοφυλακίου π.χ κάποιου δείκτη της αγοράς, οδηγεί σε στατιστικά τεστ σημαντικότητας τα οποία δίνουν λάθος αποτελέσματα. Αυτό συμβαίνει γιατί τα CAARs αντιμετωπίζουν τα εξής προβλήματα: α) Measurement bias, είναι δηλαδή κακοί εκτιμητές των BHARs, β) Rebalancing bias, γιατί οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου (π.χ. γενικός δείκτης της αγοράς) που έχουμε ορίσει ως benchmark υπολογίζονται συνήθως με μηνιαίες αλλαγές στην στάθμιση των μετοχών που το αποτελούν, γ) new listing bias, ότι δηλαδή η σύνθεση του δείκτη που χρησιμοποιούμε αλλάζει με την είσοδο νέων εταιρειών, επηρεάζοντας κατά συνέπεια τις αποδόσεις του, δ) skewness bias, που προκύπτει εξαιτίας του ότι οι μακροχρόνιες αποδόσεις είναι θετικά skewed. Τα BHARs επηρεάζονται από τα β, γ και δ και μάλιστα επηρεάζονται από το skewness bias περισσότερο από τα CAARs γιατί έχουν το compounding effect. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι χρησιμοποιώντας ως benchmark

ένα χαρτοφυλάκιο, με βάση τα CAARs προκύπτουν τεστ που είναι θετικά προκατειληγμένα, ενώ με τα BHARs αρνητικά.

Οι Barber και Lyon (1997) υποστηρίζουν ότι για την κατασκευή του benchmark, θα πρέπει να χρησιμοποιείται η μέθοδος των control firms. Δηλαδή για κάθε εταιρεία του δείγματος μας να αντιστοιχίζουμε μια άλλη εταιρεία, η οποία όμως να μην έχει λάβει μέρος σε καμία εξαγορά. Η αντιστοίχιση αυτή θα γίνεται λαμβάνοντας υπόψη τα χαρακτηριστικά των εταιρειών όπως τον κλάδο στον οποίο ανήκουν, το μέγεθος και τον δείκτη Market-to-Book value. Με την μέθοδο αυτή κάθε εταιρεία του δείγματος θα έχει το δικό του benchmark με αποτέλεσμα να εξαλείφεται το Rebalancing bias (και για τις δύο εταιρείες οι αποδόσεις υπολογίζονται χωρίς rebalancing), το new listing bias (και οι δύο εταιρείες θα πρέπει να είναι εισηγμένες τον μήνα που συμβαίνει το γεγονός που μελετάμε) και skewness bias (και οι δύο έχουν την ίδια πιθανότητα να πραγματοποιήσουν μεγάλες θετικές αποδόσεις). Δηλαδή εξαλείφονται όλα τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα τεστ σημαντικότητας των BHAR. Έτσι, οι Barber και Lyon καταλήγουν στο συμπέρασμα οι μελέτες των μακροχρόνιων αποδόσεων των εταιρειών θα πρέπει να βρίσκουν το benchmark χρησιμοποιώντας την μέθοδο των control firms και ο υπολογισμός των υπέρ-αποδόσεων θα πρέπει να γίνεται με τα BHARs, με τα οποία εκτός του αντιμετωπίζονται τα παραπάνω προβλήματα, αντικατοπτρίζουν καλύτερα την επενδυτική εμπειρία των μακροχρόνιων επενδυτών σε σύγκριση με τα CAARs. Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι Kothari και Warner (1997), ότι δηλαδή τα στατιστικά τεστ που χρησιμοποιούνται δίνουν λανθασμένα αποτελέσματα και προτείνουν την χρήση μη-παραμετρικών διαδικασιών, όπως η μέθοδος bootstrap (όπως και οι Barber και Lyon 1999), ως μια εναλλακτική για αποτελεσματικότερα τεστ.

Την αντίθετη όψη του νομίσματος παρουσιάζει η εργασία του Fama (1998), σε μια προσπάθεια να επιχειρηματολογήσει υπέρ της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς, στην οποία υποστηρίζει ότι η μέθοδος υπολογισμού που θα πρέπει να χρησιμοποιείται για την μέτρηση της υπέρ-απόδοσης είναι τα CAARs χρησιμοποιώντας την μεθοδολογία Calendar-Time Portfolio Approach (CTPA), την οποία θα περιγράψουμε αναλυτικά παρακάτω, καθώς και είναι η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί σε αυτήν την εργασία. Ο κύριος λόγος που ο Fama υποστηρίζει αυτόν τον τρόπο, είναι ότι όλες οι μέθοδοι που χρησιμοποιούν τα BHARs αποτυγχάνουν να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της συσχέτισης μεταξύ των αναμενόμενων αποδόσεων (cross-sectional correlation) που οφείλονται σε κάποιο συγκεκριμένο γεγονός, όπως υποστήριξε και ο Brav (1997), καθώς και το γεγονός ότι οι μηνιαίες αποδόσεις επηρεάζονται λιγότερο από το bad-model problem, σε σχέση με τα BHARs. Στο συμπέρασμα που καταλήγει ο Fama είναι ότι η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς δεν μπορεί να εγκαταλειφθεί επειδή εάν στις περισσότερες μελέτες που βρήκαν αρνητικές υπέρ-αποδόσεις γίνουν οι κατάλληλες τροποποιήσεις (για ανεξαρτησία, value/equal weights κ.α) τότε οι αρνητικές αποδόσεις εκμηδενίζονται ή γίνονται στατιστικά μη σημαντικές.

Επίσης, οι Mitchell και Stafford υποστηρίζουν και αυτοί με την σειρά τους, σε εργασία τους το 2000, ότι η μεθοδολογία Calendar-Time Portfolio Approach δίνει καλύτερα στατιστικά αποτελέσματα σε σχέση με τα BHARs, ακόμη και αν τροποποιηθούν με την bootstrap procedure (Barber και Lyon 1999), δηλαδή μετά την προσαρμογή των στατιστικών ελέγχων για την συσχέτιση των αποδόσεων.

Το 1998 οι Rau και Vermaelen εισήγαγαν την Extrapolation Hypothesis. Σύμφωνα με αυτήν, η αγορά υπερεκτιμά την παλαιότερη απόδοση των αγοραστριών εταιρειών όταν αξιολογεί μια συγχώνευση. Οι εταιρείες χωρίζονται με βάση τον Book-to-Market

ratio. Εάν είναι χαμηλός τότε ονομάζονται Growth firms, ενώ εάν είναι υψηλός ονομάζονται Value firms. Στις Growth firms οι managers των εταιρειών έχουν μεγάλη αυτοπεποίθηση στις ικανότητες τους, που προκύπτει από το γεγονός ότι οι εταιρείες αυτές έχουν παρουσιάσει στο παρελθόν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης ταμειακών ροών και κερδών. Έτσι το Δ.Σ είναι πιο εύκολο να εμπιστευθεί τους managers και να εγκρίνει ένα σχέδιο συγχώνευσης. Σε αντίθεση με τις Value firms, όπου δεν έχουν πολύ καλές ιστορικές αποδόσεις, τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι πιο συνετά και προσεκτικά όσον αφορά στις αποφάσεις εκείνες οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν την εταιρεία στην χρεοκοπία. Επειδή οι κινήσεις που εγκρίνονται δεν οφείλονται σε αλαζονεία των στελεχών (Hubris Hypothesis, Roll, 1986), οδηγούν στην δημιουργία αξίας για την επιχείρηση. Με βάση αυτόν των διαχωρισμό, οι Rau και Vermaelen βρήκαν, χρησιμοποιώντας την μέθοδο των control firms μετά από προσαρμογή για το μέγεθος και το B/M ratio, ότι στις συγχωνεύσεις οι Growth firms είχαν CAARs -0,17, ενώ οι Value firms είχαν +0,0764. Στο ίδιο συμπέρασμα, ότι δηλαδή οι Growth firms έχουν μικρότερες αποδόσεις από τις Value firms, κατέληξαν και οι Sudarsanam και Mahate το 2003. Βρήκαν αρνητικές αποδόσεις για τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης που κυμαίνονται από -0,16 έως -26 για τις πρώτες και από -0,15 έως -0,03 για τις δεύτερες, ανάλογα με το μοντέλο που χρησιμοποιούσαν ως benchmark. Επίσης για ολόκληρο το δείγμα βρήκαν απόδοση από -0,21 έως -0,087.

Επίσης κάποιο ρόλο στην διαμόρφωση της απόδοσης από μια συγχώνευση φαίνεται να παίζει και ο διαχωρισμός σε εγχώρια ή διεθνή και εάν η εταιρεία στόχος είναι ιδιωτική ή εισηγμένη. Μια τέτοια μελέτη είναι του Black (2003) για τις Η.Π.Α χρησιμοποιώντας BHARs με matching firms portfolios βασισμένα στο μέγεθος και στο Book-to-Market ratio, η οποία έδειξε ότι για συγχωνεύσεις που

έγιναν με επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο Η.Π.Α, οι οποίες όμως μπορούσαν να είναι μόνο εισηγμένες, εμφανίσθηκαν αρνητικές στατιστικά σημαντικές αποδόσεις $-0,22$. Άλλη μια μελέτη αλλά για το Ηνωμένο Βασίλειο είναι των Gregory και McCorriston (2004). Χρησιμοποίησαν την ίδια μεθοδολογία με τον Black και συμπεριέλαβαν στο δείγμα τους και target firms που μπορούσαν να ήταν και ιδιωτικές εταιρείες. Οι αποδόσεις που βρήκαν ήταν αρνητικές, αλλά όμως μη σημαντικές. Άλλη μια μελέτη είναι των Conn, Cosh, Guest, Hughes(2005). Χρησιμοποίησαν δύο μεθόδους, τα BHARs όπως τα περιγράφει ο Barber και Lyon(1997) και την CTPA που προτείνει ο Fama (1998). Και με τους δύο τρόπους τα αποτελέσματα είναι παρόμοια. Βρήκαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις $-0,1987$ για την αγοράστρια εταιρεία όταν ο target είναι εισηγμένη και εγχώρια και $-0,3233$ εάν είναι εισηγμένη και διεθνής. Αντιθέτως δεν υπάρχουν ενδείξεις για αρνητικές αποδόσεις όταν ο target είναι ιδιωτική εταιρεία, ασχέτως με το αν είναι εγχώρια ή διεθνής. Τέλος υπάρχουν και άλλες μελέτες όπως του Danbolt (1995), των Ecko και Thornburn (2000), και των Aw και Chatterjee (2004), οι οποίες χρησιμοποιούν το Market Model για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων, το οποίο όπως γνωρίζουμε παρουσιάζει πολλές αδυναμίες.

3. ΔΕΙΓΜΑ

Το δείγμα μας θα αποτελείται από επιτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα στο Ηνωμένου Βασιλείου την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 1991 έως 31 Δεκεμβρίου 2000. Το δείγμα βρέθηκε από την βάση δεδομένων One Bankers Deals της Thomson Financial. Τα στοιχεία για τον υπολογισμό των αποδόσεων βρέθηκαν από την DataStream και για όποια εταιρεία δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία εξαιρέθηκε από το δείγμα. Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες εκτός από Government and Agencies και Government Sponsored Entities. Πιο συγκεκριμένα το δείγμα μας προέκυψε με βάση τα παρακάτω κριτήρια:

- Και οι δυο εμπλεκόμενες εταιρείες να έχουν ως έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο.
- Η αγοράστρια εταιρεία θα πρέπει να είναι εισηγμένη, ώστε να παρακολουθήσουμε την πορεία της τιμής της μετοχής της, ενώ για την εξαγοραζόμενη εταιρεία δεν υπάρχει τέτοιος περιορισμός.
- Εξαγορά/συγχώνευση καθορίζεται όταν ο bidder κατέχει ποσοστό του target πριν τον μετασχηματισμό, μικρότερο του 50% και αυξάνει την συμμετοχή του εξαιτίας της κίνησης αυτής το λιγότερο πάνω από το 50%.
- Έχουν αφαιρεθεί οι επαναλαμβανόμενες εξαγορές από την ίδια εταιρεία για χρονικό διάστημα τριών ετών μετά από την εξαγορά.
- Η αξία του τιμήματος που πληρώθηκε για τον target, πρέπει να είναι τουλάχιστον 3 εκατομμύρια δολάρια.

- Η αξία του τιμήματος που πληρώθηκε να είναι τουλάχιστον 1% της αγοραίας αξίας του bidder κατά τον μήνα της εξαγοράς.

Οι δύο τελευταίοι περιορισμοί τέθηκαν με σκοπό να μειώσουμε όσο γίνεται τον 'θόρυβο' από εξαγορές πολύ μικρών εταιρειών και επιπλέον γιατί οι μεγάλες εξαγορές έχουν μεγαλύτερη οικονομική σημασία και αξίζουν προσοχής.

Ένα πρόβλημα όσον αφορά στον καθορισμό του δείγματος είναι το γνωστό ως πρόβλημα επιβίωσης (survivorship bias), δηλαδή εάν η εξαγοράστρια εταιρία εξακολουθεί να λειτουργεί μετά την εξαγορά, για ολόκληρη την περίοδο που εξετάζουμε. Για παράδειγμα μια εταιρεία που πραγματοποίησε μια εξαγορά μπορεί για διάφορους λόγους να σταματήσει την λειτουργία της 1,5 χρόνο μετά την ημερομηνία της εξαγοράς. Έστω ότι εμείς υπολογίζουμε την υπερ-απόδοση για χρονικό διάστημα 1, 2 και 3 ετών μετά την Σ&Ε. Το πρόβλημα που δημιουργείται είναι πως θα αντιμετωπίσουμε την περίπτωση αυτή. Ένας τρόπος είναι να διαγράψουμε εντελώς από το δείγμα μας την εταιρεία. Επειδή όμως οι εταιρείες αυτές που εξαιρούμε από το δείγμα συνήθως παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, πιθανότατα εξαιτίας της κακής έκβασης της εξαγοράς που πραγματοποίησαν, πράγμα που αυτό οδηγεί σε μια λανθασμένη υπερεκτίμηση της συνολικής υπερ-απόδοσης του δείγματος. Ένας εναλλακτικός τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος είναι να συμπληρώσουμε τις παρατηρήσεις που λείπουν με κάποιο 'proxy return' όπως για παράδειγμα την απόδοση του δείκτη της αγοράς ή την μέση μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιούμε ως benchmark για τον υπολογισμό της υπερ-απόδοσης. Με τον τρόπο αυτό υποθέτουμε μηδενική υπερ-απόδοση για την εταιρεία από την ημερομηνία που η μετοχή σταμάτησε να διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο και μετά. Μια άλλη λύση είναι να συμπληρώσουμε τα κενά με μηδενικές αποδόσεις. Η τελευταία λύση που προτείνεται

και η οποία ακολουθείται σε αυτήν την εμπειρική μελέτη είναι να μειώνεται ο αριθμός του δείγματος από χρόνο σε χρόνο ανάλογα με το αριθμό των εταιρειών που δεν συνεχίζουν την λειτουργία τους. Τελικώς, λαμβάνοντας υπόψη αυτή την παράμετρο, το δείγμα πάνω στο οποίο υπολογίζουμε την υπερ-απόδοση για ένα χρόνο μετά την εξαγορά είναι 385 εταιρείες, για δύο χρόνια είναι 348 εταιρείες και τέλος για ορίζοντα τριετίας το δείγμα ανέρχεται σε 310 εταιρείες.

Στην συνέχεια θα εξετάσουμε τα χαρακτηριστικά του δείγματος, ώστε να είμαστε σε θέση να κατανοήσουμε καλύτερα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που καθορίζουν την μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τον μέσο και τον διάμεσο του αντίτιμου εξαγοράς που πληρώθηκε για τα όλα τα είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών που ξεχωρίσαμε. Ως Related χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις όπου ο Bidder και ο Target έχουν ίδια τα δύο πρώτα ψηφία του SIC code και ως conglomerate όταν είναι διαφορετικά. Ως Pure Cash χαρακτηρίζονται αυτές που χρηματοδοτήθηκαν αποκλειστικά με μετρητά, Pure Stock αυτές που χρηματοδοτήθηκαν μόνο με ανταλλαγή μετοχών και ως Mixed Offers χαρακτηρίζονται όλες οι υπόλοιπες. Για τον διαχωρισμό σε Value, Glamour κ Mixed ταξινομούμε τις εταιρείες σε αύξουσα σειρά με βάση το δείκτη Market-to-Book του Bidder. Ως value χαρακτηρίζονται οι εξαγορές όπου ο Bidder ανήκει στο μικρότερο 30%, glamour όταν ανήκει στο μεγαλύτερο 30% και neutral όταν ανήκει στο μεσαίο 40% του δείγματος.

Από τον πίνακα 1 βγάζουμε τα εξής συμπεράσματα:

A) Καθώς το δείγμα χρόνο με τον χρόνο μικραίνει εξαιτίας της αφαίρεσης των εταιρειών που δεν επιβίωσαν για τρία χρόνια μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς, ο μέσος όρος του

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Ο πίνακας παρουσιάζει ορισμένα στατιστικά στοιχεία του δείγματος (μέσο και διάμεσο) για κάθε έτος ξεχωριστά. Related χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις όπου ο Bidder και ο Target έχουν ίδια τα δύο πρώτα ψηφία του SIC code και ως conglomerate όταν είναι διαφορετικά. Cash χαρακτηρίζονται αυτές που χρηματοδοτήθηκαν αποκλειστικά με μετρητά, Stock αυτές που χρηματοδοτήθηκαν μόνο με ανταλλαγή μετοχών και mixed χαρακτηρίζονται όλες οι υπόλοιπες. Για τον διαχωρισμό σε value, glamour κ mixed ταξινομούμε τις εταιρείες σε αύξουσα σειρά με βάση το δείκτη Market-to-Book του Bidder. Ως value χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις όπου ο Bidder ανήκει στο μικρότερο 30%, glamour όταν ανήκει στο μεγαλύτερο 30% και neutral όταν ανήκει στο μεσαίο 40% του δείγματος. Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια δολάρια (\$).

	YEAR 1 N=385		YEAR 2 N=348		YEAR 3 N=310	
	mean	median	mean	median	mean	median
All	109,504	12,159	111,235	12,884	117,222	13,224
Related	158,116	11,611	159,146	12,848	170,386	13,710
Conglomerate	71,869	12,590	72,758	12,920	75,120	12,734
Cash	63,519	10,728	64,025	10,895	61,512	10,728
Stock	327,275	39,292	271,374	29,678	272,670	28,440
Mixed	117,349	11,598	123,359	12,848	139,067	12,848
Value	94,495	11,928	101,042	12,791	92,773	12,848
Growth	76,594	13,539	76,335	12,650	72,865	12,159
Neutral	153,133	13,082	154,822	14,372	176,282	14,001

τιμήματος εξαγοράς του δείγματος όπως και ο διάμεσος αυξάνεται (YEAR 1 μέσος=109,504 και YEAR 3=117,222). Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες που τελικώς δεν επιβιώνουν είναι πιθανόν μικρού μεγέθους και οι οποίες εξαγόρασαν εταιρείες επίσης μικρού μεγέθους. Επιπλέον είναι λογική η υπόθεση να μην είχαν την απαραίτητη εμπειρία και τεχνογνωσία να χειριστούν κατάλληλα την διαδικασία της συγχώνευσης και ενοποίησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας ώστε να επιτευχθούν τα οφέλη από τις συνέργειες.

Β) Παρατηρούμε ότι σε όλα τα είδη των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών, ο μέσος και ο διάμεσος έχουν μεγάλη απόκλιση με τον μέσο είναι αισθητά μεγαλύτερος. Για παράδειγμα για ολόκληρο το δείγμα τον πρώτο χρόνο ο μέσος είναι 109,504 και ο διάμεσος είναι 12,159, ενώ για το τρίτο έτος είναι 117,222 και 13,224 αντίστοιχα. Η διαφορά αυτή σημαίνει ότι το δείγμα μας κυριαρχείται από Συγχωνεύσεις όπου η εξαγοραζόμενη εταιρεία είναι σχετικά μικρής αξίας. Αντιθέτως όμως υπάρχουν και αρκετές εταιρείες για τις οποίες το τίμημα εξαγοράς που πληρώθηκε από την αγοράστρια εταιρεία είναι πολύ υψηλό και ικανό ώστε να δημιουργήσει την απόκλιση μεταξύ μέσου και διάμεσου.

Γ) Μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ μέσου και διάμεσου παρατηρείται στις Συγχωνεύσεις που έχουν χρηματοδοτηθεί αποκλειστικά με μετοχές (για το πρώτο έτος ο μέσος είναι 327,275 και ο διάμεσος είναι 39,292, ενώ για το τρίτο έτος είναι 272,670 και 28,440 αντίστοιχα). Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι αυτός ο τρόπος πληρωμής χρησιμοποιείται κυρίως όταν η χρηματιστηριακή αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι πολύ μεγάλη.

Δ) Παρατηρούμε ότι οι αγοράστριες εταιρείες είναι διατεθειμένες να πληρώσουν υψηλότερο τίμημα για να αποκτήσουν μια εταιρεία με την οποία δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο (Related), παρά για μία που έχει εντελώς διαφορετικό αντικείμενο δραστηριότητας

(conglomerate). Ο μέσος για τις Συγχωνεύσεις & Εξαγορές που χαρακτηρίζονται Related για το πρώτο και για το τρίτο έτος είναι 158,116 και 170,386 αντίστοιχα. Για αυτές που χαρακτηρίζονται Conglomerate ο μέσος είναι 71,869 και 75,120 για το πρώτο και το τρίτο έτος αντίστοιχα. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι τα στελέχη της αγοράστριας εταιρείας που αποκτά μια άλλη επιχείρηση με παρόμοια δραστηριότητα, να πιστεύουν ότι τα οφέλη από την εξαγορά, όπως για παράδειγμα μείωση του κόστους μέσω δημιουργίας οικονομιών κλίμακας, είναι πιο εύκολο να πραγματοποιηθούν σε τέτοιου είδους εξαγορές παρά σε Conglomerates. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, τα στελέχη να είναι διατεθειμένα να πληρώσουν υψηλότερο τίμημα για την υλοποίηση της εξαγοράς.

Ε) Παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος του τιμήματος εξαγοράς για τις Συγχωνεύσεις που η αγοράστρια εταιρεία χαρακτηρίζεται ως Glamour είναι μικρότερος συγκριτικά με τις εταιρείες που χαρακτηρίζονται ως Value (για τον πρώτο χρόνο ο μέσος είναι 76,594 για τις Glamour και 94,495 για τις Value, με την διαφορά να παραμένει περίπου ίδια και για τα υπόλοιπα χρόνια). Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία που λέει ότι οι μεγαλύτερες και ωριμότερες εταιρείες (Glamour) εξαγοράζουν αντίστοιχα μεγάλες εταιρείες σε σχέση με μικρότερες εταιρείες (Value). Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ο τρόπος που γίνεται ο διαχωρισμός. Στην εμπειρική μελέτη που πραγματοποιούμε τοποθετούμε τις εταιρείες σε αύξουσα με βάση το Market-to-Book ratio του Bidder και ως Glamour ονομάζουμε αυτές που ανήκουν στο μικρότερο 30% και ως Value τις εταιρείες που ανήκουν στο μεγαλύτερο 30%. Το υπόλοιπο 40% ονομάζεται Neutral. Σε άλλες μελέτες χωρίζουν το δείγμα ακριβώς στην μέση χωρίς δηλαδή να υπάρχει η κατηγορία Neutral. Με τον τρόπο αυτό αλλάζουν και τα δικά μας αποτελέσματα (ο μέσος των Glamour εταιρειών για τον πρώτο χρόνο είναι 124,1752 και 101,9116 για τις Value). Όπως προανέφερα εδώ χρησιμοποιούμε τον πρώτο τρόπο πιστεύοντας ότι είναι πιο σωστός.

Οι πίνακες 2,3, και 4 περιγράφουν για τις περιόδους i) ενός έτους ii) δύο ετών και iii) τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς αντίστοιχα, τον τρόπο με τον οποίο έγινε η πληρωμή του τιμήματος της εξαγοράς για κάθε είδος Συγχώνευσης & Εξαγοράς που περιγράψαμε παραπάνω αλλά και συνολικά για όλο το δείγμα μας. Θα αναφέρουμε τα ποσοστά μόνο για την πρώτη περίοδο (πίνακας 2) και οι πίνακες 2 απλώς θα παρατεθεί παρακάτω, διότι οι αλλαγές που γίνονται εξαιτίας της αφαίρεσης των εταιρειών που δεν συνεχίζουν την λειτουργία τους για ολόκληρη την περίοδο των τριών ετών μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Εξαγοράς, είναι πολύ μικρές και δεν αλλάζουν τα ποσοστά σχεδόν καθόλου. Έτσι, από τον πίνακα 2 παρατηρούμε τα εξής:

A) Οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές που χαρακτηρίζονται ως Conglomerate είναι περισσότερες από αυτές που χαρακτηρίζονται ως Related (56,36% έναντι 43,63% στο συνολικό δείγμα)

B) Τόσο οι συσχετισμένες όσο και οι ασυσχέτιστες Συγχωνεύσεις δίνουν περίπου τα ίδια αποτελέσματα όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η πληρωμή του αντίτιμου της εξαγοράς. 42,85% των Related χρησιμοποιούν μόνο μετρητά, 10,71% χρησιμοποιούν μόνο μετοχές και 46,42% κάποιον άλλον τρόπο, ενώ για τις Conglomerate τα ποσοστά είναι 48,38%, 7,37% και 44,23% αντίστοιχα.

Γ) Παρατηρούμε μια μικρή διαφοροποίηση στον τρόπο που γίνεται η πληρωμή όταν χωρίζουμε το δείγμα σε Glamour και Value εταιρείες. Οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται ως Glamour χρησιμοποιούν μόνο μετρητά στο 39,44% των περιπτώσεων, μόνο μετοχές στο 9,17% και κάποιον άλλο τρόπο στο 51,37%, ενώ οι Value εταιρείες 49,54%, 12,84% και 37,61% αντίστοιχα. Επειδή οι εταιρείες του δείγματος που χρηματοδοτούν την Συγχώνευση μόνο με ανταλλαγή μετοχών είναι μόλις 35, δεν μπορούμε να βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα από αυτό. Όμως βλέπουμε ότι το 60,55% των Glamour εταιρειών επιλέγει να χρησιμοποιήσει μετοχές για να καλύψει τουλάχιστον ένα

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τα ποσοστά των συγχωνεύσεων ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς, σε σχέση με το είδος που ανήκει η Σ&Ε και σε σχέση με όλα το δείγμα για τον πρώτο χρόνο μετά την εξαγορά. Ο πίνακας διαχωρίζει τις Συγχωνεύσεις & Εξαγορές με βάση των τρόπο που χρηματοδοτήθηκαν ως Cash χαρακτηρίζονται αυτές που χρηματοδοτήθηκαν αποκλειστικά με μετρητά, Stock αυτές που χρηματοδοτήθηκαν μόνο με ανταλλαγή μετοχών και mixed χαρακτηρίζονται όλες οι υπόλοιπες. Επιπλέον κατηγοριοποιούνται ανάλογα με το είδος τους ως Related όταν ο Bidder και ο Target έχουν ίδια τα δύο πρώτα ψηφία του SIC code και ως conglomerate όταν είναι διαφορετικά. Για τον διαχωρισμό σε value, glamour και mixed ταξινομούμε τις εταιρείες σε αύξουσα σειρά με βάση το δείκτη Market-to-Book του Bidder. Ως value χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις όπου ο Bidder ανήκει στο μικρότερο 30%, glamour όταν ανήκει στο μεγαλύτερο 30%.

	YEAR 1			
	All sample	Cash	Stock	Mixed
Related	43,63%	42,85%	10,71%	46,42%
All sample		18,70%	4,67%	20,25%
Conglomerate	56,36%	48,38%	7,37%	44,23%
All sample		27,27%	4,15%	24,93%
Glamour	30,00%	39,44%	9,17%	51,37%
All sample		11,16%	2,60%	14,54%
Value	30,00%	49,54%	12,84%	37,61%
All sample		14,02%	3,63%	10,64%

ΠΙΝΑΚΕΣ 3

Ο πίνακας 3 που ακολουθεί παρουσιάζουν τα ποσοστά των συγχωνεύσεων ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς, σε σχέση με το είδος που ανήκει η Σ&Ε και σε σχέση με όλα τα δείγμα για τον δεύτερο και τον τρίτο χρόνο μετά την εξαγορά. Ο πίνακας διαχωρίζει τις Συγχωνεύσεις & Εξαγορές με βάση των τρόπο που χρηματοδοτήθηκαν ως Cash χαρακτηρίζονται αυτές που χρηματοδοτήθηκαν αποκλειστικά με μετρητά, Stock αυτές που χρηματοδοτήθηκαν μόνο με ανταλλαγή μετοχών και mixed χαρακτηρίζονται όλες οι υπόλοιπες. Επιπλέον κατηγοριοποιούνται ανάλογα με το είδος τους ως Related όταν ο Bidder και ο Target έχουν ίδια τα δύο πρώτα ψηφία του SIC code και ως conglomerate όταν είναι διαφορετικά. Για τον διαχωρισμό σε value, glamour κ mixed ταξινομούμε τις εταιρείες σε αύξουσα σειρά με βάση το δείκτη Market-to-Book του Bidder. Ως value χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις όπου ο Bidder ανήκει στο μικρότερο 30%, glamour όταν ανήκει στο μεγαλύτερο 30%.

	YEAR 2			
	All sample	Cash	Stock	Mixed
Related	44,54%	40,64%	10,96%	48,38%
All sample		18,10%	4,88%	21,55%
Conglomerate	55,45%	46,63%	7,25%	46,11%
All sample		25,86%	4,02%	25,57%
Glamour	30,00%	38,00%	8,00%	54,00%
All sample		10,91%	2,29%	15,15%
Value	30,00%	46,00%	14,00%	40,00%
All sample		13,21%	4,02%	11,49%
	YEAR 3			
	All sample	Cash	Stock	Mixed
Related	44,19%	40,14%	12,40%	47,44%
All sample		17,74%	5,48%	20,96%
Conglomerate	55,80%	47,97%	7,51%	44,50%
All sample		26,77%	4,19%	24,83%
Glamour	30,00%	35,95%	10,11%	53,93%
All sample		10,32%	2,90%	15,48%
Value	30,00%	46,06%	14,60%	39,32%
All sample		13,22%	4,19%	11,29%

μέρος του τιμήματος εξαγοράς, ενώ στις Value το ποσοστό αυτό είναι αρκετά μικρότερο 50,45%. Αυτό υποστηρίζει μάλλον, αν και με κάποιες επιφυλάξεις λόγω της μικρής διαφοράς, τη θεωρία που αναφέρει ότι οι μάνατζερς των Glamour εταιρειών προτιμούν την ανταλλαγή μετοχών διότι γνωρίζουν ότι η μετοχή τους είναι υπερτιμημένη σε σχέση με τους μάνατζερς των Value εταιρειών χρησιμοποιούν περισσότερο μετρητά.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιήσουμε για τον υπολογισμό των υπέρ-αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών μετά από μια συγχώνευση είναι η Calendar-Time Portfolio Approach που πρωτοχρησιμοποιήθηκε από τον Jaffe και τον Mandelker το 1974, προτείνεται έντονα από τον Fama (1998) και τους Mitchell και Stafford (2000), κυρίως επειδή λαμβάνει υπόψη αυτόματα την συσχέτιση των αποδόσεων των εταιρειών, ενώ η μεθοδολογία των BHARs υποθέτει ανεξαρτησία. Για τον υπολογισμό της υπέρ-απόδοσης χρησιμοποιούμε δυο διαφορετικά μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων ως benchmarks α) το τριπαραγοντικό υπόδειγμα παραγωγής αναμενόμενων αποδόσεων των Fama-French (1993) και β) το Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Για κάθε μήνα της περιόδου που ελέγχουμε, υπολογίζουμε την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου το οποίο κατασκευάζεται με τέτοιο τρόπο, ώστε να περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος μας, οι οποίες συμμετείχαν σε μια συγχώνευση/εξαγορά τα προηγούμενα τρία χρόνια. Κάθε μήνα γίνεται rebalancing του χαρτοφυλακίου, δηλαδή επαναπροσδιορίζεται το χαρτοφυλάκιο ώστε να αφαιρούνται οι εταιρείες που δεν πληρούν πλέον το παραπάνω κριτήριο και να προστεθούν αυτές που μόλις εκτέλεσαν μια εξαγορά. Μετά χρησιμοποιούμε την απόδοση που βρήκαμε και τρέχουμε τις παρακάτω Calendar-Time Portfolio Regressions (CTPR), ανάλογα με το μοντέλο που χρησιμοποιούμε ως benchmark:

$$A) R_{p,t} - R_{f,t} = a_p + \beta_p(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_pSMB_t + h_pHML_t + e_{p,t}$$

και

$$B) R_{pt} - R_{ft} = a_p + (R_{mt} - R_{ft}) \beta_p + e_{pt}$$

όπου τα σύμβολα που χρησιμοποιούνται είναι τα εξής:

$R_{p,t}$ είναι η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου που δημιουργήσαμε,

$R_{f,t}$ είναι η μηνιαία απόδοση χωρίς κίνδυνο (risk free rate),

$R_{m,t}$ είναι η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς,

SMB_t είναι η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των χαρτοφυλακίων των μικρών και των μεγάλων μετοχών,

HML_t είναι η διαφορά των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων με υψηλό Book-to-Market ratio και αυτών με μικρό Book-to-Market ratio.

Η κατασκευή των SMB_t και HML_t χαρτοφυλακίων περιγράφεται αναλυτικά στο άρθρο των Fama και French (1993), και είναι έξω από τον σκοπό της εργασίας η ανάλυση του τρόπου κατασκευής τους. Στο σημείο αυτό θέλω να ευχαριστήσω την κ. Τζήλου, η οποία μας παραχώρησε ευγενικώς τα χαρτοφυλάκια του μεγέθους (SMB) και M/B ratios (HML) για το σύνολο των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου τα οποία χρησιμοποίησε για την μεταπτυχιακή της διατριβή, τα οποία στη συνέχεια χρησιμοποιήσαμε εμείς για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων σύμφωνα με το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama & French. Για risk-free χρησιμοποιήθηκε το U.K three-month Treasury Bill και για τον market index χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης FTSE ALL-SHARE. Η παλινδρόμηση υπολογίζει εκτιμητές για τις παραμέτρους α_p , β_p , s_p , h_p , $e_{p,t}$. Η παράμετρος alpha παρέχει ένα τεστ της μηδενικής υπόθεσης ότι η μέση μηνιαία υπέρ-απόδοση του δείγματος που χρησιμοποιήσαμε είναι μηδέν. Εάν το α είναι θετικό τότε το δείγμα μας πραγματοποίησε θετική υπέρ-απόδοση, ενώ αν είναι αρνητικό τότε πραγματοποίησε αντίστοιχα αρνητική απόδοση.

Επιπλέον χρησιμοποιούμε και μια δεύτερη μεθοδολογία υπολογισμού των υπερ-αποδόσεων, την Mean Calendar Time Abnormal Returns (MCTARs), η οποία εφαρμόζεται κυρίως για να ελέγξουμε το πόσο ισχυρά και έγκυρα είναι τα παραπάνω αποτελέσματα. Είναι στο ίδιο πνεύμα με την προηγούμενη μέθοδο. Η CTAR είναι η υπέρ-απόδοση της εταιρείας i του δείγματος μας που έχει ολοκληρώσει μια συγχώνευση τρία χρόνια πριν και υπολογίζεται ως εξής:

$$CTAR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

όπου τα σύμβολα που χρησιμοποιούνται είναι τα εξής:

$R_{i,t}$ είναι η απόδοση της μετοχής i τον μήνα t ,

$R_{m,t}$ είναι η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς,

Μετά για κάθε μήνα t υπολογίζουμε την μέση απόδοση όλων των εταιρειών ως εξής:

$$CTAR_t = \sum_{i=1}^n w_{i,t} CTAR_{i,t}$$

Το $w_{i,t}$ αλλάζει ανάλογα με τον χρησιμοποιούμε ίση στάθμιση ή στάθμιση ανάλογα με την αγοραία αξία των εταιριών και το n είναι ο αριθμός των εταιρειών στο μήνα t . Όπως και στην πρώτη μέθοδο, έτσι και σε αυτήν γίνεται rebalancing κάθε μήνα ώστε να αφαιρούνται οι εταιρείες για τις οποίες πέρασαν τρία από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς και να προστεθούν αυτές που μόλις πραγματοποίησαν μια εξαγορά.

Τέλος υπολογίζουμε την μέση απόδοση όλων των εταιρειών i για όλους τους μήνες t ,

$$MCTAR = (1/T) \sum CTAR_t$$

Όπου T είναι ο συνολικός αριθμός των ημερολογιακών μηνών.

5 .ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης όσον αφορά στην συνολική απόδοση των αγοραστριών εταιρειών για ένα, δύο και τρία χρόνια μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Επιπλέον, θα προσπαθήσουμε να βρούμε ποιά χαρακτηριστικά της Συγχώνευσης καθορίζουν την ύπαρξη ή όχι υπερ-απόδοσης. Για τον λόγο αυτό θα εξετάσουμε το δείγμα μας ως προς τον τρόπο πληρωμής του αντιτίμου της εξαγοράς, ως προς τον δείκτη Market-to-Book του Bidder και ως προς το εάν η εξαγοραζόμενη εταιρεία ανήκει στον ίδιο ή σε διαφορετικό κλάδο με την αγοράστρια εταιρία.

5.1. Μακροπρόθεσμη απόδοση μετά από Συγχώνευση & Εξαγορά

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας που πραγματοποιήσαμε δεν συνάδουν πλήρως με το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας, το οποίο υποστηρίζει ότι οι μακροχρόνιες αποδόσεις (για ένα, δύο, τρία έτη μετά το συμβάν) των εταιρειών που ολοκληρώνουν μια Συγχώνευση & Εξαγορά είναι στην πλειοψηφία τους αρνητικές. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 4. Παρατηρούμε ότι όταν χρησιμοποιούμε ως benchmark για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης χωρίς την επίδραση του γεγονότος το τριπαραγοντικό μοντέλο των Fama και French (3-Factor Model), η μέση μηνιαία απόδοση του δείγματος (CAAR) είναι αρνητική μόνο για τα δύο πρώτα έτη μετά την Εξαγορά. Συγκεκριμένα για το πρώτο έτος η μέση μηνιαία απόδοση είναι -0,17%, για το δεύτερο είναι -0,09% ενώ για την περίοδο των τριών ετών η απόδοση είναι +0,23%. Σε καμία όμως από τις περιόδους που εξετάσαμε τα

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Ο πίνακας παραθέτει μέσες μηνιαίες υπερ-αποδόσεις (alphas) για τις αγοράστριες εταιρείες για τις περιόδους i) ενός έτους ii) δύο ετών και iii) τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Για τον υπολογισμό των υπερ-αποδόσεων χρησιμοποιούμε δύο διαφορετικά μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων, το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama-French και το CAPM. Στον πίνακα επίσης αναφέρονται ο αριθμός των εταιρειών που αποτελεί το δείγμα μας για κάθε μια από τις παραπάνω περιόδους, όπου εξαιτίας του survivorship bias το δείγμα αλλάζει κάθε χρόνο, καθώς αναφέρονται επίσης και τα t-statistics από τις παλινδρομήσεις, όπου a,b,c αντοηροσωπεί στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε επίπεδο 1,5, και 10 τοις εκατό αντίστοιχα.

	YEAR 1	YEAR 2	YEAR 3
	n=385	N=348	n=310
Fama - French	-0,17%	-0,09%	0,23%
t-statistics	-0,91	-0,55	1,29
CAPM	-0,59%	0,23%	0,05%
t-statistics	-2,04 ^b	0,74	0,19

αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά. Χρησιμοποιώντας ως benchmark το Capital Asset Pricing Model (CAPM), αρνητική μέση μηνιαία απόδοση και μάλιστα στατιστικά σημαντική βρήκαμε μόνο για την ενός έτους μετά την εξαγορά της τάξης του $-0,59\%$. Για τις περιόδους δύο και τριών ετών η απόδοση που υπολογίσαμε είναι $0,23\%$ και $0,05\%$ αντίστοιχα αλλά χωρίς να είναι στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν με βάση το CAPM είναι λιγότερο έγκυρα σε σχέση και συνήθως μεγαλύτερα από αυτά που προκύπτουν με την χρήση του 3-Factor Model, επειδή δεν προσαρμόζει τις αποδόσεις με βάση το μέγεθος και το δείκτη Book-to-Market και τα χρησιμοποιούμε κυρίως για να ελέγξουμε και για να επιβεβαιώσουμε τα αποτελέσματα από το μοντέλο των Fama και French.

5.2. Μακροπρόθεσμη απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών με βάση τον τρόπο πληρωμής

Η πλειοψηφία της σύγχρονης βιβλιογραφίας υποστηρίζει ότι η μέθοδος με την οποία γίνεται η πληρωμή του τιμήματος της εξαγοράς είναι ένας σημαντικότερος παράγοντας που καθορίζει την απόδοση της χρηματιστηριακής τιμής της αγοράστριας εταιρείας. Και αυτό γιατί η αγορά λαμβάνει ένα σήμα αναφορικά με την αξία της αγοράστριας εταιρείας. Όταν η πληρωμή γίνεται μόνο με ανταλλαγή μετοχών οι managers μπορεί να πιστεύουν ότι η μετοχή της εταιρείας τους είναι υπερτιμημένη οπότε το πραγματικό κόστος της χρηματοδότησης είναι μικρότερο. Όταν η πληρωμή γίνεται μόνο με μετρητά η αγορά το λαμβάνει ως θετικό νέο. Έτσι η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι οι εταιρείες που χρησιμοποιούν μετρητά πραγματοποιούν καλύτερες μακροχρόνιες αποδόσεις συγκριτικά με αυτές που χρησιμοποιούν μόνο μετοχές, ενώ οι αποδόσεις των εταιρειών που χρησιμοποιούν κάποιον άλλο τρόπο (μεικτή προσφορά) βρίσκονται ανάμεσα στις δύο προηγούμενες. Τα

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Ο πίνακας παραθέτει μέσες μηνιαίες υπερ-αποδόσεις (alphas) για τις αγοράστριες εταιρείες για τις περιόδους i) ενός έτους ii) δύο ετών και iii) τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Οι αγοράστριες διαχωρίζονται σε τρεις κατηγορίες αναλογα με τον τρόπο που έγινε πληρωμή του αντιτίμου της εξαγοράς. Οι κατηγορίες είναι α) pure cash, όταν η αγοράστρια εταιρεία χρησιμοποίησε μόνο μετρητά, β) pure stock, όταν έγινε μόνο με ανταλλαγή μετοχών και γ) mixed, όταν η πληρωμή έγινε με οποιοδήποτε άλλο τρόπο. Για τον υπολογισμό των υπερ-αποδόσεων χρησιμοποιούμε δύο διαφορετικά μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων, το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama-French και το CAPM και τα t-statistics από τις παλινδρομήσεις, όπου α,β,γ αντοπροσωπεύει στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε επίπεδο 1,5, και 10 τοις εκατό αντίστοιχα.

	Cash	Stock	Mixed
YEAR 1			
Fama - French	2.30E-05% (0,007)	-0,79% (-0,95)	-0,25% (-0,87)
CAPM	-0,22% (-0,64)	-1,28% (-1,44)	-0,74% (-2,03)
YEAR 2			
Fama - French	6.91E-05% (0,02)	-0,72% (-1,17)	-0,08% (-0,41)
CAPM	-0,06% (-0,20)	-0,92% (-1,50)	0,16% (0,51)
YEAR 3			
Fama - French	0,16% (0,66)	-0,55% (-1,26)	0,16% (0,69)
CAPM	0,21% (0,76)	-0,37% (-0,82)	-0,07% (-0,20)

αποτελέσματα που βρήκαμε παρατίθενται στον πίνακα 5 και συμφωνούν απόλυτα με τα παραπάνω. Για το πρώτο έτος μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, με βάση το 3-Factor Model, η μέση μηνιαία απόδοση των εταιρειών που χρησιμοποίησαν μόνο μετρητά είναι σχεδόν μηδενική, αυτών που χρησιμοποίησαν μόνο μετοχές είναι -0,79% και στις μεικτές προσφορές η απόδοση είναι -0,25%. Στην ίδια κατεύθυνση είναι και τα αποτελέσματα που προκύπτουν με βάση το CAPM απλώς είναι μεγαλύτερα σε μέγεθος. Και στις δύο όμως περιπτώσεις τα αποτελέσματα είναι μη στατιστικά σημαντικά. Για το διάστημα δύο ετών μετά την εξαγορά με βάση το 3-Factor Model τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν και πάλι την βιβλιογραφία απλώς αλλάζουν ελάχιστα σε μέγεθος σε σχέση με πριν. Για το διάστημα τριών ετών μετά την εξαγορά οι εταιρείες που πλήρωσαν με μετρητά παρουσίασαν μέση μηνιαία απόδοση 0,16%, αυτές που προσέφεραν μετοχές είχαν απόδοση -0,55% και αυτές που έκαναν μεικτή προσφορά είχαν επίσης απόδοση 0,16%. Κανένα όμως από αυτά τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Προφανώς οι εταιρείες που επέζησαν και έκαναν μεικτές προσφορές το μεγαλύτερο μέρος του τιμήματος το πλήρωσαν με μετρητά και όχι με μετοχές. Τα αριθμητικά αποτελέσματα με βάση το CAPM δεν θα τα παραθέσω αναλυτικά, αλλά παρατίθεντο στον πίνακα 5 και υποστηρίζουν, όπως προανέφερα, σχεδόν πλήρως την βιβλιογραφία και τα αποτελέσματα με βάση το 3-Factor Model.

5.3. Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών με βάση των δείκτη Market-to-Book

Ένας ακόμη παράγοντας που έχει βρεθεί ότι επηρεάζει την μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών είναι ο δείκτης Market-to-Book της εξαγοράστριας εταιρείας. Οι εταιρείες με υψηλό δείκτη είναι έχουν παρουσιάσει υψηλές αποδόσεις τα τελευταία χρόνια, γεγονός που οδηγεί τους managers αυτών των

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Ο πίνακας παραθέτει τις μέσες μηνιαίες υπερ-αποδόσεις (alphas) για τις αγοράστριες εταιρείες για τις περιόδους i) ενός έτους ii) δύο ετών και iii) τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Οι αγοράστριες διαχωρίζονται σε τρεις κατηγορίες αναλογα με τον δείκτη Market-to-Book της αγοράστριας εταιρείας ένα μήνα πριν την εξαγορά. ταξινομούμε τις εταιρείες σε αύξουσα σειρά με βάση το δείκτη Market-to-Book του Bidder. Ως value χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις όπου ο Bidder ανήκει στο μικρότερο 30%, glamour όταν ανήκει στο μεγαλύτερο 30%. Για τον υπολογισμό των υπερ-αποδόσεων χρησιμοποιούμε δύο διαφορετικά μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων, το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama-French και το CAPM. και τα t-statistics από τις παλινδρομήσεις, όπου a,b,c αντιστοιχούν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε επίπεδο 1,5, και 10 τοις εκατό αντίστοιχα.

	Glamour	Value	Neutral
YEAR 1			
Fama - French	-0,13% (-0,33)	0,12% (0,42)	-0,67% (-2,25 ^b)
CAPM	-0,10% (-1,95 ^b)	0,12% (0,35)	0,12% (0,38)
YEAR 2			
Fama - French	-0,17% (-0,58)	0,04% (0,16)	-0,46% (-1,55)
CAPM	-0,23% (-0,84)	-0,60% (-2,26 ^b)	-0,60% (-2,26 ^b)
YEAR 3			
Fama - French	0,21% (0,81)	0,14% (0,57)	-0,09% (-0,30)
CAPM	-0,21% (-0,56)	0,17% (0,59)	-0,04% (-0,13)

εταιρειών να είναι υπερβολικά αισιόδοξοι όσον αφορά τα οφέλη από την εξαγορά και οδηγούνται σε λανθασμένες αποφάσεις που μακροχρόνια μειώνουν την αξία της μετοχής. Αντίθετα εταιρείες με μικρό Market-to-Book ratio είναι συνήθως μικρού μεγέθους και είναι πολύ προσεκτικές πριν προχωρήσουν σε μια Συγχώνευση, γιατί αν κάνουν λάθος τότε κινδυνεύει η συνέχιση της λειτουργία της ίδιας της εταιρείας. Έτσι, το γνωστό extrapolation hypothesis που εισήγαγαν οι Rau & Vermaelen (1998) υποστηρίζει ότι η μακροχρόνια απόδοση των εταιριών με υψηλό Market-to-Book (Glamour) ratio παρουσιάζουν χειρότερες αποδόσεις συγκριτικά με αυτές που έχουν χαμηλό δείκτη (Value) πριν την εξαγορά.

Στον πίνακα 6 στην παραπάνω σελίδα παρατίθενται τα αποτελέσματα με βάση τον διαχωρισμό των εταιριών σε Glamour και Value με βάση το Market-to-Book ratio. Η μέση μηνιαία απόδοση με βάση το 3-Factor Model για την περίοδο ενός και δύο ετών μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς για τις Glamour εταιρείες είναι -0,13% και -0,17% αντίστοιχα, ενώ για τις Value εταιρείες 0,12% και 0,04%. Όπως παρατηρούμε, τα αποτελέσματα αυτά, αν και δεν είναι στατιστικά σημαντικά, υποστηρίζουν την extrapolation hypothesis. Για το χρονικό διάστημα τριών ετών μετά την εξαγορά βλέπουμε ότι οι Glamour εταιρείες έχουν απόδοση 0,21%, δηλαδή λίγο υψηλότερη απόδοση από τις Value εταιρείες που έχουν 0,14%. Τα αποτελέσματα με βάση το CAPM ως benchmark, υποστηρίζουν την extrapolation hypothesis για το χρονικό διάστημα ενός και τριών ετών μετά την Συγχώνευση αλλά όχι για το διάστημα των δύο ετών. Όμως και με αυτό το μοντέλο τα αποτελέσματα δεν παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα.

5.4. Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών με βάση την βιομηχανική διαφοροποίηση.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία υπάρχει διάσταση απόψεων αναφορικά με την απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών, όπου η εξαγοράστρια και η εξαγοραζόμενη εταιρεία δραστηριοποιούνται στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι οι οριζόντιες (ίδιο κλάδο) συγχωνεύσεις δημιουργούν μεγαλύτερη αξία σε σχέση με τις κάθετες (διαφορετικό κλάδο), επειδή τα στελέχη της εξαγοράστριας εταιρείας είναι εξοικιωμένες με το αντικείμενο λειτουργίας της αγοραζόμενης εταιρείας και είναι σε θέση να πάρουν τις κατάλληλες αποφάσεις ώστε να κερδίσουν τα μέγιστα δυνατά οφέλη από τις συνέργειες που δημιουργεί η Συγχώνευση. Το αντίθετο ακριβώς ισχυρίζονται ότι ισχύει στις περιπτώσεις που η Συγχώνευση χαρακτηρίζεται ως κάθετη. Υπάρχει όμως και κάποιος που δεν συμμερίζονται την άποψη αυτή και υποστηρίζουν ότι δεν παίζει σημαντικό ρόλο αυτή η παράμετρος στον καθορισμό των μακροχρόνιων αποδόσεων.

Στον πίνακα 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα με βάση των παραπάνω διαχωρισμό. Παρατηρούμε ότι με την χρήση του μοντέλου των Fama και French, οι ασυσχέτιστες Συγχωνεύσεις παρουσιάζουν καλύτερη μέση μηνιαία απόδοση συγκριτικά με τις συσχετισμένες για την περίοδο ενός και δύο ετών από την εξαγορά. Πιο συγκεκριμένα οι πρώτες παρουσιάζουν για τον πρώτο και για τον δεύτερο χρόνο απόδοση της τάξης του -0,11% και -0.09% αντίστοιχα ενώ οι συσχετισμένες -0,27% και -0,22% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα με βάση το CAPM συμπίπτουν με τα παραπάνω με την διαφορά ότι είναι μεγαλύτερα σε μέγεθος. Όσον αφορά την περίοδο των τριών ετών μετά την εξαγορά, το CAPM δίνει ξανά καλύτερη μέση απόδοση στις κάθετες Συγχωνεύσεις της τάξης του 0,12% έναντι -0,07% στις οριζόντιες. Με βάση όμως το 3-Factor Model, του οποίου τα

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Ο πίνακας παραθέτει μέσες μηνιαίες υπερ-αποδόσεις (alphas) για τις αγοράστρειες εταιρείες για τις περιόδους i) ενός έτους ii) δύο ετών και iii) τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Οι εταιρείες κατηγοριοποιούνται ανάλογα με το είδος τους ως Related, όταν ο Bidder και ο Target έχουν ίδια τα δύο πρώτα ψηφία του SIC code και ως conglomerate όταν είναι διαφορετικά. Για τον υπολογισμό των υπερ-αποδόσεων χρησιμοποιούμε δύο διαφορετικά μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων, το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama-French και το CAPM. Στον πίνακα επίσης αναφέρονται τα t-statistics από τις παλινδρομήσεις, όπου a,b,c αντοπροσωπεύει στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε επίπεδο 1,5, και 10 τοις εκατό αντίστοιχα.

	Conglomerate	Related
YEAR 1		
Fama - French	-0,11% (-0,44)	-0,27% (-1,08)
CAPM	-0,33% (-1,00)	-0,82% (-2,46 ^b)
YEAR 2		
Fama - French	-0,09% (-0,41)	-0,22% (-1,15)
CAPM	-0,23% (-0,84)	-0,60% (-2,26)
YEAR 3		
Fama - French	0,10% (0,43)	0,20% (1,00)
CAPM	0,12% (0,42)	-0,07% (-0,25)

αποτελέσματα θεωρούνται εγκυρότερα οι συσχετισμένες Συγχωνεύσεις πραγματοποιούν μέση μηνιαία απόδοση 0,20%, ενώ οι ασυσχέτιστες 0,10%. Και πάλι όμως τα αποτελέσματα είναι μη στατιστικά σημαντικά εκτός από την απόδοση που δίνεται με βάση το CAPM για τις Συσχετισμένες Συγχωνεύσεις για την περίοδο ενός και δύο ετών μετά την εξαγορά.

5.5 Μακροχρόνια απόδοση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών σύμφωνα με την μέθοδο Calendar-Time Mean Abnormal Return Approach (CTMAR).

Σε αυτήν την παράγραφο παραθέτουμε τα αποτελέσματα που υπολογίσαμε χρησιμοποιώντας την μέθοδο Calendar-Time Mean Abnormal Return Approach (CTMAR). Όπως αναφέραμε και στην Μεθοδολογία, είναι παραπλήσια με την μέθοδο που εφαρμόσαμε παραπάνω, την calendar-time-portfolio regressions (CTPR), και χρησιμοποιείται κατά κάποιον τρόπο ως μέτρο ελέγχου των αποτελεσμάτων της CTPR. Τα αποτελέσματα της μεθόδου CTMAR παρατίθενται στον πίνακα 8.

Όπως βλέπουμε, τα αποτελέσματα έρχονται σε απόλυτη συμφωνία με αυτά της μεθόδου calendar-time-portfolio regressions (CTPR), τα οποία αναλύσαμε διεξοδικά στις παραπάνω παραγράφους και για τον λόγο αυτό δεν θα προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση του πίνακα 8, γεγονός που τα επικυρώνει και τα ενισχύει ακόμα περισσότερο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Ο πίνακας παραθέτει μέσες μηνιαίες υπερ-αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες για τις περιόδους i) ενός έτους ii) δύο ετών και iii) τριών ετών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Το δείγμα χωρίζεται σε τρία διαφορετικά υποσύνολα με βάση την Μέθοδο Πληρωμής, την Βιομηχανική διαφοροποίηση του bidder και του target και με βάση τον δείκτη Market-to-Book της αγοράστριας εταιρείας. Για τον υπολογισμό των υπερ-αποδόσεων χρησιμοποιούμε την μέθοδο Calendar-Time Mean Abnormal Return Approach (CTMAR). Στον πίνακα αναφέρονται επίσης μέσα στις παρενθέσεις και τα t-statistics, όπου a,b,c αντιπροσωπεύει στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε επίπεδο 1,5, και 10 τοις εκατό αντίστοιχα.

	YEAR 1	YEAR 2	YEAR 3
Cash	-0,20% (-0,55)	0,08% (0,25)	0,27% (0,89)
Stock	-0,95% (-1,64)	-1,12% (-2,2)	-0,06% (-0,15)
Mixed	-0,57% (-1,5)	-0,27% (-0,85)	0,05% (0,15)
Value	0,15% (0,45)	0,20% (0,65)	0,32% (0,99)
Glamour	-0,62% (-1,23)	-0,42% (-1,05)	-0,15% (-0,43)
Neutral	-0,78% (-1,83)	-0,30% (-0,71)	0,14% (0,41)
Related	-0,70% (-2,04)	-0,38% (-1,31)	0,01% (0,05)
Conglomerate	-0,25% (-0,68)	-0,08% (-0,26)	0,25% (0,77)
All	-0,49% (-1,63)	-0,21% (-0,80)	0,15% (0,56)

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην εργασία εξετάζεται η αποδοτικότητα των Συγχωνεύσεων & εξαγορών για ένα, δύο και τρία χρόνια μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της. Ως μέτρο υπολογισμού της αποδοτικότητας χρησιμοποιούμε την τιμή της μετοχής της αγοράστριας εταιρείας. Η περίοδος που εξετάζεται είναι από τις 1/1/1991 έως 31/12/2000 και το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η μέθοδος που εφαρμόζεται για τον υπολογισμό των υπερ-αποδόσεων είναι η Calendar-Time-Portfolio-Regression και για λόγους σύγκρισης χρησιμοποιούμε δύο διαφορετικά μοντέλα υπολογισμού αναμενόμενων αποδόσεων, το 3-Factor Model των Fama, French και το CAPM καθώς επίσης και η μεθοδολογία Mean Calendar Time Abnormal Returns (MCTARs) για την επαλήθευση των παραπάνω αποτελεσμάτων.

Μέχρι στιγμής, οι ερευνητές δεν φαίνεται να μπορούν να καταλήξουν σε ένα κοινό συμπέρασμα αναφορικά με την ύπαρξη αρνητικής ή θετικής επίδρασης των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην τιμή της μετοχής του Bidder σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Τα αποτελέσματα ποικίλουν ανάλογα με την χρονική περίοδο που εξετάζεται, την μέθοδο που εφαρμόζεται, τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται ως benchmark, τους περιορισμούς που θέτουμε για την εύρεση του δείγματός και άλλα. Τα αποτελέσματα της δικής μας έρευνας δεν μπορούν να ξεκαθαρίσουν την κατάσταση. Δείχνουν ότι για χρονική περίοδο ενός και δύο ετών μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Εξαγοράς η αγοράστρια εταιρεία παρουσιάζει αρνητικές αποδόσεις, οι οποίες όμως γίνονται θετικές όταν ο χρονικός ορίζοντας γίνεται τρία χρόνια. Το πρόβλημα όμως είναι ότι και για τις τρεις περιόδους το

αποτέλεσμα είναι στατιστικά μη σημαντικό, οπότε ερμηνεύουμε τα αποτελέσματα αυτά με μεγάλη επιφύλαξη.

Επίσης, τα αποτελέσματα που βρήκαμε, παρέχουν μερική υποστήριξη στην Extrapolation Hypothesis. Δηλαδή οι Value εταιρείες (χαμηλό Market-to-Book ratio) επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις από τις Glamour εταιρείες (υψηλό Market-to-Book ratio). Όμως και πάλι τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Το ίδιο ακριβώς ισχύει και για το Method of Payment (τρόπος πληρωμής). Οι εταιρείες που πληρώνουν το αντίτιμο της εξαγοράς μόνο με μετρητά παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που πληρώνουν μόνο με ανταλλαγή μετοχών. Τα αποτελέσματα κινούνται προς την κατεύθυνση που υποστηρίζει η πλειοψηφία των ερευνητών, αλλά και πάλι πρέπει να είμαστε προσεκτικοί γιατί τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Όσο αφορά στον διαχωρισμό του δείγματος σε συσχετισμένες και ασυσχέτιστες οι πρώτες παρουσίασαν μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις για τον πρώτο και για τα δύο πρώτα χρόνια μετά την ολοκλήρωση της Συγχώνευσης. Για την περίοδο όμως τριών ετών το αποτέλεσμα αντιστράφηκε και οι Συσχετισμένες παρουσίασαν υψηλότερες θετικές αποδόσεις συγκριτικά με τις Ασυσχέτιστες, που έρχεται σε συμφωνία με την υπάρχουσα θεωρία των συνεργειών. Και πάλι όμως τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά και χρειάζεται προσοχή στην ερμηνεία τους.

Ανακεφαλαιώνοντας, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εργασίας δεν επιβεβαιώνεται η ύπαρξη αρνητικών μετοχικών αποδόσεων για μακροχρόνιο ορίζοντα μετά την εξαγορά για την αγοράστρια εταιρεία. Δεν μπορούμε όμως να τις απορρίψουμε τελείως, όχι μόνο εξαιτίας των προβλημάτων που παρουσιάζει η μεθοδολογία που χρησιμοποιήσαμε, προβλήματα άλλωστε έχουν όλες οι μεθοδολογίες υπολογισμού των υπερ-αποδόσεων, αλλά επιπλέον επειδή το τελευταίο διάστημα κάποιοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι ο βασικός

κορμός όλων των μελετών, δηλαδή το event-study, δεν είναι σωστός τρόπος για την εύρεση αποδόσεων μετά από ένα επιχειρηματικό γεγονός. Οπότε το να απορρίψει κάποιος την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς είναι κάτι πολύ δύσκολο και κυρίως, όπως αναφέρει και ο Fama (1998), εφόσον δεν υπάρχει άλλη εναλλακτική πρόταση για την λειτουργία των αγορών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe, and Gershon N. Mandelker, 1992, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly," *Journal of Finance*, 47: p. 1605-1621.

Anderson, Christopher and Gershon, Mandelker, 1993, "Long Run Return Anomalies and the Book-to-Market Effect: Evidence on Mergers and IPOs," unpublished paper, Joseph M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh.

Asquith, Paul, 1983, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 11: p. 51-83.

Aw, M.S.B., and Chatterjee, R.A., 2004, "The performance of UK firms acquiring Shareholder Wealth: Tests of the Synergy and Internalisation Hypothesis," *Journal of Banking and Finance*, 20, p. 1559-1582.

Barber, Brad M. and John D. Lyon, 1997, "Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, 43: p. 341-372.

Barnes, Paul, 1984, "The Effect of a Merger on the Share Price of the Attacker, Revisited," *Accounting and Business Research*, 15: p. 45-49.

Bradley, Michael and Gregg A. Jarrell, 1988, "Comment," in John C. Coffee, Louis Lowenstein, Jr. and Susan Rose-Ackerman, editors,

"Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover,"
New York: Oxford University Press.

Brav A, Gompers Paul A., 1997, "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and non-venture Capital-Backed Companies," *The Journal of Finance*, 52, p. 1791-1821.

Conn R., Cosh A., Guest P., Hughes A., 2005, "The Impact of the UK acquirers of Domestic, Cross-Border, Public and private Acquisitions," *Journal of Business Finance and Accounting*, p. 815-870.

Dimson, Elroy and Paul Marsh, 1986, "Event Study Methodologies and the Size Effect: The Case of UK Press Recommendations," *Journal of Financial Economics*, 17: p. 113-142.

Dodds, J.C. and J.P. Quek, 1985, "Effect of Mergers on the Share Price Movement of the Acquiring Firms: A UK Study," *Journal of Business Finance and Accounting*, 12: p. 285-296.

Fama, Eugene F., 1998, "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, 49: p. 283-306.

Fama, Eugene F. and James D. MacBeth, 1973, "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, 81: p. 607-636.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47: p. 427-465.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 33: p. 3-56.

Fama, Eugene F and Michael C. Jensen, 1983, "Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution," *Journal of Law and Economics*, 26, p. 301-325.

Franks, Julian R., Robert S. Harris, and Colin Mayer, 1988, "Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States," in Alan J. Auerbach, editor, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press.

Franks, Julian, Robert Harris and Sheridan Titman, 1991, "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 29: p. 81-96.

Gregory, Alan, 1997, "An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms," *Journal of Business Finance and Accounting*, 24: p. 971-1002

Gregory, A., and McCorrison, S., 2004, "Foreign Acquisitions by UK Limited Companies: Long-run Performance in the US, Continental Europe and the Rest of the World," *Working Paper, School of Business and Economics, University of Exeter*.

Grinblatt, Mark and Sheridan D. Titman, 1989, "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings," *Journal of Business*, 62: p. 393-416.

Hovers J, 1973, "Expansion through acquisition, *London: Business Books Ltd*.

Ibbotson, Roger G., 1975, "Price Performance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics*, 2: p. 235-272.

Kennedy, V.A. and R.J. Limmack, 1996, "Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control," *Journal of Business Finance and Accounting*, 23: p. 267-285.

Kothari, S.P. and Jerold B. Warner, 1997, "Measuring Long-Horizon Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, 43: p. 301-340.

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1994, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," *Journal of Finance*, 49: p. 1541-1578.

Lehmann, Bruce N. and David M. Modest, 1987, "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons," *Journal of Finance*, 42: p. 233-265.

Loderer, Claudio and Kenneth Martin, 1992, "Post acquisition Performance of Acquiring Firms," *Financial Management*, 21: p. 69-79.

Magenheim, Ellen B. and Dennis C. Mueller, 1988, "Are Acquiring-Firm Shareholders Better off after an Acquisition," in John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman, editors, *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York: Oxford University Press.

Malatesta, Paul H., 1983, "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 11: p. 155-181.

Mandelker, Gershon, 1974, "Risk and Return: The Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 1: p. 303-335.

Marianna, Tzilou, 2006, "The long-run post-acquisition performance of acquiring firms: Is there a Puzzle? UK evidence," *University of Durham*.

Mitchell, Mark L. and Erik Stafford, 1998, "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance," working paper, Harvard Business School.

Rau, P. Raghavendra and Theo Vermaelen, 1998, "Glamour, Value and the Post - Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 49: p 223-253.

Roll, Richard, 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 59: p. 197-216.

ГАНЕПТИЧНО ТЕПЛА