

2008



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

Διπλωματική Εργασία Με Θέμα: Η εξέταση των
μηνιαίων μετοχικών αποδόσεων των αγοραστριών
εταιρειών σε 5 ευρωπαϊκές χώρες κατά την χρονική
περίοδο μετά την ολοκλήρωση των εξαγορών.

Επιβλέπων καθηγητής: Δημήτριος Αθ. Κυριαζής

Επιμέλεια εργασίας: Παπαρούτης Θεόδωρος
Αρ. Μητρώου: ΜΧΡΗ 0634
9/1/2008



Περιεχόμενα

Περιεχόμενα	2
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	4
Κεφάλαιο 2: Επισκόπηση Βιβλιογραφίας	9
Α. Εξαγορά εισηγμένων – μη εισηγμένων εταιρειών: Γιατί έχει σημασία?	10
Α1. <i>The managerial motive hypothesis</i>	10
Α2. <i>The liquidity hypothesis</i>	11
Α3. <i>The bargaining power hypothesis</i>	11
Β. Παράγοντες που επηρεάζουν τα <i>premiums</i> των εξαγορών.	12
Β1. Εξαγορές σε βιομηχανικούς κλάδους υψηλής τεχνολογίας	12
Β2. Έγκυστες' αγορές εξαγορών για ιδιωτικές εταιρείες.....	13
Β3. Η αξία της ρευστότητας.....	13
Β4. Τρόπος πληρωμής	14
Β5. Η φάση της οικονομίας.....	14
Γ. Αποδόσεις των αγοραστών σε εξαγορές ιδιωτικών vs. δημόσιων εξαγορών.....	14
Γ1. Διαφορά στη διαθεσιμότητα πληροφοριών για εισηγμένες και μη εισηγμένες εταιρείες.....	14
Γ2. Η επίδραση της διαθεσιμότητας πληροφοριών στην επιλογή εξαγοράς εισηγμένης ή ιδιωτικής εταιρείας.....	15
Γ2.1 Εξαγορές διαφοροποίησης.....	15
Γ2.2 Εμπειρία του αγοραστή στον κλάδο του εξαγοραζόμενου.....	16
Γ2.3 Γεωγραφικός σκοπός της εταιρείας στόχου	16
Γ2.4 Άλλα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας.....	17
Γ2.5 Ηλικία της εταιρείας στόχου.....	17
Γ3. Η επίδραση της διαθεσιμότητας πληροφοριών στις αποδόσεις των εταιρειών που εξαγοράζουν ιδιωτικές και εισηγμένες εταιρείες.....	17
(α) Μικρότερος ανταγωνισμός για ιδιωτικές εταιρείες	18
(β) <i>Private firm price discount</i>	18
(γ) Μικρότερη δημοσιότητα στη διαδικασία εξαγοράς ιδιωτικών εταιρειών	18
Γ4. Συνέπεια της σχέσης μεταξύ ιδιοκτησίας της εταιρείας στόχου και των αποδόσεων του αγοραστή... ..	19
Δ. Η επίδραση των χαρακτηριστικών της εξαγοράς στην απόδοση.....	19
Δ1. Η διάθεση της εξαγοράς	20
Δ2. Τρόπος πληρωμής.....	21
Δ2.1 Η θεωρία της ασυμμετρίας πληροφοριών.....	21

Δ2.2 Η υπόθεση εταιρικού ελέγχου	22
Δ2.3 Τρόπος πληρωμής και είδος εξαγοράς.....	23
Δ3. Σχετικό μέγεθος αγοραστή – εξαγοραζόμενου	23
Δ4. Συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες εξαγορές	24
Δ5. Ο ρόλος της προ εξαγοράς απόδοσης.....	25
Ε. Εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών.....	27
E1. <i>Acquisitions: Private vs. Public</i> (Paul Draper & Krishna Paudyal, 2006)	27
E2. <i>Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics</i> (Brad M. Barber, John D. Lyon, 1997).....	32
E3. <i>The take-over market for privately held companies: the US experience</i> (James Ang & Ninon Kohers, 2001)	33
E4. <i>Acquisitions of private vs. public firms: private information, target selection, and acquirer returns</i> (Laurence Capron and Jung-Chin Shen, 2007)	38
E5. <i>The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence</i> (Christian Tuch & Noel O'Sullivan, 2007).....	41
Κεφάλαιο 3: Δείγμα και Μεθοδολογία	46
Α. Δείγμα.....	46
Β. Μεθοδολογία.....	48
Κεφάλαιο 4: Εμπειρικά Αποτελέσματα	56
Α. Δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες).....	56
Β. Δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα).....	61
Γ. <i>Correlation Analysis</i>	67
Δ. Ανάλυση παλινδρόμησης.....	69
Δ1. Βραχυπρόθεσμη περίοδος	70
Δ2. Μακροπρόθεσμη περίοδος	77
Ε. Σύγκριση αποτελεσμάτων με τη θεωρία και προηγούμενες μελέτες.....	81
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα	84
Βιβλιογραφία	89

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (Mergers & Acquisitions), δηλαδή ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται για να επιτύχουν διάφορους στρατηγικούς στόχους, είναι ένα πολύ σημαντικό κομμάτι του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και παράλληλα συναλλαγές τεράστιας σημασίας, όχι μόνο για τις ίδιες τις εταιρείες αλλά και για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (μέτοχοι, managers, εργαζόμενοι, καταναλωτές, ανταγωνιστές και κυβέρνηση) και την οικονομία σαν σύνολο.

Οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές έχουν ιστορία περίπου 100 ετών και έρχονται κατά κύματα. Η δραστηριότητα των Σ&Ε σχετίζεται με το ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης και την πορεία των κεφαλαιαγορών. Η χώρα με το μεγαλύτερο ιστορικό Σ&Ε είναι οι Η.Π.Α. και ακολουθεί το Η.Β. Στις Η.Π.Α. διακρίνονται 5 κυρίως στάδια εξαγορών: 1) 1890-1905 (δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων), 2) Δεκαετία 1920 (δημιουργία ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση), 3) Δεκαετία 1960 (ανάπτυξη των conglomerates), 4) Δεκαετία 1980 (συγκέντρωση στα core-activities, εχθρικές εξαγορές, divestments, LBOs) και 5) Δεκαετία 1990 (το μεγαλύτερο όλων). Στην Ευρώπη διακρίνουμε κυρίως 2 στάδια εξαγορών: 1) Περίοδος 1987-1992 (αύξηση από 21 δις \$ το 1985 σε 159 δις \$ το 1989 και στη συνέχεια μείωση σε 90 δις \$ το 1990) και 2) Περίοδος 1995-2001 (το μεγαλύτερο όλων, αυξάνεται σε 1.083 δις \$ το 2000 προτού πέσει σε 462 δις \$ το 2001, στο οποίο περιλαμβάνεται και η εχθρική εξαγορά της Mannesmann από τη Vodafone).

Στις περισσότερες περιπτώσεις εξαγορών η λογική του αγοραστή βασίζεται στην προσδοκία αυξανόμενων κερδών των μετόχων από μια ποικιλία πηγών, όπως μεγαλύτερες συνέργειες της νέας εταιρείας ή ακόμη και αντικατάσταση των αναποτελεσματικών managers με άλλους της αγοράστριας εταιρείας. Συνήθως ο κυριότερος λόγος είναι η δημιουργία συνεργειών.

- **Συνέργειες:** Η επιπλέον αξία που πιθανώς θα προκύψει από τον συνδυασμό των δύο επιχειρήσεων είτε από λειτουργικές είτε από χρηματοοικονομικές πηγές ($VF_{Nέα} > VF_1 + VF_2$).

Οι συνέργειες μπορεί να προέλθουν από:

I. Οικονομίες στη λειτουργία (κλίμακος)

Μια μεγαλύτερη εταιρεία μπορεί να έχει τη δυνατότητα να μειώσει το κόστος ανά μονάδα παραγωγής χρησιμοποιώντας ανεκμετάλλευτη δυναμικότητα ή με την κατανομή των σταθερών εξόδων σε περισσότερες μονάδες. Επίσης, ο έλεγχος των προμηθευτών είναι πιθανό να μειώσει το κόστος (πολλοί προμηθευτές ή διανομείς πριν την ενοποίηση μπορούν να ενοποιηθούν σε έναν περισσότερο αποτελεσματικό προμηθευτή ή διανομέα). Τέλος, η συγχώνευση μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα η κάθε επιχείρηση να αποκτήσει αυτό που της λείπει με συνέπεια τη βελτίωση της απόδοσής της.

II. Οικονομίες στα χρηματοοικονομικά

Με τη συγχώνευση υπάρχει πιθανότητα τα πλεονάζοντα κεφάλαια μιας εταιρείας να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικότερα με συνέπεια τη βελτίωση της απόδοσης της εταιρείας.

III. Αποτελεσματικότερη διοίκηση

Εξάλλειψη και αντικατάσταση του αναποτελεσματικού management της εταιρείας στόχου με νέους managers της αγοράστριας εταιρείας, με αποτέλεσμα τον καλύτερο έλεγχο της νέας εταιρείας και τη βελτίωση της απόδοσής της.

IV. Φορολογικά οφέλη

Βελτίωση της απόδοσης εξ' αιτίας αχρησιμοποίητων φορολογικών ωφελειών όπως π.χ. εξαγορά μιας εταιρείας κοντά στα σύνορα που έχει φορολογικές διευκολύνσεις.

Άλλοι λόγοι για την πραγματοποίηση των Σ&Ε είναι η βελτίωση της απόδοσης μέσω διαφοροποίησης, η αγορά στοιχείων του ενεργητικού σε τιμές χαμηλότερες του κόστους αντικατάστασης και η αύξηση του μεγέθους της εταιρείας ώστε να είναι δυσκολότερο να εξαγορασθεί στο μέλλον. Τέλος, ένας άλλος λόγος εξαγοράς μπορεί να είναι και η **υποτίμηση μιας εταιρείας από την αγορά**: Επιχειρήσεις που έχουν υποτιμηθεί από την αγορά συνήθως γίνονται στόχοι εξαγοράς, γιατί ο αγοραστής πιστεύει ότι θα πληρώσει λιγότερο για κάτι που αξίζει περισσότερο.

Οι μελέτες που αφορούν Σ&Ε εξετάζουν το πώς κυμαίνονται οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών μετά από μια εξαγορά τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Οι αποδόσεις αυτές επηρεάζονται από ένα πλήθος παραγόντων όπως:

- Το αν η εταιρεία στόχος εξαγοράς είναι εισηγμένη ή όχι στο χρηματιστήριο (**public or private**)
- Ο τρόπος πληρωμής (μετρητά, μετοχές ή ένα συνδυασμό των δύο) (**method of payment**)
- Το είδος της εξαγοράς (φιλική ή εχθρική) (**mood of acquisition**)
- Το αν υπάρχουν ανταγωνιστές για την εξαγορά ή όχι
- Το σχετικό μέγεθος της εταιρείας στόχου ως προς την αγοράστρια εταιρεία (**relative size**)
- Την κερδοφορία της εταιρείας στόχου πριν την εξαγορά
- Το βαθμό ανάπτυξης του κλάδου στον οποίο βρίσκεται η εταιρεία στόχος

- Την κερδοφορία της αγοράστριας εταιρείας πριν την εξαγορά
- Τους διεθνείς στόχους της αγοράστριας εταιρείας και
- Το αν η εταιρεία στόχος βρίσκεται στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο με την αγοράστρια εταιρεία (*industrial relatedness*)

Τα τελευταία έτη οι εξαγορές ιδιωτικών (μη εισηγμένων) επιχειρήσεων είναι ένα κυρίαρχο φαινόμενο στο οποίο δεν έχει δοθεί η απαιτούμενη έμφαση. Οι περισσότερες μελέτες, όμως, αναφέρονται σε εξαγορές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Οι μελέτες που αναφέρονται σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών είναι πολύ περιορισμένες (James Ang and Ninon Kohers, 2001; Saeyoung Chang, 1998). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι για τις εισηγμένες εταιρείες τα διαθέσιμα στοιχεία είναι πολύ περισσότερα από ότι για τις ιδιωτικές. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημοσιεύουν τις οικονομικές τους καταστάσεις για την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού και όλων των ενδιαφερομένων. Έτσι γίνεται πιο εύκολη η αποτίμησή τους από έναν πιθανό αγοραστή. Επίσης, για τις εισηγμένες εταιρείες υπάρχει διαθέσιμο ιστορικό εξαγορών, σε αντίθεση με τις ιδιωτικές, και κατά συνέπεια είναι ευκολότερο για τον αγοραστή να αποφασίσει αν η εξαγορά μιας εισηγμένης εταιρείας θα είναι επικερδής ή όχι.

Η μελέτη των εξαγορών των ιδιωτικών εταιρειών παρουσιάζει ενδιαφέρον όχι μόνο λόγω του αυξανόμενου μεγέθους αυτού του είδους των εξαγορών, αλλά και λόγω του ότι διαφέρουν από τις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών σε αρκετούς τομείς. Για παράδειγμα, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στις ιδιωτικές επιχειρήσεις μπορεί να σχετίζεται με λιγότερα εσωτερικά αντικρουόμενα συμφέροντα σε αυτές τις επιχειρήσεις από ότι στις εισηγμένες οι οποίες έχουν γενικά πιο διάσπαρτη ιδιοκτησία. Τα μικρότερα αυτά εσωτερικά προβλήματα των ιδιωτικών εταιρειών, τους δίνουν σχετικά μεγαλύτερη δύναμη διαπραγματεύσεως όταν έχουν να αντιμετωπίσουν μια κατάσταση πιθανής εξαγοράς. Η κατοχή μιας ισχυρής διαπραγματευτικής

θέσης δίνει στις ιδιωτικές εταιρείες μια πολύτιμη χρονική επιλογή (time option) όσον αφορά το αν θα πουλήσουν ή όχι. Συγκεκριμένα, δίνει στην εταιρεία την ελευθερία να επιλέξει και το «πώς» και το «πότε» θα πουλήσει. Για παράδειγμα, η εταιρεία μπορεί να επιλέξει τον τύπο της πώλησης (εξαγορά ή δημόσια προσφορά), βασιζόμενη στις προτιμήσεις των managers είτε για ολοκληρωτική είτε για μερική μεταβίβαση ιδιοκτησίας. Επιπλέον, σχετικά με το «πότε» θα πουλήσει, μια ιδιωτική εταιρεία έχει μεγαλύτερο έλεγχο όσον αφορά τη χρονική στιγμή της πώλησης έτσι ώστε να εισπράξει τη μέγιστη δυνατή τιμή από τον αγοραστή. Αντίθετα με τις εισηγμένες εταιρείες, οι ιδιωτικές δεν έχουν να αντιμετωπίσουν την πίεση από λιγότερο ενημερωμένους εξωτερικούς επενδυτές, οι οποίοι μπορεί να πιέζουν την εταιρεία να πουλήσει σε περιόδους που η μετοχή της είναι υποτιμημένη. Η χρονική ελευθερία που απολαμβάνουν οι ιδιωτικές εταιρείες, τους επιτρέπει να περιμένουν να επιλέξουν τον αγοραστή που θα κάνει τη μεγαλύτερη προσφορά.

Το υπόλοιπο αυτής της εργασίας οργανώνεται ως εξής. Στο κεφάλαιο 2 θα παρακολουθήσουμε μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας. Στο κεφάλαιο 3 θα δούμε από ποιές πηγές αποκτήσαμε τα στοιχεία του δείγματός μας. Επίσης, θα περιγράψουμε τη μεθοδολογία που θα εφαρμόσουμε προκειμένου να καταλήξουμε στα αποτελέσματά μας. Στο κεφάλαιο 4 θα δούμε τα εμπειρικά αποτελέσματα της εργασίας αυτής, όπου θα εξετάσουμε το πώς επηρεάζονται οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών από ορισμένους από τους παράγοντες που αναφέρθηκαν προηγουμένως. Πιο συγκεκριμένα, θα εξετάσουμε το πώς επηρεάζεται η απόδοση μιας εταιρείας από τους εξής παράγοντες:

- Από το «status» της εταιρείας στόχου (αν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή όχι)
- Από τον δείκτη MTBV του αγοραστή
- Από το gearing ratio του αγοραστή (και δύο άλλες μορφές του)

- Από το “industrial relatedness” του αγοραστή με την εταιρεία στόχο (δηλ. αν βρίσκονται στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο ή όχι).

Επίσης, στο κεφάλαιο αυτό, θα δούμε το κατά πόσο τα εμπειρικά αποτελέσματά μας συμβαδίζουν με αυτά των προηγούμενων μελετών. Τέλος, στο κεφάλαιο 5 θα παρουσιάσουμε μια σύνοψη συμπερασμάτων της εργασίας αυτής.

Κεφάλαιο 2: Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι ένα από τα περισσότερο ερευνόμενα θέματα της οικονομίας. Ειδικά για θέματα που αφορούν την απόδοση των εταιρειών που εμπλέκονται σε μια συγχώνευση ή εξαγορά, έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές ακαδημαϊκές μελέτες. Η πλειονότητα αυτών των μελετών, όμως, επικεντρώνεται σε μεγάλες και εισηγμένες εταιρείες, εξετάζοντας την επίδραση της ανακοίνωσης της εξαγοράς στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών. Όμως, υπάρχουν και μελέτες που εξετάζουν την επίδραση και άλλων παραγόντων στις αποδόσεις των μετοχών, όπως: **public vs private** (υπάρχει διαφορά στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών που εξαγοράζουν μια ιδιωτική εταιρεία από τις αντίστοιχες αυτών που εξαγοράζουν μια εισηγμένη εταιρεία?), **cash vs stock** (όμοια με προηγουμένως εξετάζει την ύπαρξη διαφορών στις αποδόσεις των εταιρειών που πληρώνουν για μια εξαγορά με μετρητά και των εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές), **related vs unrelated** (σε αυτή την περίπτωση εξετάζεται η επίδραση στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών μιας συσχετισμένης ή μιας ασυσχέτιστης εξαγοράς), **target size relative to bidder** (πώς επηρεάζονται οι αποδόσεις της αγοράστριας εταιρείας από το μέγεθος της εξαγοραζόμενης εταιρείας), **MTBV ratio** (εξετάζουμε πώς επηρεάζει το μέγεθος του MTBV ratio της εξαγοράζουσας εταιρείας τις αποδόσεις της), **gearing ratio** (όμοια με προηγουμένως, εξετάζουμε το πώς κυμαίνονται οι αποδόσεις των

αγοραστριών εταιρειών σε σχέση με το μέγεθος του gearing ratio των εταιρειών αυτών), *friendly vs hostile* (σε αυτή την περίπτωση εξετάζουμε την επίδραση στις αποδόσεις της αγοράστριας εταιρείας μιας φιλικής εξαγοράς σε σχέση με την επίδραση μιας εχθρικής εξαγοράς).

Σε αυτή την ενότητα θα δούμε εν συντομία τα αποτελέσματα ορισμένων από αυτές τις μελέτες.

A. Εξαγορά εισηγμένων – μη εισηγμένων εταιρειών: Γιατί έχει σημασία?

Οι προσδοκίες των μετόχων μιας μη εισηγμένης εταιρείας είναι πολύ διαφορετικές από αυτές των μετόχων μιας εισηγμένης. Θα περιμέναμε οι δύο ομάδες μετόχων να αντιδράσουν διαφορετικά σε μια πιθανή εξαγορά, όπως ακριβώς θα περιμέναμε να δράσουν διαφορετικά και οι managers των αγοραστριών εταιρειών. Οι λόγοι που μπορεί να εξηγούν τις διαφορές στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών που εξαγοράζουν ιδιωτικές εταιρείες από αυτών που εξαγοράζουν εισηγμένες, συνοψίζονται σε τρεις διαφορετικές υποθέσεις: **(α) managerial motive**, **(β) liquidity** και **(γ) bargaining power**.

A1. The managerial motive hypothesis

Οι managers των αγοραστριών εταιρειών μπορεί είτε να προσπαθήσουν να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους ωφέλη, είτε να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων τους (Aggarwal and Samwick, 2003). Τα προσωπικά ωφέλη των managers σχετίζονται θετικά με το μέγεθος και τη φήμη της εταιρείας που διοικούν. Οι managers που υποκινούνται από την επιθυμία για φήμη και μεγιστοποίηση της εταιρείας (μεγιστοποίηση προσωπικών ωφελών), θα είναι έτοιμοι να πληρώσουν υψηλότερα premiums για να εξαγοράσουν μια εισηγμένη εταιρεία, εξ'αιτίας του γεγονότος ότι οι εισηγμένες εταιρείες είναι συνήθως μεγαλύτερες και με μεγαλύτερο κύρος από τις ιδιωτικές. Αυτό θα έχει ένα αντίθετο αποτέλεσμα στην τιμή της μετοχής της εταιρείας τους. Η εξαγορά μικρότερων και λιγότερο γνωστών ιδιωτικών εταιρειών δεν υποκινείται από την επιθυμία για προσωπικά ωφέλη, αλλά από τις πιθανές συνέργειες που θα

προκύβουν από την εξαγορά και από την επιθυμία για την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Έτσι, οι managers που πλειοδοτούν για ιδιωτικές εταιρείες θα είναι απρόθυμοι να πληρώσουν υψηλά premiums και τελικά η ανακοίνωση της εξαγοράς δε θα επηρεάσει αρνητικά την τιμή της μετοχής του αγοραστή. Επίσης, οι μικρότερες εταιρείες αφομοιώνονται ευκολότερα από τον αγοραστή από ότι οι μεγάλες. Συνεπώς, η αγορά εκλαμβάνει πιο θετικά την εξαγορά μιας ιδιωτικής επιχείρησης από ότι μιας εισηγμένης. Αυτό μας οδηγεί στο ακόλουθο συμπέρασμα: *‘οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών’.*

A2. The liquidity hypothesis

Ο Chang (1998) υπέθεσε ότι σε μια ανταγωνιστική αγορά οι εξαγορές θα πρέπει να είναι συναλλαγές μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας και ότι ο αγοραστής δε θα πρέπει να απολαμβάνει μη κανονικές αποδόσεις όταν η εξαγορά γίνεται με μετρητά. Όμως, αυτό το αποτέλεσμα βασίζεται στη διαθεσιμότητα των πληροφοριών που δημιουργούν ανταγωνισμό μεταξύ των πιθανών αγοραστών. Αντίθετα με τις εισηγμένες εταιρείες στόχους όπου οι πληροφορίες υπάρχουν διαθέσιμες και οι πιθανοί αγοραστές μπορούν να ανταγωνιστούν μεταξύ τους για τον έλεγχο του στόχου, οι πληροφορίες για τις ιδιωτικές εταιρείες είναι λιγοστές και ο ανταγωνισμός αδύνατος. Η αγορά για ιδιωτικές επιχειρήσεις δεν είναι ρευστή. Το γεγονός αυτό αυξάνει τη διαπραγματευτική θέση του αγοραστή και κατά συνέπεια οδηγεί σε πληρωμή μικρότερου premium. Έτσι, οδηγούμαστε στα ακόλουθα συμπέρασμα: *‘οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από ότι οι αγοραστές εισηγμένων’.*

A3. The bargaining power hypothesis

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως ελέγχονται από μια οικογένεια ή μια μικρή ομάδα συνεταιριών, κάτι το οποίο μειώνει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που μπορεί να αντιμετωπίζουν. Επίσης, οι ιδιωτικές εταιρείες

δεν υφίστανται την πίεση να από εξωτερικούς λιγότερο πληροφορημένους επενδυτές να πουλήσουν την εταιρεία τους σε περιόδους όπου η μετοχή της είναι υποτιμημένη. Έτσι, έχουν την δυνατότητα να αποφύγουν μια ανεπιθύμητη εξαγορά, περιμένοντας μια καλύτερη πρόταση που θα τους αποφέρει και μεγαλύτερα κέρδη. Η απουσία αυτών των προβλημάτων τους δίνει την ευκαιρία, σε πολλές περιπτώσεις, να επιλέξουν την χρονική στιγμή της πώλησης και τον αγοραστή στον οποίο θα πουλήσουν την εταιρεία τους. Η ικανότητα αυτή που έχουν, να ελέγχουν την πώληση της εταιρείας τους, παρέχει στις ιδιωτικές επιχειρήσεις μια σημαντική διαπραγματευτική θέση επιτρέποντας στους ιδιοκτήτες τους να εισπράξουν μια καλύτερη τιμή για την εταιρεία τους, και το premium το οποίο πληρώνεται από τον αγοραστή να υπερβαίνει τα πιθανά κέρδη που θα προκύψουν από τη συγχώνευση. Έτσι, οδηγούμαστε στο ακόλουθο συμπέρασμα: *‘οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν λιγότερο από τους αγοραστές εισηγμένων’.*

B. Παράγοντες που επηρεάζουν τα premiums των εξαγορών.

Θα εξετάσουμε μια σειρά παραγόντων που επηρεάζουν τα premiums που πληρώνονται από τους αγοραστές σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής:

B1. Εξαγορές σε βιομηχανικούς κλάδους υψηλής τεχνολογίας

Η δυνατότητα υψηλής ανάπτυξης των ιδιωτικών εταιρειών υψηλής τεχνολογίας τις κάνει περιζήτητες από πολλούς αγοραστές. Για παράδειγμα, ο αγοραστής αγοράζει προοπτικές ανάπτυξης εξαγοράζοντας εξειδικευμένη τεχνολογία από την ιδιωτική εταιρεία στόχο. Όμως, η ελκυστικότητα αυτών των χαρακτηριστικών ανάπτυξης μπορεί να οδηγήσει μερικούς αγοραστές (ειδικά εκείνους που επιθυμούν να «αγοράσουν» ανάπτυξη) να πληρώσουν υπερβολικά premiums για αυτές τις εταιρείες. Σαν αποτέλεσμα, οι μέτοχοι των αγοραστών εταιρειών που πιστεύουν ότι το τίμημα εξαγοράς είναι πολύ υψηλό, θα αντιδράσουν δυσμενώς στην εξαγορά. Για να διευκολύνουμε τον έλεγχο

αυτής της υπόθεσης, θα χρησιμοποιήσουμε μια μεταβλητή-δείκτη για να δούμε αν η εταιρεία στόχος είναι υψηλής τεχνολογίας ή όχι.

B2. 'Ελκυστικές' αγορές εξαγορών για ιδιωτικές εταιρείες

Όμοια με τις 'ελκυστικές' αγορές για τα IPO (Initial Public Offer), στις οποίες οι ιδιωτικές εταιρείες που προσφέρουν τα IPO έχουν υψηλή ζήτηση από την αγορά με αποτέλεσμα την υψηλή αποτίμησή τους, μπορεί να υπάρχουν παρόμοιες περιόδους κατά τις οποίες οι ιδιωτικές εταιρείες βρίσκονται σε υψηλή ζήτηση από την αγορά. Αυτού του είδους οι εξαγορές μπορεί να έχουν δύο διαφορετικά αποτελέσματα. Πρώτον, οι αγοραστές υποκινούνται να πληρώσουν περισσότερο για μια εταιρεία, το οποίο θα προκαλέσει μια αρνητική αντίδραση από την αγορά. Δεύτερον, όταν η δραστηριότητα εξαγορών (για ιδιωτικές εταιρείες) είναι υψηλή, οι επενδυτές μοιράζονται τα ίδια θετικά αισθήματα για τις κινήσεις των αγοραστριών εταιρειών, και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη θετική αντίδραση της αγοράς.

B3. Η αξία της ρευστότητας

Ένα πιθανό κίνητρο για τις ιδιωτικές εταιρείες να πωλήσουν είναι η επιθυμία για ρευστότητα που ένας εισηγμένος στο χρηματιστήριο αγοραστής μπορεί να παρέχει. Οι περισσότεροι ρευστές μετοχές επιτρέπουν στους ιδιοκτήτες των ιδιωτικών εταιρειών να ελαχιστοποιήσουν τα κόστη συναλλαγών όταν χρησιμοποιούνται στρατηγικές φορολογικής απαλλαγής (tax timing strategies) ή μπορεί να διευκολύνει την βαθμιαία έξοδο από την επιχείρηση ενός από τους ιδιοκτήτες. Έτσι, δεδομένης της μεγαλύτερης ρευστότητας που έχουν οι μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, για παράδειγμα, οι ιδιοκτήτες ιδιωτικών εταιρειών θα είναι πρόθυμοι να δεχτούν μικρότερα premium σε αντάλλαγμα των οφελών εμπορευσιμότητας που θα εισέπρατταν. Επίσης, για τους αγοραστές του χρηματιστηρίου (της Νέας Υόρκης) θα αναμένεται μια ευνοϊκή αντίδραση της τιμής της μετοχής τους, εξ' αιτίας του μικρότερου premiums που θα πληρώσουν.

B4. Τρόπος πληρωμής

Οι εξαγορές με μετρητά θέτουν ένα άμεσο φορολογικό εμπόδιο στους επενδυτές των εταιρειών στόχων (πληρωμή φόρων), ενώ οι πληρωμές με μετοχές επιτρέπουν την καθυστέρηση της πληρωμής των φόρων μέχρι τη στιγμή που οι μετοχές θα πουληθούν. Αυτή η διαφορά στη φορολογική αντιμετώπιση μεταξύ των δύο τρόπων πληρωμής, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα premium που θα πληρωθούν για τις εξαγορές με μετοχές θα είναι πολύ μικρότερα από τα αντίστοιχα για τις εξαγορές με μετρητά.

B5. Η φάση της οικονομίας

Η φάση στην οποία βρίσκεται η οικονομία επηρεάζει με τη σειρά της τα premiums τα οποία πληρώνονται από τους αγοραστές. Κατά τη διάρκεια μιας περιόδου οικονομικής άνθισης οι αγοραστές μπορεί να είναι καλύτερα εξοπλισμένοι για να πληρώσουν υψηλότερα premiums (κάτι το οποίο μπορεί να οφείλεται στην ευκολία χρηματοδότησής τους). Παράλληλα, η διαπραγματευτική δύναμη των εταιρειών στόχων μπορεί να είναι μεγαλύτερη κατά τη διάρκεια μιας περιόδου οικονομικής άνθισης, σε αντίθεση με την αντίστοιχη κατά τη διάρκεια μιας περιόδου οικονομικής ύφεσης, κάτι το οποίο συνεπάγεται και πάλι την καταβολή υψηλότερων premiums.

Γ. Αποδόσεις των αγοραστών σε εξαγορές ιδιωτικών vs. δημόσιων εξαγορών

Γ1. Διαφορά στη διαθεσιμότητα πληροφοριών για εισηγμένες και μη εισηγμένες εταιρείες

Μια σημαντική διαφορά μεταξύ των εξαγορών εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών είναι η ποιότητα και η ποσότητα των διαθέσιμων πληροφοριών για αυτές τις δύο κατηγορίες εταιρειών. Οι πληροφορίες για τις εισηγμένες εταιρείες είναι ευρέως διαθέσιμες στο κοινό, ενώ οι managers των ιδιωτικών εταιρειών επιλέγουν την ποιότητα και την ποσότητα των πληροφοριών που θέλουν να γνωστοποιήσουν στο επενδυτικό κοινό (Reuer and

Ragozzino, 2007; Arıkan, 2005). Η διαδικασία του IPO, οι απαιτήσεις ρυθμιστικών αποκαλύψεων (the regulatory disclosure requirements), οι μεγαλύτεροι σύνδεσμοι με επενδυτικές τράπεζες και η μεγαλύτερη κάλυψη από τους αναλυτές και τον τύπο αυξάνει την διαφάνεια των εισηγμένων εταιρειών και μειώνει την αβεβαιότητα σχετικά με την αξία τους. Αντίθετα, οι αγοραστές είναι λιγότερο ενήμεροι σχετικά με την ύπαρξη των ιδιωτικών εταιρειών στόχων εξαγοράς γιατί αυτές οι εταιρείες είναι λιγότερο ορατές στο επενδυτικό κοινό από ότι οι εισηγμένες, και επομένως είναι πιο δύσκολο να ανακαλυφθούν και να αποτιμηθούν. Οι ιδιωτικές εταιρείες, ιδιαίτερα οι μικρές, αντιμετωπίζουν αρκετές δυσκολίες στο να δείξουν την αξία τους στους επενδυτές. Επίσης, οι αγοραστές αυτών των εταιρειών αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος έρευνας όταν αγοράζουν μια ιδιωτική εταιρεία, οι ιδιοκτήτες της οποίας πρέπει να καταβάλλουν προσπάθειες για να αυξήσουν την εμπορευσιμότητά της.

Γ2. Η επίδραση της διαθεσιμότητας πληροφοριών στην επιλογή εξαγοράς εισηγμένης ή ιδιωτικής εταιρείας

Η διαφορά στις πληροφορίες μεταξύ εισηγμένων και μη εταιρειών στόχων εξαγοράς επηρεάζει την έρευνα του αγοραστή και την ικανότητά του στην αποτίμηση της εταιρείας στόχου. Οι αγοραστές είναι πιθανότερο να είναι πιο ενήμεροι για εταιρείες στόχους που βρίσκονται κοντά στο κύριο αντικείμενό τους και λιγότερο ενήμεροι για αυτές που ασχολούνται με κάτι διαφορετικό. Κατά συνέπεια, είναι πιθανότερο να προτιμήσουν να αγοράσουν ιδιωτική εταιρεία όταν είναι σίγουροι για την ικανότητά τους να την αποτιμήσουν σωστά. Στη συνέχεια θα δούμε κάποιους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή του αγοραστή για εξαγορά εισηγμένου ή μη εισηγμένου στόχου.

Γ2.1 Εξαγορές διαφοροποίησης

Σε σύγκριση με έναν αγοραστή ο οποίος βρίσκεται σε άλλο βιομηχανικό κλάδο από την εταιρεία στόχο, ένας αγοραστής ο οποίος βρίσκεται στον ίδιο κλάδο θα μπορέσει πιο εύκολα να αναγνωρίσει έναν πιθανό στόχο εξαγοράς επειδή ασχολούνται με το ίδιο αντικείμενο. Έτσι, αυτοί οι αγοραστές μπορούν

να βασιστούν στη γνώση και στην οικειότητά τους με το αντικείμενο της εταιρείας στόχου για να αποτιμήσουν πιο σωστά τα περιουσιακά του στοιχεία και τις προοπτικές ανάπτυξής του (Chatterjee, 1986; Singh and Montgomery, 1987). Αντίθετα, ένας αγοραστής που επιχειρεί να κάνει μια εξαγορά μιας εταιρείας που το κύριο αντικείμενό της είναι διαφορετικό από το δικό του, αντιμετωπίζει μεγαλύτερο κίνδυνο υπερεκτίμησης αυτής της εταιρείας (Balakrishna and Koza, 1993). Έτσι οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι: οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοράσουν μια ιδιωτική εταιρεία από ότι μια εισηγμένη, όταν κάνουν μια εξαγορά σε έναν διαφορετικό κλάδο από το δικό τους (Shen and Reuer, 2005).

Γ2.2 Εμπειρία του αγοραστή στον κλάδο του εξαγοραζόμενου

Οι αγοραστές που δεν έχουν εμπειρία εξαγοράς στον κλάδο του εξαγοραζόμενου είναι πιθανό να κάνουν μια όχι και τόσο καλή έρευνα και κατά συνέπεια θα αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο δυσμενούς επιλογής όταν προσπαθούν να εξαγοράσουν ιδιωτικές εταιρείες (σε αντίθεση με τις εισηγμένες). Η εμπειρία στις εξαγορές επιτρέπει στους αγοραστές να βελτιώσουν τα κριτήρια επιλογής της εταιρείας που πρόκειται να εξαγοράσουν καθώς επίσης και την δυνατότητα αποτίμησής της. Έτσι, αγοραστές με μικρή εμπειρία πάνω στις εξαγορές συνήθως προτιμούν να εξαγοράσουν εισηγμένες εταιρείες (λόγω των περισσότερων διαθέσιμων πληροφοριών). Επομένως: οι αγοραστές είναι περισσότερο πιθανό να εξαγοράσουν ιδιωτική εταιρεία παρά εισηγμένη, όταν η εμπειρία τους στον κλάδο της εξαγοραζόμενης είναι υψηλή.

Γ2.3 Γεωγραφικός σκοπός της εταιρείας στόχου

Η ασυμμετρία πληροφοριών, τα κόστη έρευνας και οι δυσκολίες αποτίμησης είναι πιθανό να αυξηθούν αν ο στόχος εξαγοράς έχει γεωγραφικά διεσπαρμένες δραστηριότητες (Rosenkopf and Almeida, 2003). Επομένως οι συγγραφείς κάνουν την ακόλουθη υπόθεση: οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοράσουν ιδιωτική εταιρεία από ότι εισηγμένη, όταν ο γεωγραφικός σκοπός του εξαγοραζόμενου είναι πολυεθνικός.

Γ2.4 Άλλα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας

Συνήθως οι αγοραστές αποφεύγουν να εξαγοράσουν εταιρείες οι οποίες έχουν στην κατοχή τους άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως know-how (τροπογνωσία), φήμη, πνευματικά δικαιώματα, εμπορικά σήματα κλπ. (Itami, 1987). Αυτό γίνεται λόγω της υψηλής αβεβαιότητας που υπάρχει ως προς την αποτίμηση αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Έτσι, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι: οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοράσουν ιδιωτικές εταιρείες από ότι εισηγμένες όταν τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης είναι άλλα.

Γ2.5 Ηλικία της εταιρείας στόχου

Το επίπεδο της αβεβαιότητας σχετικά με την αποτίμηση μιας εταιρείας που είναι στόχος εξαγοράς έχει να κάνει και με την ηλικία της εταιρείας. Υπάρχει ξεκάθαρη σχέση μεταξύ της ηλικίας της εταιρείας και της ποιότητας των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες για αυτή. Εταιρείες μεγάλης ηλικίας έχουν διαθέσιμες πιο αντικειμενικές πληροφορίες σε σχέση με τις νεότερες εταιρείες (Henderson, 1999; Sanders and Boivie, 2004). Κατά συνέπεια υπάρχει μεγαλύτερη δυσκολία στην αποτίμηση των νεότερων εταιρειών. Όμως, οι δυσκολίες αποτίμησης είναι μικρότερες στην περίπτωση εισηγμένων νέων εταιρειών. Άρα μπορούμε να πούμε ότι: οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοράσουν ιδιωτική εταιρεία από ότι εισηγμένη όταν η εξαγοραζόμενη είναι νέα εταιρεία.

Γ3. Η επίδραση της διαθεσιμότητας πληροφοριών στις αποδόσεις των εταιρειών που εξαγοράζουν ιδιωτικές και εισηγμένες εταιρείες

Η πρόσβαση σε περισσότερες πληροφορίες μιας εισηγμένης εταιρείας στόχου μειώνει τον κίνδυνο λάθος αποτίμησής της (Barney, 1986). Η μεγαλύτερη διαθεσιμότητα πληροφοριών για τις εισηγμένες εταιρείες σημαίνει ότι κανένας πιθανός αγοραστής δε θα έχει σημαντικό πλεονέκτημα σε όρους αποτίμησης της εταιρείας στόχου (δεν υπάρχει προνομιακή πληροφόρηση). Ο πιο θεμελιώδης τύπος ασυμμετρίας πληροφοριών που μπορεί να δημιουργήσει

ανταγωνιστικό πλεονέκτημα είναι οι ενδοεταιρικές διαφορές στις ικανότητες συλλογής, φιλτραρίσματος και επεξήγησης των πληροφοριών σχετικά με την μελλοντική αξία της εταιρείας. Έτσι, οι αγοραστές μπορούν να κερδίσουν μη κανονικές αποδόσεις μόνο όταν υπάρχει προνομιακή πληροφόρηση μεταξύ των αγοραστριών εταιρειών.

Επιπρόσθετα, οι αγοραστές μπορούν να αποσπάσουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό από την αξία της εξαγοράς λόγω της μειωμένης διαπραγματευτικής δύναμης των ιδιωτικών εταιρειών που οφείλεται σε: (α) μικρότερος ανταγωνισμός αγοραστών, (β) Firm price discount και (γ) μικρότερη δημοσιότητα στη διαδικασία εξαγοράς.

(α) Μικρότερος ανταγωνισμός για ιδιωτικές εταιρείες

Η έλλειψη ορατότητας (visibility) και εμφανούς τιμής για τις ιδιωτικές εταιρείες δημιουργεί εμπόδια στην διαδικασία αγοράς τους (Milgrom, 1987). Κατά συνέπεια, οι αγοραστές αντιμετωπίζουν μικρότερο ανταγωνισμό όταν πρόκειται για εξαγορά ιδιωτικής εταιρείας.

(β) Private firm price discount

Η ασυμμετρία πληροφοριών που σχετίζεται με τις ιδιωτικές εταιρείες θέτει στον αγοραστή τον κίνδυνο υπερπληρωμής για την εταιρεία στόχο. Η κλασική απάντηση ενός αγοραστή σε αυτό τον κίνδυνο είναι η μείωση της τιμής προσφοράς (Akerlof, 1970). Όταν μια εταιρεία κάνει μια εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας, ακόμη και αν έχει προνομιακή πληροφόρηση, μπορεί να μειώσει την τιμή προσφοράς έτσι ώστε να αντανάκλα την πιθανότητα η εξαγορά τελικά να αποτύχει, καθώς και την μειωμένη ρευστότητα των μετοχών της ιδιωτικής εταιρείας στόχου.

(γ) Μικρότερη δημοσιότητα στη διαδικασία εξαγοράς ιδιωτικών εταιρειών

Μια κίνηση εξαγοράς μιας εισηγμένης εταιρείας που αποκαλύπτει πληροφορίες για αυτή (την εταιρεία), διασκορπίζεται και σε άλλους πιθανούς αγοραστές λόγω της μεγάλης δημοσιότητας που παίρνει η εξαγορά μιας

εισηγμένης εταιρείας, και κατά συνέπεια, είναι πιθανό να ενσωματώνεται στην τιμή της μετοχής της εξαγοραζόμενης εταιρείας (Schwert, 1996). Αντίθετα, οι πληροφορίες που αποκαλύπτονται σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών δε μεταδίδονται και σε άλλους αγοραστές λόγω της μικρότερης δημοσιότητας αυτών των εξαγορών. Περιληπτικά, μπορούμε να πούμε ότι: (i) αναμένουμε ότι η προνομιακή πληροφόρηση θα δημιουργήσει μεγαλύτερη αξία σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών και (ii) οι αγοραστές εισπράττουν μεγαλύτερο ποσοστό της αξίας αυτής σε εξαγορές ιδιωτικών από ότι εισηγμένων εταιρειών. Συμπερασματικά: με όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, η μέση απόδοση των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών είναι υψηλότερη από την μέση απόδοση των αγοραστών εισηγμένων εταιρειών.

Γ4. Συνέπεια της σχέσης μεταξύ ιδιοκτησίας της εταιρείας στόχου και των αποδόσεων του αγοραστή

Οι αγοραστές κάνουν πιο επικερδείς εξαγορές όταν η επιλογή τους μεταξύ ιδιωτικής ή εισηγμένης εταιρείας, είναι συνεπής με το τι προβλέπει η θεωρία. Αν και η εξαγορά εισηγμένων εταιρειών κατά μέσο όρο δίνει χαμηλότερες αποδόσεις από την εξαγορά ιδιωτικών, η επιλογή εξαγοράς εισηγμένης εταιρείας μπορεί να είναι ιδανική κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Έτσι, οι αγοραστές που εξαγοράζουν εισηγμένες (ιδιωτικές) εταιρείες σε συνθήκες που ευνοούν την εξαγορά εισηγμένων (ιδιωτικών) εταιρειών θα έχουν καλύτερη απόδοση από αυτή που θα είχαν αν εξαγόραζαν ιδιωτική (εισηγμένη). Δηλαδή: η εξαγορά μιας εισηγμένης (ιδιωτικής) εταιρείας αντί μιας ιδιωτικής (εισηγμένης) σε κατάλληλες θεωρητικά συνθήκες, αυξάνει τις αποδόσεις των αγοραστών.

Δ. Η επίδραση των χαρακτηριστικών της εξαγοράς στην απόδοση

Στις μελέτες που αφορούν εξαγορές έχει γίνει μια προσπάθεια να συσχετίσουμε τις αποδόσεις των αγοραστών με κάποια από τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς. Η έρευνα προς αυτή την περιοχή έχει επικεντρωθεί σε χαρακτηριστικά όπως: (α) η επίδραση της διάθεσης της εξαγοράς, (β) ο τρόπος

πληρωμής από τον αγοραστή, (γ) το σχετικό μέγεθος αγοραστή – εξαγοραζόμενου και (δ) αν ο αγοραστής και ο εξαγοραζόμενος βρίσκονται στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο (συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες εξαγορές).

Δ1. Η διάθεση της εξαγοράς

Οι εξαγορές γενικά κατηγοριοποιούνται σαν φιλικές ή εχθρικές. Στις φιλικές εξαγορές, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχου συμφωνεί να προωθήσει την αποδοχή της εξαγοράς στους μετόχους. Οι εχθρικές εξαγορές προκύπτουν όταν κάτι τέτοιο δε συμβαίνει, και ο αγοραστής προσπαθεί να κερδίσει την έγκριση των μετόχων παρά την αντίθεση του διοικητικού συμβουλίου. Η διάθεση της εξαγοράς έχει τραβήξει προσοχή για δύο κυρίως λόγους. Πρώτον, οι managers οι οποίοι συνήθως αντιστέκονται σε μια εξαγορά είναι αυτοί που δεν έχουν καλή απόδοση και κατά συνέπεια είναι περισσότερο πιθανό να αντικατασταθούν μόλις ολοκληρωθεί η εξαγορά (Jensen, 1988; O'Sullivan and Wong, 2005; Weisbach, 1993). Ως αποτέλεσμα, οι εχθρικές εξαγορές μπορούμε να πούμε ότι είναι περισσότερο πειθαρχικές στοχεύοντας σε εταιρείες όπου οι managers έχουν αποτύχει να εξυπηρετήσουν τα συμφέροντα των μετόχων. Αντίθετα, οι φιλικές εξαγορές φαίνεται να δημιουργούν συνέργειες (Morck *et al.* 1988). Δεύτερον, οι μελέτες που εξετάζουν τις συνέπειες της εχθρότητας των managers έχουν δείξει μεγαλύτερα premiums στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών σε εχθρικές εξαγορές (κάτι το οποίο συνεπάγεται αύξηση του πλούτου των μετόχων και επομένως είναι προς το συμφέρον τους). Από την πλευρά του αγοραστή, οι συνέπειες της εχθρότητας είναι διαφορετικές. Αν τα premiums που πληρώνονται στην εταιρεία στόχο είναι μεγαλύτερα στις εχθρικές εξαγορές, ένα μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου του αγοραστή ξοδεύεται στην εξαγορά, και αυτό μπορεί να έχει μια αρνητική επίδραση στην απόδοσή του μετά την εξαγορά (Cotter *et al.* 1997; Healy *et al.* 1997). Επομένως, το βασικό ερώτημα που πρέπει να εξετάσουμε είναι: *αν τα κέρδη από την εξαγορά αντισταθμίζουν τα υψηλότερα premiums που δίδονται στις εχθρικές εξαγορές. Τα διαθέσιμα στοιχεία*

δείχνουν ότι οι αποδόσεις στους αγοραστές εχθρικών εξαγορών μπορεί να είναι πιο θετικές από ότι για τις εταιρείες που εμπλέκονται σε φιλικές εξαγορές.

Δ2. Τρόπος πληρωμής

Οι αγοράστριες εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο πληρώνουν τους ιδιοκτήτες των εταιρειών στόχων χρησιμοποιώντας διάφορες μεθόδους. Οι συνήθως χρησιμοποιούμενοι τρόποι είναι με μετρητά, με μετοχές ή ένας συνδυασμός των δύο. Οι εξαγορές σε μια ανταγωνιστική αγορά θα έπρεπε να είναι συναλλαγές μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας και τα premiums θα έπρεπε να είναι ίσα με την αξία των οφελών από τις συνέργειες. Συνεπώς, οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιρειών θα έπρεπε να μην είχαν ούτε κέρδη ούτε ζημιές. Όμως, η υπάρχουσα βιβλιογραφία επιβεβαιώνει την άποψη ότι η απόδοση των αγοραστριών εταιρειών βασίζεται στον τρόπο πληρωμής. Αυτά τα στοιχεία βασίζονται στις υποθέσεις εταιρικού ελέγχου και ασυμμετρίας πληροφοριών.

Δ2.1 Η θεωρία της ασυμμετρίας πληροφοριών

Η θεωρία της ασυμμετρίας πληροφοριών αναφέρεται στο μήνυμα το οποίο δίνει στο επενδυτικό κοινό η εξαγορά, ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής που χρησιμοποιείται (Myers and Majluf, 1984). Σύμφωνα, λοιπόν, με αυτή τη θεωρία η έκδοση μετοχών στο κοινό μεταδίδει «άσχημα» νέα και η τιμή των ήδη υπαρχόντων μετοχών αρχίζει να μειώνεται. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι managers χρησιμοποιούν μετοχές όταν νομίζουν ότι αυτές είναι υπερτιμημένες. Τα υπάρχοντα στοιχεία δείχνουν ότι οι αποδόσεις των αγοραστών είναι χαμηλότερες όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές παρά με μετρητά (Draper and Paudyal, 1999). Όταν αυξάνεται ο αριθμός των μετόχων, αυξάνεται και η ασυμμετρία πληροφοριών και οι μέτοχοι των εισηγμένων εταιρειών δεν έχουν δυνατό κίνητρο να ελέγξουν πιο προσεκτικά τον πιθανό αγοραστή. Αντίθετα, η πιο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία των ιδιωτικών εταιρειών παρέχει στους μετόχους τους πιο ισχυρά κίνητρα για την προσεκτικότερη εξέταση του πιθανού αγοραστή, ιδιαίτερα όταν η πληρωμή

γίνεται με μετοχές. Αυτή η καλύτερη εξέταση μειώνει την ασυμμετρία πληροφοριών. Επιπλέον, η προθυμία των μετόχων των ιδιωτικών εταιρειών να έχουν στην κατοχή τους ένα μεγάλο τμήμα μετοχών της νέας εταιρείας συνεπάγεται ότι η ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με τον αγοραστή είναι θετική. Η ανακοίνωση εξαγοράς μιας ιδιωτικής εταιρείας και η πληρωμή με μετρητά δίνουν στην αγορά θετικό μήνυμα και δημιουργούν μη κανονικές αποδόσεις στους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών. Έτσι, οδηγούμαστε στο ακόλουθο συμπέρασμα: οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές έχουν κέρδη ενώ οι αγοραστές εισηγμένων εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές έχουν ζημιές.

Δ2.2 Η υπόθεση εταιρικού ελέγχου

Η θεωρία αντιπροσώπευσης λέει ότι τα κόστη αντιπροσώπευσης θα ήταν μικρότερα αν οι μέτοχοι μπορούσαν να ελέγξουν ενεργά τις δραστηριότητες των managers των εταιρειών (Ang *et al.* 2000). Αυτή η δραστηριότητα ελέγχου αν και δαπανηρή μπορεί να έχει αποτέλεσμα στη μείωση του κόστους για τους μεγάλους επενδυτές. Η ιδιοκτησία των ιδιωτικών εταιρειών είναι συνήθως συγκεντρωμένη σε μια οικογένεια ή σε μια μικρή ομάδα συνεταιριών. Έτσι, αν η πληρωμή είναι σε μετοχές, οι ιδιοκτήτες της εξαγοραζόμενης εταιρείας μπορεί να καταλήξουν να έχουν ένα μεγάλο ποσοστό μετοχών της νέας εταιρείας και επομένως μπορεί να ελέγχουν τις δραστηριότητες των managers πιο προσεκτικά. Το γεγονός αυτό, θα μειώσει το κόστος ελέγχου των δραστηριοτήτων της αγοράστριας εταιρείας για άλλους μετόχους μελλοντικά. Τέτοια συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι απίθανο να υπάρχει στις εταιρείες στόχους που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο (ακόμη και αν η πληρωμή είναι σε μετοχές). Έτσι, οδηγούμαστε στα ακόλουθα δύο συμπεράσματα: (α) όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές, οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν σχετικά περισσότερο από ότι οι αγοραστές εισηγμένων και (β) οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές κερδίζουν περισσότερο από τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών που πληρώνουν με μετρητά.

Δ2.3 Τρόπος πληρωμής και είδος εξαγοράς

Οι αγοραστές που εμπλέκονται σε εχθρικές εξαγορές μπορεί να κερδίζουν περισσότερο μακροπρόθεσμα, αλλά έχουν ζημιές κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Ένας αριθμός ερευνητών αναφέρουν ότι οι εχθρικές εξαγορές και οι δημόσιες προσφορές είναι περισσότερο πιθανό να χρηματοδοτηθούν με μετρητά, ενώ οι φιλικές εξαγορές είναι περισσότερο πιθανό να περιέχουν σημαντικό ποσοστό μετοχών. Οι περισσότερες από τις έρευνες επικεντρώνονται στο αν οι προσφορές με μετρητά ή οι προσφορές με μετοχές δημιουργούν αξία. Σύμφωνα με αυτές τις έρευνες, οι εξαγορές με μετρητά σχετίζονται με καλύτερες αποδόσεις τόσο βραχυπρόθεσμα (Dong *et al.* 2005; Draper and Paudyal 1999; Travlos 1987; Walker 2000) όσο και μακροπρόθεσμα (Cosh and Guest, 2001; Linn and Switzer 2001; Loughran and Vijh 1997). Ένας λόγος για αυτό είναι ότι οι αγοραστές επιλέγουν τον τρόπο πληρωμής, βασιζόμενοι στο αν αναμένουν υψηλότερη ή χαμηλότερη απόδοση στις επόμενες περιόδους. Επομένως, οι αγοραστές θα πληρώσουν με μετρητά αν πιστεύουν ότι οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες, και θα επιλέξουν μετοχές αν πιστεύουν ότι αυτές είναι υπερτιμημένες. Οι πληρωμές με μετρητά δίνουν ένα σήμα στην αγορά ότι η διοίκηση της αγοράστριας εταιρείας αναμένει μια αύξηση στην αξία της εταιρείας μετά την εξαγορά. Οι συναλλαγές που πληρώνονται με μετρητά έχουν σαν αποτέλεσμα την αρραίωση της τιμής της μετοχής, καθώς ο αριθμός των μετοχών αυξάνεται, ενώ η αξία της εταιρείας παραμένει η ίδια μέχρι να πραγματοποιηθούν οι αναμενόμενες συνέργειες.

Δ3. Σχετικό μέγεθος αγοραστή – εξαγοραζόμενου

Εκτός από τη διάθεση της εξαγοράς και τον τρόπο πληρωμής, η απόδοση των αγοραστών επηρεάζεται και από άλλα χαρακτηριστικά της εξαγοράς όπως το σχετικό μέγεθος αγοραστή – εξαγοραζόμενου. Διάφοροι ερευνητές έχουν προτείνει μερικούς λόγους για τους οποίους οι αγοραστές μεγάλων εταιρειών έχουν καλύτερη απόδοση μετά την εξαγορά. Πρώτον, οι μεγάλες εταιρείες

στόχοι είναι δυσκολότερο να αφομοιωθούν από τον αγοραστή, και έτσι μειώνεται ο αριθμός των πιθανών αγοραστών τους. Κατά συνέπεια, η εξαγορά τους μπορεί να γίνει με ευνοϊκότερους όρους (Roll, 1986). Δεύτερον, ο οικονομικός αντίκτυπος της εξαγοράς μιας μεγάλης εταιρείας είναι πιθανότερο να επηρεάσει περισσότερο την μετά την εξαγορά απόδοση της αγοράστριας εταιρείας (Bruner, 2002). Τέλος, υπάρχει διαφορετικός βαθμός ενδιαφέροντος από μικρότερους αγοραστές στη διαδικασία της εξαγοράς (Moeller *et al.* 2004). Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η επίδραση του σχετικού μεγέθους αγοραστή – εξαγοραζόμενου οφείλεται περισσότερο στους μικρές εταιρείες αγοραστές και λιγότερο στους μεγαλύτερες εταιρείες στόχους. Αυτό συμβαίνει εξ' αιτίας του γεγονότος ότι οι μικρότερες εταιρείες αγοραστών πρέπει να είναι πιο προσεκτικές όταν κάνουν μια επικίνδυνη εξαγορά, γιατί αυτή θα έχει μεγαλύτερη επίδραση στην εταιρεία τους.

Δ4. Συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες εξαγορές

Ένα σημαντικό κίνητρο για εξαγορά είναι η δυνατότητα δημιουργίας συνεργειών μεταξύ του αγοραστή και του εξαγοραζόμενου που αναμένεται να προκαλέσουν “αποδοτικότητες” οι οποίες τελικά θα δώσουν θετικές αποδόσεις για τους μετόχους. Η δυνατότητα για τέτοιου είδους “αποδοτικότητες” αναγνωρίζεται δυσκολότερα στην περίπτωση των ασυσχέτιστων εξαγορών. Στις συσχετισμένες εξαγορές παρατηρούμε οικονομίες κλίμακας και σκοπού, ενώ οι ασυσχέτιστες εξαγορές στην καλύτερη περίπτωση μας δίνουν χρηματοοικονομικές και διαχειριστικές συνέργειες (Singh and Montgomery, 1987). Επίσης, μπορεί να υπάρχουν οφέλη εταιρικού ελέγχου που σχετίζονται με τις συσχετισμένες εξαγορές, καθώς είναι πιο δύσκολο να έχουμε πρόσβαση στην απόδοση των managers σε εταιρείες με διαφοροποιημένη δομή (Shin and Stulz, 1998). Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι οι επενδυτές, με μερικές εξαιρέσεις, δεν εμπιστεύονται τις συνέργειες που προκύπτουν από τις ασυσχέτιστες εξαγορές.

Είναι γενικά γνωστό ότι η πιθανότητα δημιουργίας αξίας από τις συγχωνεύσεις είναι μια συνάρτηση της δυνατότητας υπαρξης συνεργειών μεταξύ του αγοραστή και του εξαγοραζόμενου. Σύμφωνα με τον Shelton (1988), αξία δημιουργείται όταν τα περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούνται πιο αποτελεσματικά από τη νέα εταιρεία από ότι από τον αγοραστή και εξαγοραζόμενο χωριστά. Έτσι, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που βοηθούν τον αγοραστή να έχει πρόσβαση σε νέες αγορές, αλλά συσχετισμένες με το κύριο αντικείμενο απασχόλησής του, δημιουργούν την μεγαλύτερη αξία με τη μικρότερη διακύμανση. Επιπλέον, οι διαφοροποιημένες εξαγορές (σε ασυσχέτιστους κλάδους) μπορεί να καθοδηγούνται από την υπεραισιοδοξία της διοίκησης της αγοράστριας εταιρείας καθώς οι managers μπορεί να υπερεκτιμούν την εξειδίκευση της εταιρείας τους στον βιομηχανικό κλάδο της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Με άλλα λόγια, σύμφωνα με τη θεωρία, οι εταιρείες που πραγματοποιούν συσχετισμένες εξαγορές θα πρέπει να έχουν καλύτερη απόδοση από ότι οι εταιρείες που πραγματοποιούν ασυσχέτιστες εξαγορές. Διαφορετικά μπορούμε να πούμε ότι η βιβλιογραφία ενισχύει την άποψη ότι η διαφοροποίηση θα πρέπει να γίνεται από τους επενδυτές.

45. Ο ρόλος της προ εξαγοράς απόδοσης

Ένα μεγάλο κομμάτι της έρευνας προς αυτή την κατεύθυνση έχει επικεντρωθεί στη μελέτη της επίδρασης της προ εξαγοράς απόδοσης του αγοραστή στην μετά την εξαγορά απόδοση. Αυτή η έρευνα χωρίζεται σε δύο τμήματα. Το πρώτο εξετάζει την επίδραση της αγοραίας αξίας των αγοραστών στην μετά την εξαγορά απόδοσή τους. Η αγοραία αξία μετριέται με τους δείκτες P/E (Price/Earnings per Share) και MTB (Market to Book Value). Το δεύτερο εξετάζει την επίδραση της αθροιστικής απόδοσης της αγοράς στα κέρδη του αγοραστή. Λαμβάνοντας υπόψιν ότι υψηλοί δείκτες P/E, MTB και ταυτόχρονα με μια οικονομική άνθηση θεωρούνται γενικά θετικές συνθήκες για μια εταιρεία (καλή απόδοση), προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι οι αγοραστές έχουν άσχημη απόδοση μετά την εξαγορά όταν η προ εξαγοράς απόδοσή τους

είναι καλή. Αυτή η άσχημη απόδοση μετά την εξαγορά των εταιρειών που αποδίδουν καλά προ εξαγοράς, φαίνεται να βρίσκει απάντηση στη θεωρία της υπεροφίας των managers των αγοραστριών εταιρειών (σύμφωνα με τον Roll). Το βασικότερο επιχείρημα γι' αυτή τη θεωρία είναι ότι οι managers των εταιρειών φαίνεται να γίνονται υπεραισιόδοξοι και αλαζόνες όταν η εταιρεία τους έχει μια πολύ καλή αγοραία αξία.

Με βάση την απόδοση προ εξαγοράς, μπορούμε να διακρίνουμε τις αγοράστριες εταιρείες σε δύο κατηγορίες: **glamour acquirers** (με υψηλό P/E ή MTB) και **value acquirers** (με χαμηλό P/E ή MTB). Οι glamour acquirers είναι συνήθως υπερτιμημένοι στη βάση της παρελθοντικής τους απόδοσης. Οι value acquirers, όμως, υπόκεινται σε χαμηλότερη απόδοση στο παρελθόν και επομένως αναγκάζονται να εκτιμήσουν τις πιθανές εξαγορές τους πιο προσεκτικά.

Σύμφωνα με την Υπόθεση Εκτίμησης Απόδοσης (**Performance Extrapolation Hypothesis**) οι επενδυτές ανταμείβουν ή τιμωρούν τις εταιρείες βασιζόμενοι στην πίστη τους ότι η απόδοση, που οι εταιρείες είχαν στο παρελθόν, θα συνεχιστεί και στο μέλλον (Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994). Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές υπερεκτιμούν τη θετική απόδοση του παρελθόντος των “glamour acquirers” (η οποία χαρακτηρίζεται από ένα χαμηλό δείκτη book-to-market), πιστεύοντας ότι θα διατηρηθεί και στο μέλλον. Ομοίως, οι επενδυτές τιμωρούν τους “value acquirers” (που χαρακτηρίζονται από ένα υψηλό δείκτη book-to-market), βασιζόμενοι στην πεποίθηση ότι η πρόσφατη άσχημη απόδοση θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Εν συντομία, η θεωρία προβλέπει ότι η αρχική υπερεκτίμηση και επομένως η υπεραντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις εξαγορών θα διορθωθεί με την πάροδο του χρόνου καθώς οι επενδυτές θα επανεκτιμήσουν τις αρχικές τους προσδοκίες. Συνεπάγεται επομένως ότι, στις συγχωνεύσεις & εξαγορές, οι “value acquirers” θα έχουν καλύτερη απόδοση από τους “glamour acquirers”

(Rau and Vermaelen, 1998). Σύμφωνα με τους Lakonishok *et al.* (1994), οι glamour acquirers έχουν συνήθως στο παρελθόν υψηλή ανάπτυξη σε χρηματοροές και κέρδη, κάτι το οποίο προάγει την υπεραισιοδοξία των managers των εταιρειών αυτών. Αντίθετα, οι value acquirers είναι πιο συνετοί όταν επιχειρούν να κάνουν μια εξαγορά.

Η κατηγορία στην οποία ανήκει μια εταιρεία (value ή glamour firm), μπορεί να επηρεάσει την επιλεγόμενη μέθοδο πληρωμής σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Έτσι, οι glamour acquirers είναι περισσότερο πιθανό να χρησιμοποιήσουν μετοχές σαν μέσο πληρωμής μιας εξαγοράς, σε αντίθεση με τους value acquirers (Rau and Vermaelen, 1998). Αυτό είναι επίσης συνεπές με την υπόθεση της ασυμμετρίας πληροφοριών, σύμφωνα με την οποία οι managers των glamour acquirers μπορεί να γνωρίζουν ότι οι μετοχές της εταιρείας τους διαπραγματεύονται σε απίστευτα υψηλά επίπεδα, και έτσι μπορεί να επιθυμούν να τις μετατρέψουν σε περιουσιακά στοιχεία.

E. Εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών

E1. Acquisitions: Private vs. Public (Paul Draper & Krishna Paudyal, 2006)

Οι Draper & Paudyal (2006) στο άρθρο τους “Acquisitions: Private versus Public”, εξετάζουν την επίδραση που έχουν οι εξαγορές εισηγμένων και ιδιωτικών εταιρειών πάνω στις αποδόσεις των εισηγμένων αγοραστριών εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1981 – 2001. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, το μεγαλύτερο κομμάτι από τα κέρδη των αγοραστών δημιουργείται κατά την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς (-1,+1 ημέρες). Οι μέτοχοι επίσης έχουν στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις κατά την περίοδο προ της ανακοίνωσης και μετά την ανακοίνωση (19 ημέρες η καθεμιά).

Οι Draper & Paudyal χωρίζουν το δείγμα τους σε δύο υποομάδες: αγοραστές για εισηγμένες εταιρείες και αγοραστές για ιδιωτικές. Έτσι,

βρίσκουν ότι εταιρείες που εξαγοράζουν εισηγμένους στόχους έχουν στατιστικά σημαντικές ζημιές (περίπου 0,4%) κατά την περίοδο της ανακοίνωσης (3 ημέρες γύρω από το γεγονός). Αντίθετα, εταιρείες που εξαγοράζουν ιδιωτικούς στόχους κερδίζουν σημαντικά θετικές αποδόσεις (περίπου 2,19%) κατά την περίοδο της ανακοίνωσης. Οι αποδόσεις αυτές στους αγοραστές είναι σημαντικές κατά τη διάρκεια όλων των event windows, κάτι το οποίο συνεπάγεται ότι η αγορά αναμένει την ανακοίνωση της εξαγοράς λίγο πριν την πραγματική ανακοίνωση, και αντιδρά αργά στην εξαγορά ιδιωτικών εταιρειών.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 21 ημερών (-10,+10) γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς, τα CARs (Cumulative Abnormal Returns) των αγοραστών αυξάνονται, κάτι το οποίο συνεπάγεται ότι οι μέτοχοι των αγοραστών κερδίζουν από την ανακοίνωση της εξαγοράς, αν και τα κέρδη αυτά δεν είναι μεγάλα. Όμως, **οι μέτοχοι των αγοραστών εισηγμένων εταιρειών έχουν απώλειες, ενώ οι μέτοχοι των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών έχουν κέρδη.** Οι Draper & Paudyal επιβεβαιώνουν αυτά τα αποτελέσματα και με την ύπαρξη μιας ψευδομεταβλητής.

Τα στοιχεία των σημαντικά υψηλότερων (και θετικών) αποδόσεων στους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών, υποστηρίζουν τις προβλέψεις των υποθέσεων διοικητικών κινήτρων (managerial motives) και ρευστότητας (liquidity), ότι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από τους αγοραστές εισηγμένων. **Η πρόβλεψη της υπόθεσης διαπραγματευτικής δύναμης (bargaining power) σύμφωνα με την οποία οι αγοραστές πρέπει να πληρώσουν υψηλότερα premium για την εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας, απορρίπτεται.**

Στη συνέχεια, αναλύουν τις αποδόσεις ως προς τον τρόπο πληρωμής και το status της εταιρείας στόχου (public ή private). Οι εκτιμήσεις αποκαλύπτουν ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιρειών που πληρώνουν με μετρητά

λαμβάνουν σημαντικά θετικές αποδόσεις (λίγο κάτω από 2%) γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς (σε ολόκληρο το event window). Αντίθετα, αν ο αγοραστής πληρώσει για την εξαγορά με μετοχές, θετικές και σημαντικές αποδόσεις προκύπτουν μόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου προ της ανακοίνωσης (περίπου 1,3%). Οι Draper & Paudyal, αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης ασυμμετρίας πληροφοριών (asymmetric information hypothesis), βρίσκουν ότι οι αγοραστές δεν έχουν σημαντικές ζημιές όταν πληρώνουν με μετοχές. Επίσης, για τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές υπάρχει μια μείωση στην τιμή της μετοχής κατά την ημέρα της ανακοίνωσης. Τα αποτελέσματα για τους αγοραστές που πληρώνουν με μετρητά (για την εξαγορά εισηγμένων εταιρειών) είναι ευαίσθητα ανάλογα με το μοντέλο που χρησιμοποιείται (CAPM ή 3 factor) για τον υπολογισμό των αποδόσεων. Παρ'όλα αυτά, για ολόκληρη την περίοδο φαίνεται να υποστηρίζουν την άποψη ότι η έκδοση μετοχών μεταδίδει «άσχημα» νέα στην αγορά (το οποίο συμβαδίζει με την υπόθεση της ασυμμετρίας πληροφοριών).

Τα αποτελέσματα για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών είναι κάπως διαφορετικά. Οι αγοραστές που πληρώνουν με μετρητά κερδίζουν σημαντικά θετικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου καθώς και κατά τη διάρκεια και των τριών event windows ανεξάρτητα από το μοντέλο υπολογισμού των αποδόσεων που χρησιμοποιείται. Οι αγοραστές που πληρώνουν με μετοχές κερδίζουν και αυτοί θετικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου (41 ημέρες). Όμως, οι μετά την εξαγορά αποδόσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές. Γενικά, τα αποτελέσματα συνεπάγονται ότι οι μέτοχοι των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν ανεξαρτήτως μεθόδου πληρωμής. Αυτό επιβεβαιώνει τις προβλέψεις των υποθέσεων διοικητικών κινήτρων και ρευστότητας.

Οι εκτιμήσεις επιβεβαιώνουν μια από τις προβλέψεις της υπόθεσης εταιρικού ελέγχου ότι όταν η πληρωμή είναι σε μετοχές, οι αγοραστές

ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από τους αγοραστές εισηγμένων. Αφού οι ιδιωτικές εταιρείες συνήθως διοικούνται από μια μικρή ομάδα ατόμων, είναι αναμενόμενο ο έλεγχος του αγοραστή να είναι αποτελεσματικότερος με συνέπεια τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης όταν η πληρωμή είναι σε μετοχές. Σύμφωνα με τους Draper & Paudyal οι αγοραστές που πληρώνουν με μετοχές για ιδιωτικές εταιρείες κερδίζουν οικονομικά (αλλά όχι στατιστικά σημαντικές) υψηλότερες αποδόσεις (4,24%) από ότι αυτοί που πληρώνουν με μετρητά (2,15%). Το γεγονός αυτό, παρέχει περιορισμένη υποστήριξη σε μια άλλη πρόβλεψη της υπόθεσης εταιρικού ελέγχου ότι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές κερδίζουν περισσότερο από αυτούς που πληρώνουν με μετρητά.

Η τελευταία απόδειξη (της υψηλότερης απόδοσης των αγοραστών που πληρώνουν με μετοχές), παρέχει επίσης υποστήριξη και στην υπόθεση διοικητικών κινήτρων. Οι managers που επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους οφέλη προσπαθούν να εξαγοράσουν μεγαλύτερες εταιρείες (που είναι συνήθως εισηγμένες) και είναι πρόθυμοι να πληρώσουν premiums που ξεπερνούν την αξία των συνεργειών. Αντίθετα, οι managers που επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων τους είναι πιο προσεκτικοί με την αξία των συνεργειών και επιλέγουν εταιρείες που τους παρέχουν τις μεγαλύτερες δυνατές. Επίσης, είναι πρόθυμοι να δεχθούν την ύπαρξη λίγων μετόχων που θα ασκούν μεγαλύτερο έλεγχο στην εταιρεία τους, και κατά συνέπεια προσπαθούν να εξαγοράσουν ιδιωτικές εταιρείες πληρώνοντας με μετοχές.

Όπως αναφέρουν οι Draper & Paudyal, οι αποδόσεις των αγοραστών εξαρτώνται και από το σχετικό μέγεθος αγοραστή – εξαγοραζόμενου. Συνήθως οι εξαγοραζόμενοι είναι πολύ μικρότεροι από τους αγοραστές. Τα οφέλη των συνεργειών μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την αξία του αγοραστή μόνο αν η νομισματική τους αξία είναι σημαντική. Όμως, η νομισματική αξία των

συνεργειών εξαρτάται, εκτός των άλλων, και από το μέγεθος του εξαγοραζόμενου. Οι εξαγορές μικρών εταιρειών δημιουργούν συνήθως μικρότερα ποσά συνεργειών (σε απόλυτα μεγέθη). Οι μεγάλες εταιρείες που εξαγοράζουν κάποιες σχετικά μικρότερες τους μπορεί να μην παρατηρήσουν κάποια σημαντική αλλαγή στην τιμή της μετοχής τους. Αντίθετα, αν ο εξαγοραζόμενος είναι μια μεγάλη εταιρεία, η νομισματική αξία των συνεργειών μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στην αξία του αγοραστή. Μεγαλύτερες αποδόσεις αναμένονται όταν ο λόγος μεγέθους αγοραστή/εξαγοραζόμενου (bidder/target size ratio) είναι χαμηλός. Για τον έλεγχο αυτής της υπόθεσης οι συγγραφείς χωρίζουν το δείγμα σε δύο ομάδες ανάλογα με το λόγο αυτό. Οι αγοραστές με χαμηλό bidder/target size ratio κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις κατά τη διάρκεια των τριών ημερών (-1,+1) γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Οι αγοραστές κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν η πληρωμή είναι σε μετοχές και για τις δύο κατηγορίες bidder/target size ratio. Όταν διαχωρίζουν το δείγμα και ως προς το status του εξαγοραζόμενου, οι συγγραφείς δεν βρίσκουν σημαντικές διαφορές στις αποδόσεις των αγοραστών ανάμεσα στις δύο κατηγορίες bidder/target size ratio όταν εξαγοράζουν εισηγμένες εταιρείες. Αντίθετα, όταν εξαγοράζουν ιδιωτικές, οι αγοραστές με χαμηλό bidder/target size ratio έχουν υψηλότερες αποδόσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης (3 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς). Σε γενικές γραμμές, οι συνολικές αποδόσεις στους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών που πληρώνουν με μετοχές παραμένουν υψηλότερες από τις αντίστοιχες των αγοραστών εισηγμένων εταιρειών και για τις δύο κατηγορίες του δείκτη bidder/target size (κάτι το οποίο παρέχει μερική υποστήριξη στην εγκυρότητα της υπόθεσης εταιρικού ελέγχου).

E2. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics (Brad M. Barber, John D. Lyon, 1997)

Οι συγγραφείς σε αυτό το άρθρο αναλύουν την εμπειρική δύναμη των test statistics στην μελέτη γεγονότων (event studies) για τον υπολογισμό των μακροπρόθεσμων (ένα έως πέντε έτη) μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών που εμπλέκονται σε εξαγορές. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, τα test statistics που βασίζονται στις μη κανονικές αποδόσεις οι οποίες υπολογίζονται χρησιμοποιώντας ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς, όπως ένας δείκτης της αγοράς, δεν είναι καλώς ορισμένα (δηλ. οι εμπειρικοί ρυθμοί απόρριψης υπερβαίνουν τους θεωρητικούς). Αυτό οφείλεται σε τρεις λόγους:

- New listing bias: Προκύπτει επειδή στα event studies των μακροπρόθεσμων μη κανονικών αποδόσεων, οι εταιρείες του δείγματος έχουν γενικά μια μακρά ιστορία αποδόσεων προ της εξαγοράς, ενώ ο δείκτης της αγοράς (ή το χαρτοφυλάκιο αναφοράς) συμπεριλαμβάνει και εταιρείες που ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς.
- Rebalancing bias: Προκύπτει επειδή οι σύνθετες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αναφοράς, όπως ενός ισάξια σταθμισμένου δείκτη της αγοράς, υπολογίζονται συνήθως υποθέτοντας περιοδική (συνήθως μηνιαία) αναθεώρηση, ενώ οι αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος υπολογίζονται χωρίς αναθεώρηση.
- Skewness bias: Προκύπτει επειδή οι μακροπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικώς κυρτώμενες.

Τα CARs (Cumulative Abnormal Returns) δίνουν θετικά μεροληπτικά test statistics ενώ τα BHARs (Buy-and-Hold Abnormal Returns) δίνουν αρνητικά μεροληπτικά test statistics.

Ο υπολογισμός των test statistics γίνεται χρησιμοποιώντας 12, 36 και 60 μηνών CARs καθώς και το Fama-French τριπαραγοντικό υπόδειγμα. Τα συγκεκριμένα test statistics ελέγχουν την μηδενική υπόθεση ότι η μέση μηνιαία μη κανονική απόδοση κατά τη διάρκεια της κάθε περιόδου, είναι μηδενική. Τρία αποτελέσματα είναι αξιοσημείωτα. Πρώτον, τα CARs που υπολογίζονται χρησιμοποιώντας χαρτοφυλάκια αναφοράς δίνουν test statistics που είναι θετικώς μεροληπτικά. Το μέγεθος της μεροληψίας αυξάνεται όσο αυξάνεται και ο χρονικός ορίζοντας. Αυτή η θετική μεροληψία είναι περισσότερο εμφανής όταν για τον υπολογισμό των CARs χρησιμοποιείται ένας ισάξια σταθμισμένος δείκτης της αγοράς. Το αποτέλεσμα αυτό, μπορεί να εντοπιστεί στο γεγονός ότι οι εταιρείες που συμπεριλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια αναφοράς (size, book-to-market, size/book-to-market) έχουν πιθανότατα δεδομένα και σε περιόδους προ της ανακοίνωσης της εξαγοράς. Η ύπαρξη δεδομένων προ της ανακοίνωσης μετριάζει αλλά δεν εξαλείφει τη new listing bias. Δεύτερον, όλες οι προσεγγίσεις με εταιρείες ελέγχου (control firm approaches) δίνουν καλώς ορισμένα test statistic. Όταν χρησιμοποιείται αυτή η προσέγγιση, το μέσο CAR πλησιάζει περισσότερο στο μηδέν από ότι όταν χρησιμοποιούνται χαρτοφυλάκια αναφοράς. Έτσι, η προσέγγιση αυτή εξαλείφει τη new listing bias. Τρίτον, το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama-French δίνει test statistics αρνητικά μεροληπτικά για 12 και 36 μήνες. Σε μεγαλύτερους χρονικούς ορίζοντες, η αρνητική μεροληψία στο τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama-French μετριάζεται από τη new listing bias. Το αποτέλεσμα είναι μια μικρότερη αρνητική μεροληψία στα test statistics στους 36 μήνες μετά την εξαγορά, και καλώς ορισμένα test statistics στους 60 μήνες μετά την εξαγορά.

E3. The take-over market for privately held companies: the US experience (James Ang & Ninon Kohers, 2001)

Κατά την ανάλυση των χαρακτηριστικών των εξαγορών ιδιωτικών εταιρειών, οι συγγραφείς συγκρίνουν τις αγορές συγχωνεύσεων και εξαγορών για εισηγμένες και ιδιωτικές εταιρείες ως προς αρκετές διαστάσεις

συμπεριλαμβανομένων του τρόπου πληρωμής, του μεγέθους των premiums και του αποτελέσματος πλούτου του αγοραστή (bidder wealth effect).

Στο συγκεκριμένο άρθρο, οι συγγραφείς περιλαμβάνουν 7.070 εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών και 5.302 εξαγορές εισηγμένων εταιρειών. Τόσο για τις εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών όσο και για τις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών κυριαρχούν σε συχνότητα οι προσφορές με μετρητά, στη συνέχεια οι μεικτές και τέλος οι προσφορές με μετοχές. Ενώ ο συνολικός αριθμός εξαγορών που αφορούν ιδιωτικές εταιρείες υπερβαίνει το συνολικό αριθμό των εξαγορών που αφορούν εισηγμένες εταιρείες, η συνολική αξία των συναλλαγών που αφορούν εισηγμένες εταιρείες υπερβαίνει την αντίστοιχη συνολική αξία των συναλλαγών που αφορούν ιδιωτικές εταιρείες, σε μια προσαρμοσμένη για τον πληθωρισμό βάση. Συγκεκριμένα, η μέση αξία των προσφορών με μετρητά για τις εισηγμένες εταιρείες (ανέρχεται στα 165,08 εκ. \$) είναι πολύ μεγαλύτερη από την αντίστοιχη για τις ιδιωτικές (ανέρχεται στα 41,70 εκ. \$). Ένας έλεγχος για διαφορές στη μέση αξία συναλλαγών στις προσφορές με μετρητά μεταξύ των εξαγορών εισηγμένων και ιδιωτικών εταιρειών, είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Οι διαφορές γίνονται ακόμη μεγαλύτερες για τις προσφορές με μετρητά μεταξύ εισηγμένων (352,96 εκ. \$) και ιδιωτικών (32,06 εκ. \$) εταιρειών, πάλι στατιστικά σημαντικές στο 1% επίπεδο σημαντικότητας. Επίσης, στις εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών η μέση αξία των προσφορών με μετρητά (41,70 εκ. \$) υπερβαίνει την αντίστοιχη των προσφορών με μετοχές (32,06 εκ. \$), κάτι το οποίο μπορεί να συνεπάγεται ότι η επιλογή μετοχών ως μέσο πληρωμής δεν καθοδηγείται από την έλλειψη μετρητών του αγοραστή. Η μεγαλύτερη αξία συναλλαγών και για τις δύο κατηγορίες εξαγορών περιλαμβάνει τις μεικτές προσφορές (455,81 εκ. \$ για τις εισηγμένες εταιρείες και 55,12 εκ. \$ για τις ιδιωτικές), με τη διαφορά να είναι πάλι στατιστικά σημαντική στο 1% επίπεδο σημαντικότητας. Τέλος, το μέσο μέγεθος συναλλαγής για τις εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών ως ποσοστό της αξίας της νέας εταιρείας, κυμαίνεται από 9,06% (cash offers) έως 17,62% (mixed

offers). Τα αντίστοιχα μεγέθη για τις εισηγμένες εταιρείες είναι μικρότερα και κυμαίνονται από 5,88% (cash offers) έως 12,42% (mixed offers).

Μια εξέταση των χαρακτηριστικών των αγοραστριών εταιρειών αποκαλύπτει ότι **ο μέσος αγοραστής ενός μη εισηγμένου στόχου τείνει να είναι κατά βάση μικρότερος από τον αγοραστή ενός εισηγμένου στόχου**. Οι διαφορές στο μέσο μέγεθος των αγοραστών είναι αρκετά μεγάλες και για τους τρεις τρόπους πληρωμής (για stock 1,30 δις. \$ για τους αγοραστές ιδιωτικών έναντι 2,11 δις. \$ για τους αγοραστές εισηγμένων, για cash 1,15 δις. \$ έναντι 4,20 δις. \$ και για mixed 2,60 δις. \$ έναντι 519,50 εκ. \$). Οι μικρότεροι αγοραστές μπορεί να προσελκύνονται από ιδιωτικές εταιρείες στόχους, οι οποίες συνήθως είναι σχετικά μικρές, αν πιστεύουν ότι μπορούν να διαχειριστούν καλύτερα αυτές τις συναλλαγές μικρότερου μεγέθους από ότι κάποιες μεγαλύτερες συναλλαγές. Οι ίδιες διαφορές παρατηρούνται και στο μέγεθος των εταιρειών στόχων ανάλογα με το αν είναι ιδιωτικές ή όχι. Συνήθως, οι ιδιωτικές εταιρείες στόχοι είναι σημαντικά μικρότεροι των εισηγμένων. Οι έλεγχοι για την στατιστική σημαντικότητα αυτών των διαφορών ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής, δίνουν στατιστικά σημαντικές διαφορές σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Μια εξέταση του ισολογισμού των αγοραστριών εταιρειών αποκαλύπτει ότι το μέσο μέγεθος των περιουσιακών στοιχείων των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών είναι αρκετά μικρότερο από το αντίστοιχο μέγεθος των αγοραστών εισηγμένων εταιρειών (και για τους τρεις τρόπους πληρωμής).

Όσον αφορά τα premiums που πληρώνονται στις εξαγορές, το καλύτερο διαθέσιμο μέτρο που μπορούμε να έχουμε στη διάθεσή μας για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών είναι το **market-to-book ratio** (ή διαφορετικά **offer price-to-book value of equity ratio**). Μια σύγκριση των bid premiums ανάμεσα στους δύο τύπους εξαγορών αποκαλύπτει διακριτές διαφορές. Πιο συγκεκριμένα, ο μέσος δείκτης market-to-book είναι μεγαλύτερος για τις ιδιωτικές εταιρείες στόχους για κάθε μέθοδο πληρωμής.

Όσον αφορά τις ιδιωτικές εταιρείες ο μεγαλύτερος δείκτης αντιστοιχεί σε μεικτές προσφορές, ενώ για τις εισηγμένες εταιρείες οι δείκτες είναι παρόμοιοι και για τις τρεις μεθόδους πληρωμής. Οι έλεγχοι για τις διαφορές μεταξύ των δεικτών αυτών, δίνουν στατιστικά σημαντικές διαφορές στο 1% επίπεδο σημαντικότητας. Παρ'όλα αυτά, **οι ιδιοκτήτες των ιδιωτικών εταιρειών τείνουν να εισπράττουν μεγαλύτερα premium για όλες τις μεθόδους πληρωμής**, δίνοντας υποστήριξη στη θεωρία της διαπραγματευτικής δύναμης.

Συγκρίσεις των αντιδράσεων της αγοράς στις ανακοινώσεις εξαγορών ιδιωτικών και εισηγμένων εταιρειών δείχνουν τις διαφορετικές αντιλήψεις των επενδυτών για τους δύο αυτούς τύπους εξαγορών. **Στα stock offers η αντίδραση της αγοράς για τις εταιρείες που εξαγοράζουν εισηγμένους στόχους είναι σημαντικά αρνητική** (με το 2-ημερών CAR να είναι -1,26%) ενώ για τις εταιρείες που εξαγοράζουν ιδιωτικούς στόχους είναι σημαντικά θετική (με το αντίστοιχο 2-ημερών CAR να είναι 1,32%). Το κέρδος των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών είναι ακόμη πιο αξιοσημείωτο όταν εκφραστεί σε σχέση με την αξία της εταιρείας στόχου που εξαγοράζεται. **Στα cash offers η μέση μη κανονική απόδοση για εξαγορές εισηγμένων εταιρειών είναι στατιστικά μη σημαντική** (με το 2-ημερών CAR να είναι 0,06%) ενώ για εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών είναι στατιστικά σημαντική (με το αντίστοιχο 2-ημερών CAR να είναι 1,83%). Στη συνέχεια οι συγγραφείς αναλύουν το αντικείμενο εργασιών για τις εταιρείες στόχους (τόσο για τις εισηγμένες όσο και για τις ιδιωτικές). Το ποσοστό των εξαγορών εταιρειών που βρίσκονται σε διαφορετικό κλάδο από αυτόν του αγοραστή (ασυσχέτιστες εξαγορές) είναι υψηλότερο για τις προσφορές με μετρητά (το οποίο είναι οριακά μεγαλύτερο από τις μεικτές). **Το 50% των cash offers συμπεριλαμβάνουν έναν αγοραστή και έναν εξαγοραζόμενο** (ιδιωτική εταιρεία) από διαφορετικούς κλάδους (ασυσχέτιστες εξαγορές). **Πάνω από το 71% των εξαγορών εισηγμένων εταιρειών είναι ασυσχέτιστες**. Ενώ για τα mixed offers το ποσοστό των ασυσχέτιστων εξαγορών είναι περίπου ίδιο με αυτό των cash

offers, για τα **stock offers** το ποσοστό αυτό **μειώνεται** (36% για το δείγμα των ιδιωτικών εταιρειών και 26% για το δείγμα των εισηγμένων). Το αποτέλεσμα αυτό συνεπάγεται ότι **τα stock offers είναι ελκυστικότερα σε περιπτώσεις όπου ο αγοραστής και ο εξαγοραζόμενος είναι στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο.** Οι αγοραστές από μια ξένη χώρα είναι πιθανότερο να εξαγοράσουν μια εταιρεία χρησιμοποιώντας μετρητά. Τέλος, **οι αγοραστές κάνουν λιγότερα stock offers όταν τα επίπεδα της ασυμμετρίας πληροφοριών είναι σχετικά υψηλά**, όπως σε ασυσχέτιστες εξαγορές ή σε εξαγορές εταιρειών άλλου κράτους.

Γενικά, οι συγγραφείς καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- **Αντίθετα με τις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών, οι εξαγορές ιδιωτικών παρέχουν σημαντικά κέρδη τόσο στους αγοραστές όσο και στους εξαγοραζόμενους.** Ειδικά, στις προσφορές με μετρητά, με μετοχές και στις μεικτές, οι μη κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών είναι, κατά μέσο όρο, σημαντικά θετικές, και τα premiums που πληρώνονται στις ιδιωτικές εταιρείες στόχους είναι υψηλότερα από αυτά των εισηγμένων εταιρειών.
- **Τα σχετικά υψηλά premiums που εισπράττονται από τις ιδιωτικές εταιρείες στόχους μπορεί να αποδοθούν στη δυνατή διαπραγματευτική θέση τους και στην ελευθερία χρονικής επιλογής που έχουν.** Συγκεκριμένα, η πιο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία των ιδιωτικών επιχειρήσεων, σχετίζεται με μικρότερα προβλήματα αντιπροσώπευσης, τα οποία αυξάνουν τη διαπραγματευτική δύναμη της εταιρείας. Αυτή η ισχυρή διαπραγματευτική θέση παρέχει στις ιδιωτικές εταιρείες μια ελευθερία χρονικής επιλογής όσον αφορά το θέμα της πώλησης της εταιρείας, κάτι το οποίο βοηθά τις εταιρείες αυτές να επιλέξουν τόσο το «πώς» όσο και το «πότε» θα πουλήσουν.

E4. Acquisitions of private vs. public firms: private information, target selection, and acquirer returns (Laurence Capron and Jung-Chin Shen, 2007)

Σε αυτή τη μελέτη εξετάζονται τα ακόλουθα τρία ερωτήματα:

- i. Τι οδηγεί την επιλογή του αγοραστή μεταξύ εισηγμένου ή ιδιωτικού στόχου?
- ii. Οι εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών αποσπούν μια πιο θετική αντίδραση της αγοράς από ότι οι εξαγορές εισηγμένων, οι οποίες, κατά μέσο όρο, καταστρέφουν αξία για τους μετόχους του αγοραστή?
- iii. Οι αγοραστές κερδίζουν όταν η επιλογή εισηγμένου ή ιδιωτικού στόχου συμβαδίζει με τη θεωρία?

Οι συγγραφείς βρίσκουν αρκετά στοιχεία ως προς την υποστήριξη της υπόθεσης ότι **οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοράσουν μια ιδιωτική εταιρεία όταν μπαίνουν σε ένα νέο βιομηχανικό κλάδο** (ασυσχέτιστες εξαγορές). Μόνο το 8% των ιδιωτικών εταιρειών στόχων χρησιμοποιούνται για σκοπούς διαφοροποίησης, ενώ το 24% των εισηγμένων εταιρειών στόχων ήταν σε διαφορετικό βιομηχανικό κλάδο από αυτόν του αγοραστή. Αυτό το αποτέλεσμα συνεπάγεται ότι οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να αναγνωρίσουν μια ιδιωτική εταιρεία η οποία ανήκει σε διαφορετικό βιομηχανικό κλάδο ή ότι θα αντιμετωπίσουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας σε μια άγνωστη γι'αυτούς περιοχή. Όμοια, οι ιδιοκτήτες των ιδιωτικών εταιρειών έχουν στη διάθεσή τους μια μικρότερη αγορά στην οποία μπορούν να πουλήσουν την εταιρεία τους αφού είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοραστούν από μια εταιρεία άλλου κλάδου. Αυτό συνεπάγεται ότι **οι αγοραστές είναι πιο πιθανό να εξαγοράσουν μια ιδιωτική εταιρεία όταν έχουν μεγάλη εμπειρία εξαγορών στον κλάδο στον οποίο αυτή ανήκει.**

Επίσης, οι αγοραστές είναι περισσότερο πιθανό να εξαγοράσουν μια ιδιωτική εταιρεία όταν τα περιουσιακά της στοιχεία είναι γεωγραφικά συγκεντρωμένα σε μια περιοχή, από ό,τι αν είναι διεσπαρμένα σε πολλές χώρες. Ακόμη, οι εταιρείες απέχουν από την εξαγορά ιδιωτικών εταιρειών όταν υπάρχει υψηλή αβεβαιότητα σχετικά με την αξία των περιουσιακών στοιχείων του εξαγοραζόμενου. Δηλαδή, οι αγοραστές είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοράσουν μια ιδιωτική εταιρεία σε έναν κλάδο υψηλής τεχνολογίας. Η αναλογία των ιδιωτικών εταιρειών στόχων σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας είναι μόλις 8%, ενώ η αναλογία των εισηγμένων ανέρχεται στο 21%. Το αποτέλεσμα αυτό συνεπάγεται ότι η αγορά μετοχών δρα σαν ένας μηχανισμός ελέγχου όταν υπάρχει αμφιβολία γύρω από την αξία της εταιρείας στόχου. Τέλος, **οι αγοραστές είναι περισσότερο πιθανό να εξαγοράσουν ιδιωτικές εταιρείες που είναι νεότερες σε ηλικία από ότι οι εισηγμένες.** Αν και οι νέες ιδιωτικές εταιρείες στόχοι σχετίζονται με μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης, οι μεγαλύτερης ηλικίας εταιρείες είναι πιο πιθανό να είναι εισηγμένες. Έτσι, οι αγοραστές είναι περισσότερο πιθανό να εξαγοράσουν μια μεγάλη (ηλικιακά) εισηγμένη εταιρεία εξ' αιτίας ενός «πληθυσμιακού αποτελέσματος» (population effect).

Όσον αφορά τις αποδόσεις των αγοραστών σε εξαγορές ιδιωτικών έναντι εισηγμένων εταιρειών, τα ημερήσια CAARs (στο event window [-20,+10]) δείχνουν ότι **οι εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών αποσπούν μια πιο θετική αντίδραση από την αγορά σε σχέση με τις εξαγορές εισηγμένων.** Οι συγγραφείς ελέγχουν τα αποτελέσματα αυτά και σε άλλα δύο event windows, στο [-20,+5] και στο [-20,+1]. Οι αποδόσεις των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών είναι σημαντικά υψηλότερες από τις αντίστοιχες των αγοραστών εισηγμένων εταιρειών και στα τρία event windows. Οι διαφορές αυτές είναι όλες στατιστικά σημαντικές στο 1% επίπεδο σημαντικότητας. Η ανωτερότητα των αποδόσεων για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών είναι αξιοσημείωτη για δύο κυρίως λόγους. Πρώτον, η σχετική μέση αξία των εξαγορών για ιδιωτικές

εταιρείες είναι μικρότερη για τις ιδιωτικές εταιρείες από ότι για τις εισηγμένες. Δεύτερον, οι ισχυρά θετικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς ιδιωτικών εταιρειών συνεπάγεται ότι η αγορά δεν ανέμενε πλήρως την εξαγορά. Το γεγονός αυτό είναι συνεπές με την υπόθεση της προνομιακής πληροφόρησης για τις ιδιωτικές εταιρείες. Αντίθετα, η πληροφόρηση στις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών διαδίδεται πριν την ανακοίνωση. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας μιας ιδιωτικής εταιρείας και των αποδόσεων του αγοραστή είναι σημαντική και θετική αφού ελέγχουμε για ενδογενή μεροληψία. Οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών έχουν καλύτερα αποτελέσματα για τους μετόχους τους από τους αγοραστές εισηγμένων.

Τέλος, σχετικά με το αν τα κέρδη προέρχονται από το αν η επιλογή ιδιωτικού ή εισηγμένου στόχου συμβαδίζει με τη θεωρία, οι συγγραφείς ελέγχουν τη σημαντικότητα μιας μεταβλητής (“fit” την ονομάζουν) την οποία βρίσκουν σημαντικά και θετικά συσχετισμένη με τις αποδόσεις των αγοραστών. Οι αγοραστές οι οποίοι στρέφονται σε ιδιωτικές εταιρείες όταν πραγματοποιούν τοπική έρευνα (high fit) έχουν υψηλή απόδοση, ενώ οι αγοραστές οι οποίοι στρέφονται σε ιδιωτικές εταιρείες όταν πραγματοποιούν πιο απομακρυσμένη (ή πιο ριψοκίνδυνη) έρευνα (low fit) έχουν μικρότερη απόδοση. Η μέση προβλεπόμενη απόδοση για τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών είναι -0,72%, ενώ αν είχαν εξαγοράσει ιδιωτική εταιρεία θα ήταν -12,08%. Ομοίως, η μέση προβλεπόμενη απόδοση για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών είναι 4,17%, ενώ αν είχαν εξαγοράσει εισηγμένη εταιρεία θα ήταν -5,10%. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών δεν έχουν απαραίτητα υψηλότερη απόδοση από τους αγοραστές εισηγμένων. Αντίθετα, δείχνουν ότι **οι εταιρείες κατά μέσο όρο επιλέγουν το είδος της εταιρείας που θα εξαγοράσουν η οποία θα ανταποκρίνεται καλύτερα στον τύπο της έρευνας που θα διεξάγουν, στις ικανότητες συλλογής πληροφοριών που έχουν και στα υπόλοιπα χαρακτηριστικά της επικείμενης εξαγοράς.**

Γενικά, τα συμπεράσματα μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα:

- 1) Οι αγοραστές επιλέγουν τον στόχο τους (ιδιωτική ή εισηγμένη εταιρεία) βασιζόμενοι στα χαρακτηριστικά των πληροφοριών που διαθέτουν και στα χαρακτηριστικά των συγχωνευομένων εταιρειών. Έτσι, οι αγοραστές προτιμούν την εξαγορά ενός ιδιωτικού στόχου σε οικείο βιομηχανικό κλάδο και στρέφονται σε εξαγορές εισηγμένων στόχων όταν θέλουν να μπουν σε νέο βιομηχανικό κλάδο ή σε κλάδο με υψηλό επίπεδο άϋλων περιουσιακών στοιχείων.
- 2) Οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών έχουν καλύτερη απόδοση από ότι οι αγοραστές εισηγμένων εταιρειών κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς, αφού ελέγξουμε για ενδογενή μεροληψία.
- 3) Οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών αποδίδουν καλύτερα από ότι αν είχαν εξαγοράσει εισηγμένη εταιρεία, και οι αγοραστές εισηγμένων αποδίδουν καλύτερα από ότι αν είχαν εξαγοράσει ιδιωτική.

E5. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence (Christian Tuch & Noel O'Sullivan, 2007)

Αυτό το άρθρο παρουσιάζει μια ανασκόπηση εμπειρικών ερευνών όσον αφορά την επίδραση που έχει μια εξαγορά στην απόδοση των εταιρειών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι, βραχυπρόθεσμα, οι εξαγορές έχουν στην καλύτερη περίπτωση μια μη σημαντική επίδραση στον πλούτο των μετόχων, ενώ η μακροπρόθεσμη ανάλυση αποκαλύπτει σημαντικά αρνητικές αποδόσεις.

Οι βραχυπρόθεσμες περιόδους στις οποίες οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών μετρούνται ποικίλουν σημαντικά μεταξύ των διαφόρων ερευνών, με κάποιες μελέτες να ενσωματώνουν συγκρίσεις αποδόσεων έως τέσσερις μήνες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς (Franks and Harris, 1989) και τρεις μήνες

μετά (Higson and Elliot, 1998). Οποιαδήποτε περίοδος και αν επιλεγεί, όμως, τα αποτελέσματα δίνουν πολύ μικρές (αν υπάρχουν) θετικές αποδόσεις στους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών. Από το σύνολο των ερευνών που εξετάζονται στο άρθρο αυτό (περίπου 20), μόνο δύο βρίσκουν σημαντικά θετικές αποδόσεις για τους αγοραστές (Asquith *et al.*, 1983 για τις Η.Π.Α., Franks and Harris, 1989 για το Η.Β.). Θα πρέπει να σημειωθεί, όμως, ότι αυτές οι δύο μελέτες συμπεριλαμβάνουν εξαγορές από τη δεκαετία του 1950 και του 1960 όταν οι εξαγορές ήταν πιο επικερδής υπόθεση για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών. Όλες οι υπόλοιπες μελέτες τόσο για τις Η.Π.Α. όσο και για το Η.Β. βρίσκουν είτε μη σημαντικές διαφορές στις αποδόσεις των αγοραστών είτε σημαντικά αρνητικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Οι πιο πρόσφατες έρευνες δίνουν αυξανόμενες αρνητικές αποδόσεις για τους αγοραστές, ενώ στοιχεία από άλλες χώρες τείνουν να δίνουν πιο θετικές αποδόσεις από ότι για την Αμερική και το Ηνωμένο Βασίλειο. Για παράδειγμα, οι Campa and Hernando (2004) αναφέρουν μη σημαντικά κέρδη για ένα δείγμα ευρωπαϊκών εξαγορών, ενώ οι Ben-Amar and Andre (2006) αναφέρουν θετικές αποδόσεις για την περίοδο ανακοίνωσης για ένα δείγμα εισηγμένων ιαπωνικών εταιρειών. Η μελέτη των Sudarsanam and Mahate (2003) δίνει χρήσιμα αποτελέσματα όσον αφορά τη βραχυπρόθεσμη απόδοση ενός δείγματος 519 εταιρειών από το Ηνωμένο Βασίλειο για την περίοδο 1983 – 1995. Οι συγγραφείς αναφέρουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς (-1,+1 ημέρες) της τάξης του 1,4% (μόνο το 1/3 των αγοραστών είχαν κέρδη). Όσον αφορά το εκτεταμένο event window μετά την ανακοίνωση (+2,+40 ημέρες) οι συγγραφείς αναφέρουν και πάλι γενικά αρνητικές αποδόσεις (χωρίς, όμως, στατιστικά σημαντικές διαφορές). Συνεπώς με αυτή τη μελέτη είναι και άλλη μια, των Holl and Kyriazis (1997), η οποία αναφέρει αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 1,25% στους αγοραστές δύο μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς (στατιστικά σημαντικές). Τέλος, βραχυπρόθεσμα στο εκτεταμένο

event window το 50% των αγοραστών έχουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.

Όσον αφορά τη μακροπρόθεσμη απόδοση των εξαγορών, τα αποτελέσματα πρόσφατων ερευνών δείχνουν μη σημαντικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Για παράδειγμα, στη μελέτη του Limmack (1991) αναφέρονται σημαντικά αρνητικές αποδόσεις για ένα δείγμα 448 εξαγορών κατά την περίοδο 1977 – 1986 στο Η.Β. (-5,55% για τους πρώτους 12 μήνες μετά την εξαγορά και -14,96% για τους 24 μήνες μετά την εξαγορά (Market Model)). Σημαντικά αρνητικές αποδόσεις αναφέρονται και σε άλλες έρευνες όπως των: Kennedy and Limmack (1996) που περιλάμβανε εξαγορές της δεκαετίας του 1980, Gregory (1997) με εξαγορές από το 1984 έως το 1992 και Sudarsanam and Mahate (2003, 2006). Διάφορες μελέτες που αφορούν τις Η.Π.Α. δίνουν τα ίδια αποτελέσματα με μελέτες που αφορούν το Η.Β. (με τους Agrawal et al. (1992), Loughran and Vijh (1997) και Rau and Vermaelen (1998) να αναφέρουν όλοι σημαντικά αρνητικές αποδόσεις). Μια άλλη πρόσφατη μελέτη από τους Alexandridis et al. (2006) που χρησιμοποιεί το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama – French και το CAPM δίνει και πάλι αρνητικές αποδόσεις της τάξης του 1% (στατιστικά σημαντικές) για τους 36 μήνες μετά την εξαγορά. Σημαντικές αρνητικές αποδόσεις της τάξης του 9,36% και του 27% για τα τρία και πέντε έτη μετά την εξαγορά αναφέρονται στη μελέτη των Gregory and McCorrison (2005), όπως και στη μελέτη των Conn et al., (2005) για τα τρία έτη μετά την εξαγορά αναφέρονται αρνητικές αποδόσεις της τάξης του 20%.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς εξετάζουν το πώς επηρεάζουν τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς τις αποδόσεις των αγοραστών τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Όσον αφορά τη διάθεση της εξαγοράς, η μελέτη του Bradley (1980) δίνει θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές με δημόσιες προσφορές (περίπου 4%) για το διάστημα των

τεσσάρων μηνών γύρω από την ανακοίνωση (-2,+2 μήνες). Επίσης, σύμφωνα με τη μελέτη του Walker (2000) οι φιλικές εξαγορές έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις ενώ οι δημόσιες προσφορές μη στατιστικά σημαντικά κέρδη κατά την περίοδο των πέντε ημερών γύρω από την ανακοίνωση. Τέλος, σύμφωνα με τους Cosh and Guest (2001) οι εχθρικές εξαγορές βελτιώνουν την κερδοφορία της εταιρείας στα τρία έτη μετά την εξαγορά κατά 4,9% κάθε έτος, σε σύγκριση με το -0,7% των φιλικών εξαγορών. **Σε γενικές γραμμές, στις εχθρικές εξαγορές οι αγοραστές φαίνεται να κερδίζουν μακροπρόθεσμα, αλλά χάνουν κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης.**

Σχετικά με τον τρόπο πληρωμής, αρκετές μελέτες βρίσκουν ότι οι εξαγορές με μετρητά σχετίζονται με καλύτερη απόδοση τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα από ότι οι εξαγορές με μετοχές. Για παράδειγμα, στη μελέτη του ο Travlos (1987) βρίσκει σημαντικές αρνητικές αποδόσεις (-2,09%) για τις εξαγορές με μετοχές, και μη σημαντικά κέρδη (0,37%) για τις εξαγορές με μετρητά. Οι Loughran and Vijh (1997) στην έρευνά τους βρίσκουν ότι οι εξαγορές με μετοχές έχουν μικρότερη απόδοση από τις εξαγορές με μετρητά σε χρονικό ορίζοντα πέντε ετών. Στα ίδια αποτελέσματα καταλήγουν και οι μελέτες των Walker (2000), Linn and Switzer (2001) και Cosh and Guest (2001), με τους τελευταίους να βρίσκουν σημαντικά κέρδη (6,32%) από τις φιλικές εξαγορές με μετρητά και μη σημαντικά κέρδη από τις εχθρικές εξαγορές με μετρητά, καθώς και σημαντική αύξηση της κερδοφορίας τα τρία έτη μετά την εξαγορά (4,9%) από τις εχθρικές εξαγορές και μη σημαντική μείωση της κερδοφορίας (-0,7%) από τις φιλικές. Ακόμη, οι μελέτες των Antoniou and Zhao (2004) και Moeller *et al.*, (2004) βρίσκουν καλύτερες αποδόσεις για τις εξαγορές με μετρητά κατά τη διάρκεια τόσο των τριών ετών μετά την εξαγορά όσο και κατά τη διάρκεια των τριών ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Οι προσφορές με μετρητά δίνουν σήμα στην αγορά ότι οι managers του αγοραστή αναμένουν αύξηση της αξίας της επιχείρησής

τους κατά την περίοδο μετά την εξαγορά, ενώ οι προσφορές με μετοχές μειώνουν την τιμή της μετοχής (ο αριθμός των μετοχών αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης μένει σταθερή). Γενικά, **οι προσφορές με μετρητά αποδίδουν καλύτερα από τις προσφορές με μετοχές.**

Αρκετές μελέτες έχουν γίνει και όσον αφορά το είδος της εξαγοράς (συσχετισμένη, ασυσχέτιστη). Βραχυπρόθεσμα, η μελέτη των Hubbard and Palia (1999) δίνει θετικές αποδόσεις (1,62%) για τις συσχετισμένες εξαγορές και μη σημαντικές αποδόσεις για τις ασυσχέτιστες (για την περίοδο 11 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς). Τα ίδια αποτελέσματα δίνει και η μελέτη του Walker (2000) με σημαντικά θετικές αποδόσεις για τις συσχετισμένες εξαγορές (1,6%) και αρνητικές αποδόσεις (-3,35%) για τις ασυσχέτιστες (για την περίοδο 5 ημερών γύρω από την ανακοίνωση). Μακροπρόθεσμα, οι ασυσχέτιστες εξαγορές έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις (-11,33% για τους 24 μήνες μετά την εξαγορά), ενώ οι συσχετισμένες εμφανίζουν μη στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις (-3,48% για την ίδια περίοδο). Σε γενικές γραμμές, **οι επενδυτές δε φαίνεται να εμπιστεύονται τις συνέργειες από τις ασυσχέτιστες εξαγορές.**

Τέλος, ο ρόλος της προ εξαγοράς απόδοσης στην απόδοση μετά την εξαγορά μετρείται με τους δείκτες P/E και MTBV. Λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι ένα υψηλό P/E, υψηλό MTBV και συνθήκες οικονομικής άνθησης θεωρούνται γενικά θετικά στοιχεία για την απόδοση μιας εταιρείας, προκαλεί έκπληξη το ότι οι αγοραστές αποδίδουν ιδιαίτερα άσχημα όταν η προ εξαγοράς απόδοσή τους είναι καλή. Σύμφωνα με τον Roll (1986) η εξήγηση βρίσκεται στην υπεραισιοδοξία των managers. Το κύριο επιχείρημα είναι ότι οι managers είναι υπεραισιόδοξοι και καθοδηγούνται λάθος όταν η επιχείρησή τους έχει καλή απόδοση πριν την εξαγορά. Οι Rau and Vermaelen (1998) βρίσκουν ότι οι αγοραστές με χαμηλό MTBV κερδίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις της τάξης του 16% στις εχθρικές εξαγορές και 8% στις φιλικές (κατά τη διάρκεια

των τριών ετών μετά την εξαγορά). Επίσης, οι Sudarsanam and Mahate (2003) στην έρευνά τους βρίσκουν ότι οι αγοραστές με χαμηλό P/E έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις της τάξης του -4,49% κατά την περίοδο των 40 ημερών μετά την εξαγορά. Για την περίοδο των 41 ημερών έως 750 ημέρες μετά την εξαγορά αναφέρουν σημαντικές απώλειες που κυμαίνονται από 17,28% έως 46,58% για τους αγοραστές με υψηλό P/E και απώλειες μεταξύ 2,04% και 8,63% για τους αγοραστές με χαμηλό P/E. Επίσης, αναφέρονται μη κανονικές αποδόσεις που κυμαίνονται από -16,20% έως -26,07% για τους αγοραστές με υψηλό MTBV και μη κανονικές αποδόσεις από -11,07% έως -16,16% για τους αγοραστές με χαμηλό MTBV. Γενικά, **οι αγοραστές με υψηλό P/E ή MTBV (glamour acquirers) είναι υπερτιμημένοι στη βάση της παρελθοντικής καλής απόδοσής τους.** Αντίθετα, **οι αγοραστές με χαμηλό P/E ή MTBV (value acquirers) υπόκεινται σε χαμηλή απόδοση στο παρελθόν, και επομένως είναι αναγκασμένοι να εκτιμήσουν τις εξαγορές τους πιο προσεκτικά.**

Κεφάλαιο 3: Δείγμα και Μεθοδολογία

A. Δείγμα

Οι πληροφορίες σχετικά με τις εξαγορές που συμπεριλάβαμε στην εργασία μας αποκτήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson One Banker Deals. Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που ανακοίνωσαν εξαγορά από 1/1/1993 έως 31/12/2006 σε έξι ευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία, Ισπανία και Σουηδία). Στο δείγμα μας περιλαμβάνονται μόνο εθνικές συναλλαγές (αγοραστής και εξαγοραζόμενος βρίσκονται στην ίδια χώρα). Επίσης, η αξία της κάθε συναλλαγής πρέπει να ξεπερνά το 1 εκ. \$. Με βάση αυτά τα στοιχεία το αρχικό δείγμα περιελάμβανε 1.261 εξαγορές από τις άνω χώρες. Τα φίλτρα που χρησιμοποιήσαμε για να ξεκαθαρίσουμε το δείγμα είναι τα ακόλουθα:

- Πριν από την εξαγορά, ο αγοραστής πρέπει να κατέχει ένα ποσοστό (από 0% έως 50%) του εξαγοραζόμενου,
- Μετά από την εξαγορά, το ποσοστό αυτό πρέπει να υπερβαίνει το 50% (από 50,01% έως και το 100%) του εξαγοραζόμενου,
- Τέλος, για μια περίοδο τριών ετών δε θα πρέπει να υπάρχουν διαδοχικές εξαγορές από την ίδια εταιρεία (δηλ. οι αποδόσεις της θα πρέπει να είναι «καθαρές» από την επίδραση και άλλης εξαγοράς).

Με βάση αυτά τα φίλτρα, το δείγμα μας μειώνεται αρκετά. Όσον αφορά τις τιμές των μετοχών των εταιρειών αυτών, τις παίρνουμε από τη βάση δεδομένων Datastream. Από τη Datastream παίρνουμε επίσης και τις τιμές των χρηματιστηριακών δεικτών των χωρών που μας ενδιαφέρουν. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που χρησιμοποιήσαμε για κάθε χώρα είναι οι ακόλουθοι:

Πίνακας 1

Χώρα	Χρηματιστηριακός δείκτης
Γαλλία	France CAC 40
Γερμανία	DAX 30
Ολλανδία	AEX (INDEX)
Ιταλία	MILAN MIBTEL
Ισπανία	IBEX 35

Στην προσπάθειά μας για εύρεση των τιμών των μετοχών των εταιρειών του δείγματός μας, συναντήσαμε αρκετές εταιρείες για τις οποίες δεν υπήρχαν διαθέσιμες τιμές. Η έλλειψη τιμών ήταν σχεδόν καθολική για τη Σουηδία, την οποία και αφαιρέσαμε από το δείγμα. Επίσης, αφαιρούμε και όλες τις άλλες εταιρείες για τις οποίες δεν υπάρχουν διαθέσιμες οι τιμές της μετοχής τους (ανεξάρτητα της χώρας στην οποία ανήκουν). Εξαιτίας αυτής της έλλειψης δεδομένων, το τελικό μας δείγμα μειώνεται κατά πολύ και ανέρχεται στις 291

εταιρείες οι οποίες έχουν ανακοινώσει εξαγορά κατά το διάστημα 1/1/1993 έως 31/12/2006 από τις πέντε υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες.

B. Μεθοδολογία

Σε αυτή την εργασία θα επιδιώξουμε αρχικά να δούμε κατά πόσο οι εταιρείες που πραγματοποιούν μια εξαγορά έχουν ή όχι μη κανονικές αποδόσεις. Επίσης, θα προσπαθήσουμε να ελέγξουμε τη σημαντικότητα ή όχι των αποδόσεων αυτών. Τέλος, θα επιχειρήσουμε να καταλάβουμε το κατά πόσο οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζονται από ορισμένες μεταβλητές (σχετικές με την αγοράστρια εταιρεία και την συναλλαγή γενικότερα) καθώς και το είδος της επιροής αυτής (θετική ή αρνητική). Οι μεταβλητές που μας ενδιαφέρουν είναι οι εξής:

- Το status της εταιρείας στόχου εξαγοράς (ιδιωτική ή εισηγμένη στο χρηματιστήριο) (d_1),
- Ο δείκτης MTBV (Market-To-Book Value) του αγοραστή (x_1),
- Το Total Gearing Ratio του αγοραστή (x_2),
- Το Long-Term Debt Ratio του αγοραστή (x_3),
- Το Debt-To-Equity Ratio του αγοραστή (x_4),
- Το industrial relatedness μεταξύ των δύο εταιρειών (οριζόντια ή μη οριζόντια εξαγορά) (d_2) και τέλος
- Η χώρα στην οποία γίνεται η εξαγορά (**country dummy**).

Οι ψευδομεταβλητές d_1 και d_2 παίρνουν τιμές ως εξής: η d_1 παίρνει την τιμή 1 αν ο αγοραστής εξαγοράζει εισηγμένη εταιρεία και 0 αν εξαγοράζει ιδιωτική και η d_2 παίρνει την τιμή 1 αν η εξαγορά είναι οριζόντια και 0 αν δεν είναι οριζόντια. Για την country dummy θα μιλήσουμε στη συνέχεια.

Για την έυρεση των αποτελεσμάτων μας, θα εφαρμόσουμε τη μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων (**Abnormal Returns ή Event Study Methodology**). Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των

μετοχών των αγοραστριών εταιρειών κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της εξαγοράς μέχρι τη στιγμή της ολοκλήρωσής της, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου (συνήθως 3 – 5 έτη προ της εξαγοράς) η οποία είναι καθαρή από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται μη κανονική απόδοση (abnormal return ή residual) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Αν η διαφορά αυτή είναι θετική τότε η εξαγορά δημιουργεί αξία, αν είναι αρνητική τότε καταστρέφει αξία, ενώ αν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της εξαγοράς είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί αν ισχύουν οι επιπτώσεις αυτές για το δείγμα των παρατηρήσεων γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας.

Η μη κανονική απόδοση (**Abnormal Return ή AR**) δίνεται από τον τύπο:

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

όπου:

j = ο αριθμός των μετοχών του δείγματος,

t = οι χρονικές περίοδοι (μήνες ή μέρες),

R_{jt} = οι αποδόσεις των μετοχών j στη χρονική περίοδο t ,

$E(R_{jt})$ = οι προβλεπόμενες αποδόσεις των μετοχών j στην χρονική περίοδο t

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περίοδοι. Αυτές είναι, η **περίοδος υπολογισμού (estimation period)** των «καθαρών» αποδόσεων και η **περίοδος παρατήρησης (observation period)** που μπορεί να χωριστεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα **event windows**. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημοσίαις ανακοινώσεως του bid) λέγεται **event day/month** και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Συνήθως το estimation period τελειώνει 1 με 3 μήνες πριν το σημείο 0 για

να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί και να οφείλεται και σε διαρροή πληροφοριών.

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα (με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται), ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, τα οποία λέγονται και benchmark returns, είναι κάπως πιο πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρόμησης με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων (όπως το Market Model το οποίο είναι μια απλούστευση του CAPM, το Mean Adjusted Return Model, το Market Adjusted Return Model και άλλα υποδείγματα). Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων, θα χρησιμοποιήσουμε το **Υπόδειγμα Της Αγοράς (Market Model)**. Το υπόδειγμα αυτό συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς που συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς. Με αυτή τη διαδικασία οι αποδόσεις λαμβάνουν υπ'όψιν τον κίνδυνο της αγοράς.

Πιο αναλυτικά τα στάδια της όλης διαδικασίας για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων έχουν ως εξής:

Πρώτο στάδιο: Έυρεση της ημερομηνίας δημόσιας ανακοίνωσης του bid και της ημερομηνίας ολοκλήρωσής του.

Δεύτερο στάδιο: Συλλογή των τιμών των μετοχών για τις αγοράστριες εταιρείες, για μια περίοδο 3 ετών προ της ανακοίνωσης του bid και 3 ετών μετά (μηνιαία δεδομένα).

Τρίτο στάδιο: Δημιουργία της περιόδου υπολογισμού (estimation period) και της περιόδου παρατήρησης (observation period). Η περίοδος υπολογισμού θα είναι το διάστημα (-36, -2 μήνες) και η περίοδος παρατήρησης το διάστημα (-1, +36 μήνες) το οποίο θα χωρίζεται στα επιμέρους event windows.

Τέταρτο στάδιο: Υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων με βάση τα δεδομένα του δεύτερου σταδίου για την περίοδο παρατήρησης του γεγονότος.

Πέμπτο στάδιο: Υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων κατά την περίοδο παρατήρησης.

Έκτο στάδιο: Υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων κατά την περίοδο παρατήρησης και στατιστικός έλεγχος σημαντικότητας.

Όσον αφορά το τρίτο στάδιο και την περίοδο παρατήρησης, τα επιμέρους event windows στα οποία θα χωριστεί διακρίνονται σε δύο κατηγορίες (short run & long run) και θα είναι τα ακόλουθα: (α) για το short run (-1,+1 μήνες), ο μήνας μηδέν (ο μήνας της ανακοίνωσης) και (0,+2 μήνες) και (β) για το long run (+3,+6 μήνες), (+3,+12 μήνες) και (+3,+36 μήνες). Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων του πέμπτου σταδίου γίνεται με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$R_{jt} = (P_{jt} - P_{jt-1}) / P_{jt-1} \quad (2)$$

όπου τα P_{jt} και P_{jt-1} είναι η τιμή της μετοχής της εταιρείας j στη χρονική περίοδο t και $t-1$ αντίστοιχα. Σχετικά με τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων της περιόδου παρατήρησης του τέταρτου σταδίου, αυτές υπολογίζονται με τον ακόλουθο τύπο:

$$E(R_{jt}) = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt} \quad (3)$$

Σε αυτόν τον τύπο το R_{mt} είναι η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς κατά την περίοδο παρατήρησης. Το e_{jt} αντιπροσωπεύει τον όρο σφάλματος, και τα α_j και β_j είναι οι παράμετροι που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια της περιόδου υπολογισμού με την παλινδρόμηση του R_{jt} στο R_{mt} ($R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt}$), τις οποίες αποθηκεύουμε για να τις χρησιμοποιήσουμε στη συνέχεια για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων της περιόδου παρατήρησης. Η

παράμετρος α αντιπροσωπεύει τον σταθερό όρο (intercept term) της παλινδρόμησης, και η παράμετρος β το beta της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά (systematic risk). Τέλος, ο υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων κατά την περίοδο παρατηρήσεως γίνεται (όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως) με τον ακόλουθο τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (ER_{jt})$$

είναι δηλαδή, η διαφορά μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματικών αποδόσεων. Οι προβλεπόμενες αποδόσεις δείχνουν τι θα είχε συμβεί στον πλούτο των μετόχων, αν δεν είχε συμβεί η προσφορά εξαγοράς, και οι μη κανονικές αποδόσεις δείχνουν την επίπτωση του γεγονότος της εξαγοράς στον πλούτο των μετόχων. Ακόμη, για να δούμε συνολικά την απόδοση μιας εταιρείας σε μια χρονική περίοδο, υπολογίζουμε τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, οι οποίες ισούνται με το άθροισμα των μη κανονικών αποδόσεων:

$$CAR_{jt} = \sum AR_{jt} \quad (4)$$

Τέλος, για να κάνουμε τον στατιστικό έλεγχο σημαντικότητας, χρειάζεται να υπολογίσουμε τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AAR) καθώς και τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR), οι οποίες υπολογίζονται από τους ακόλουθους τύπους:

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

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_{jt} \quad (6)$$

Το AAR_t είναι η μέση μη κανονική απόδοση όλων των εταιρειών του δείγματος σε κάθε χρονικό σημείο t της περιόδου παρατηρήσεως, και το $CAAR_t$ είναι η αθροιστική απόδοση αυτών στην ίδια χρονική περίοδο. Για να μπορέσουμε να αποφασίσουμε αν είναι στατιστικά σημαντικές οι αποδόσεις που βρήκαμε (τα AARs και τα CAARs), πρέπει να υπολογίσουμε το t-statistic των AARs και των CAARs. Για το t-statistic των AARs, διαιρούμε τα AARs

της περιόδου παρατηρήσεως με το standard error που έχουν κατά την περίοδο υπολογισμού για να επιτευχθεί σταθερή διακύμανση:

$$t_{AARs} = (AAR_t) / S(AAR_t) \quad (7)$$

όπου το standard error υπολογίζεται ως εξής:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\sum_{t=-36}^{-2} \frac{[(AAR_t - \overline{AAR}_t)]^2}{(t-1)}} \quad (8)$$

και το

$$\overline{AAR}_t = \sum_{t=-36}^{-2} \frac{AAR_t}{t} \quad (9)$$

είναι ο μέσος όρος των AARs όλων των επιχειρήσεων του δείγματος καθ'όλη την περίοδο υπολογισμού. Για το t-statistic των CAARs διαιρούμε τα CAARs της περιόδου παρατηρήσεως με το standard error που έχουν κατά την περίοδο παρατηρήσεως:

$$t_{CAARs} = (CAAR_t) / \sqrt{T} * S(AAR_t) \quad (10)$$

όπου το T είναι ο συνολικός αριθμός χρονικών σημείων της περιόδου παρατηρήσεως.

Αφού έχουμε υπολογίσει τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματός μας, στη συνέχεια θα πρέπει να δούμε κατά πόσο οι μεταβλητές που μας ενδιαφέρουν (οι οποίες αναφέρονται στην αρχή της παραγράφου αυτής), επηρεάζουν τις αποδόσεις αυτές. Επειδή στις μεταβλητές που μας ενδιαφέρουν περιλαμβάνονται οι Total Gearing Ratio, Long-Term Debt Ratio και Debt-To-Equity Ratio πρέπει να χωρίσουμε το δείγμα μας σε δύο υποομάδες: *(α) η πρώτη θα περιέχει όλες τις εταιρείες (δείγμα 1) και (β) η δεύτερη δε θα περιέχει τις εταιρείες για τις οποίες η Thomson έχει τον χαρακτηρισμό “Financials” (δείγμα 2).* Η διάκριση

αυτή γίνεται γιατί για τις χρηματοοικονομικές εταιρείες δεν έχουν νόημα οι τρεις αυτοί δείκτες. Έπειτα, θα κάνουμε πολλαπλή παλινδρόμηση στα δύο αυτά δείγματα. Στην παλινδρόμηση του δείγματος 1 θα συμπεριλάβουμε όλες τις μεταβλητές εκτός από τις: Total Gearing Ratio, Long-Term Debt Ratio και Debt-To-Equity Ratio. Στην παλινδρόμηση του δείγματος 2 θα συμπεριλάβουμε όλες τις μεταβλητές χωρίς εξαίρεση, με τη διαφορά ότι θα γίνουν τρεις διαφορετικές παλινδρομήσεις (στην πρώτη θα συμπεριλάβουμε το δείκτη Total Gearing Ratio, στη δεύτερη το Total Gearing Ratio και στην τρίτη το Debt-To-Equity Ratio). Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι πριν από την ανάλυση παλινδρόμησης θα κάνουμε correlation analysis για να δούμε σε τι ποσοστό οι μεταβλητές που μας ενδιαφέρουν συσχετίζονται μεταξύ τους. Αν υπάρχει συσχέτιση σε ποσοστό πάνω από 50% οι συγκεκριμένες μεταβλητές αφαιρούνται από την εξίσωση παλινδρόμησης.

Σχετικά με τις τιμές που θα πάρουν οι ψευδομεταβλητές, όπως είπαμε και προηγουμένως η d_1 θα πάρει την τιμή 1 για την εξαγορά εισηγμένης εταιρείας και 0 για την εξαγορά ιδιωτικής και η d_2 θα πάρει την τιμή 1 αν η εξαγορά είναι οριζόντια και 0 αν δεν είναι οριζόντια. Για την country dummy θα δουλέψουμε ως εξής: θα αφήσουμε έξω την χώρα με τις περισσότερες παρατηρήσεις (Γαλλία) και θα χρησιμοποιήσουμε 4 ψευδομεταβλητές, μία για κάθε μια από τις υπόλοιπες χώρες. Δηλαδή, η d_3 θα πάρει την τιμή 1 αν η εξαγορά έχει γίνει στη Γερμανία και 0 αν έχει γίνει σε άλλη χώρα, η d_4 θα πάρει την τιμή 1 αν η εξαγορά έχει γίνει στην Ολλανδία και 0 αλλού, η d_5 θα πάρει την τιμή 1 για εξαγορά στην Ιταλία και 0 αλλού και η d_6 θα πάρει την τιμή 1 για εξαγορά στην Ισπανία και 0 αλλού. Αν κάποια από τις τέσσερις χώρες που χρησιμοποιήσαμε βρεθεί στατιστικά σημαντική, αυτό συνεπάγεται ότι η χώρα που αφήσαμε εκτός παλινδρόμησης (η χώρα με τις περισσότερες παρατηρήσεις) δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αν δεν είναι καμία χώρα (από τις τέσσερις που χρησιμοποιούμε) στατιστικά σημαντική, τότε αφήνουμε εκτός παλινδρόμησης τη δεύτερη μεγαλύτερη χώρα σε αριθμό παρατηρήσεων και

ξανατρέχουμε την παλινδρόμηση με τέσσερις πάλι ψευδομεταβλητές (για τις υπόλοιπες 4 χώρες) κ.ο.κ.. Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι τόσο το δείγμα 1 όσο και το δείγμα 2 θα μειωθούν κι άλλο γιατί δεν υπάρχουν διαθέσιμοι οι δείκτες που μας ενδιαφέρουν για όλες τις εταιρείες του δείγματός μας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

Κεφάλαιο 4: Εμπειρικά Αποτελέσματα

Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα, έχουμε χωρίσει το δείγμα των εξαγορών μας από 5 ευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Ιταλία και Ισπανία) σε δύο υποομάδες: το δείγμα 1 (που περιέχει όλες τις εταιρείες) και το δείγμα 2 (που έχουμε αφαιρέσει τις εταιρείες με τον χαρακτηρισμό “Financials”). Για την εύρεση των μη κανονικών αποδόσεων, όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, χρησιμοποιήσαμε τη **Μέθοδο Των Μη Κανονικών Αποδόσεων** (Abnormal Returns Methodology) σε συνδυασμό με το **Υπόδειγμα Της Αγοράς** (Market Model). Με βάση τους τύπους (1) έως (10) έχουμε υπολογίσει τις μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) για όλες τις εταιρείες σε κάθε χρονική περίοδο καθώς και το αντίστοιχο t-statistic τους. Το t-statistic των CAARs το υπολογίζουμε για να μπορέσουμε να κρίνουμε τη στατιστική σημαντικότητα των αποδόσεων που υπολογίσαμε. Στη συνέχεια, θα δούμε τα αποτελέσματα που προέκυψαν για τα δύο δείγματά μας, για όλα τα event windows καθώς και για τις διαφορετικές κατηγορίες που εξετάζουμε.

A. Δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες)

Οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών βραχυπρόθεσμα φαίνεται να έχουν καλύτερες (και στατιστικά σημαντικές στο 5%) αποδόσεις από τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών (αρνητικές αποδόσεις αλλά όχι στατιστικά σημαντικές) (στο event window (-1,+1) απόδοση της τάξης του 3,36% σε σχέση με το -1,70% των αγοραστών εισηγμένων, και στο event window (0,+2) απόδοση 3,39% σε σχέση με το -0,75% για τους αγοραστές εισηγμένων). Μακροπρόθεσμα, όμως, τα αποτελέσματα αντιστρέφονται. Σε όλα τα event windows οι αγοραστές εισηγμένων εταιρειών έχουν μικρότερες (αλλά στατιστικά σημαντικές) απώλειες από ότι οι αγοραστές ιδιωτικών. Στον επόμενο πίνακα μπορούμε να παρατηρήσουμε τα αντίστοιχα CAARs καθώς επίσης και τη σημαντικότητά τους.

Πίνακας 2

	Public Target	Private Target
Short-run		
Event window (-1,+1)	-1,70%	3,36%
t-statistic	(-0,96)	(2,27) ^b
Event window (0)	0,24%	0,85%
t-statistic	(0,22)	(0,99)
Event window (0,+2)	-0,75%	3,39%
t-statistic	(-0,86)	(2,32) ^b
Long-run		
Event window (+3,+6)	-0,35%	-6,08%
t-statistic	(-0,34)	(-10,29) ^a
Event window (+3,+12)	-4,95%	-8,20%
t-statistic	(-3,09) ^a	(-2,55) ^b
Event window (+3,+36)	-20,84%	-28,54%
t-statistic	(-7,07) ^a	(-5,21) ^a

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Στον ακόλουθο πίνακα μπορούμε να δούμε τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών, που εμπλέκονται τόσο σε εξαγορές εισηγμένων όσο και σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών, σε επίπεδο χώρας. Όπως παρατηρούμε, βραχυπρόθεσμα, στη Γαλλία και στην Ισπανία έχουμε θετικές αποδόσεις είτε η εξαγοράσουςα εταιρεία είναι εισηγμένη είτε ιδιωτική (με καλύτερες αποδόσεις για τις ιδιωτικές). Στις άλλες τρεις χώρες παρατηρούμε μεγαλύτερες αποδόσεις για εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών. Μακροπρόθεσμα, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις έχουμε αρνητικές αποδόσεις (μικρότερες για την περίπτωση εισηγμένων εξαγορών) με εξαίρεση τις εξαγορές της Ισπανίας, όπου παρατηρούμε θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις (κυρίως στην περίπτωση όπου η εξαγοράζουσα είναι εισηγμένη).

Πίνακας 3

	Public					Private				
	France	Germany	Holland	Italy	Spain	France	Germany	Holland	Italy	Spain
Short-run										
Event window (-1,+1)	1,16%	-5,75%	-3,44%	-8,59%	5,84%	2,21%	6,86%	0,63%	3,38%	4,74%
t-statistic	(0,65)	(-3,24) ^a	(-1,94) ^c	(-4,84) ^a	(3,29) ^a	(1,49)	(4,63) ^a	(0,43)	(2,28) ^b	(3,20) ^a
Event window (0)	0,40%	0,89%	-0,21%	-2,72%	4,29%	1,45%	1,88%	1,41%	-0,61%	0,77%
t-statistic	(0,30)	(0,41)	(-0,04)	(-1,34)	(3,93) ^a	(0,69)	(0,56)	(0,58)	(-0,43)	(0,50)
Event window (0,+2)	2,70%	-2,91%	-4,72%	-6,58%	1,41%	2,24%	2,11%	2,17%	4,92%	4,57%
t-statistic	(3,09) ^a	(-3,32) ^a	(-5,39) ^a	(-7,51) ^a	(1,61)	(1,53)	(1,44)	(1,48)	(3,36) ^a	(3,12) ^a
Long-run										
Event window (+3,+6)	-0,40%	-0,04%	-6,64%	0,12%	4,86%	-7,39%	-9,76%	-6,57%	-1,28%	-7,30%
t-statistic	(-0,40)	(-0,04)	(-6,61) ^a	(0,12)	(4,84) ^a	(-12,52) ^a	(-16,54) ^a	(-11,13) ^a	(-2,16) ^b	(-12,37) ^a
Event window (+3,+12)	-5,18%	-8,18%	-4,59%	-7,47%	5,34%	-8,38%	-21,53%	-12,73%	-4,70%	-3,13%
t-statistic	(-2,67) ^a	(-4,21) ^a	(-2,36) ^b	(-3,85) ^a	(2,75) ^a	(-2,61) ^a	(-6,70) ^a	(-3,96) ^a	(-1,46)	(-0,97)
Event window (+3,+36)	-23,17%	-42,11%	-14,49%	-23,30%	24,58%	-50,37%	-46,30%	-37,62%	-17,83%	1,91%
t-statistic	(-4,04) ^a	(-7,35) ^a	(-2,53) ^b	(-4,07) ^a	(4,29) ^a	(-9,19) ^a	(-8,45) ^a	(-6,86) ^a	(-3,25) ^a	(0,35)

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Στον επόμενο πίνακα βλέπουμε πώς κυμαίνονται οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών στα διάφορα event windows ανάλογα με το είδος της εξαγοράς που έχουν πραγματοποιήσει (οριζόντια ή μη οριζόντια). Όπως παρατηρούμε τα αποτελέσματα δεν είναι ξεκάθαρα, δηλαδή δε μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα αν οι οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν των μη οριζοντίων, ή συμβαίνει το αντίθετο.

Πίνακας 4

	Horizontal	Non-Horizontal
Short-run		
Event window (-1,+1)	1,49%	1,41%
t-statistic	(0,83)	(0,53)
Event window (o)	1,40%	-0,89%
t-statistic	(1,82) ^c	(-0,90)
Event window (o,+2)	1,51%	2,48%
t-statistic	(0,84)	(0,92)
Long-run		
Event window (+3,+6)	-2,53%	-6,65%
t-statistic	(-2,18) ^b	(-4,08) ^a
Event window (+3,+12)	-7,21%	-6,53%
t-statistic	(-5,27) ^a	(-1,28)
Event window (+3,+36)	-25,59%	-25,90%
t-statistic	(-5,76) ^a	(-3,69) ^a

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Στον επόμενο πίνακα φαίνονται οι αποδόσεις των αγοραστών ανά είδος εξαγοράς (οριζόντια ή μη οριζόντια) και ανά status της εξαγοραζόμενης εταιρείας (εισηγμένη ή ιδιωτική). Όπως παρατηρούμε, βραχυπρόθεσμα, οι οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών (θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις) υπερτερούν των οριζοντίων εξαγορών εισηγμένων εταιρειών (αρνητικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις) (μακροπρόθεσμα έχουν περίπου ίδιες και στατιστικά σημαντικές απώλειες σε επίπεδο σημαντικότητας 1%). Επίσης, οι οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών υπερτερούν και των μη οριζοντίων εξαγορών ιδιωτικών εταιρειών τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα.

Πίνακας 5

	Public Target & Horizontal	Private Target & Horizontal	Public Target & Non-Horizontal	Private Target & Non-Horizontal
Short-run				
Event window (-1,+1)	-1,80%	4,11%	-1,35%	2,30%
t-statistic	(-0,81)	(2,79) ^a	(-3,33) ^a	(0,67)
Event window (0)	0,45%	2,15%	-0,52%	-1,01%
t-statistic	(0,35)	(1,88) ^c	(-0,30)	(-0,91)
Event window (0,+2)	-1,03%	3,52%	0,21%	3,20%
t-statistic	(-0,69)	(1,73) ^c	(0,16)	(0,94)
Long-run				
Event window (+3,+6)	-0,91%	-3,81%	1,65%	-9,30%
t-statistic	(-0,49)	(-3,61) ^a	(0,45)	(-7,15) ^a
Event window (+3,+12)	-7,07%	-7,33%	2,56%	-9,44%
t-statistic	(-3,01) ^a	(-3,28) ^a	(0,45)	(-1,36)
Event window (+3,+36)	-25,49%	-25,32%	-4,47%	-32,80%
t-statistic	(-4,51) ^a	(-3,87) ^a	(-0,34)	(-3,52) ^a

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Τέλος, στον πίνακα που ακολουθεί παραθέτουμε μία ακόμη διάκριση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών με βάση το είδος της εξαγοράς (οριζόντια ή μη οριζόντια) και σε επίπεδο χώρας. Κατ'αρχήν παρατηρούμε ότι στη Γαλλία, στην Ολλανδία και στην Ισπανία οι οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν των μη οριζοντίων εξαγορών βραχυπρόθεσμα. Το αντίθετο συμβαίνει στη Γερμανία και στην Ιταλία, όπου οι μη οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν των οριζοντίων (πάλι βραχυπρόθεσμα). Μακροπρόθεσμα τα αποτελέσματα είναι λίγο ασαφή, με την Ισπανία να έχει τις περισσότερες θετικές αποδόσεις για τις οριζόντιες εξαγορές (για το event window (+3,+36) απόδοση 19,59%). Σε γενικές γραμμές μπορούμε να πούμε ότι η Ισπανία είναι η χώρα με τις καλύτερες αποδόσεις για τις οριζόντιες εξαγορές τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα, και η Γερμανία είναι η χώρα με τις καλύτερες αποδόσεις για τις μη οριζόντιες εξαγορές (μόνο βραχυπρόθεσμα).

Πίνακας 6

	Horizontal					Non-Horizontal				
	France	Germany	Holland	Italy	Spain	France	Germany	Holland	Italy	Spain
Short-run										
Event window (-1,+1)	3,28%	-2,43%	-0,67%	-0,55%	5,18%	-2,26%	9,84%	-0,83%	-0,21%	4,74%
t-statistic	(0,96)	(-0,86)	(-0,17)	(-0,22)	(1,31)	(-0,97)	(3,39) ^a	(-0,34)	(-0,05)	(1,10)
Event window (0)	2,21%	-0,01%	1,95%	-1,31%	4,10%	-2,21%	5,11%	-1,29%	-1,21%	-1,20%
t-statistic	(1,63)	(-0,01)	(0,62)	(-1,01)	(2,45) ^b	(-0,94)	(1,13)	(-0,34)	(-0,39)	(-0,49)
Event window (0,+2)	3,92%	-3,83%	0,87%	-1,74%	5,38%	-1,24%	9,40%	-2,13%	6,51%	2,39%
t-statistic	(1,42)	(-1,64)	(0,34)	(-0,56)	(1,36)	(-0,46)	(2,90) ^a	(-0,67)	(1,19)	(0,55)
Long-run										
Event window (+3,+6)	-2,88%	-1,45%	-7,53%	0,06%	-2,38%	-7,18%	-14,70%	-4,73%	-2,38%	-7,27%
t-statistic	(-1,81) ^c	(-0,61)	(-1,57)	(0,02)	(-1,24)	(-2,11) ^b	(-3,66) ^a	(-1,15)	(-1,53)	(-2,64) ^a
Event window (+3,+12)	-7,13%	-12,78%	-13,15%	-5,79%	0,86%	-6,21%	-20,31%	-3,75%	-5,20%	-3,70%
t-statistic	(-2,29) ^b	(-2,00) ^b	(-1,46)	(-1,46)	(0,13)	(-0,84)	(-1,90) ^c	(-0,60)	(-2,27) ^b	(-0,39)
Event window (+3,+36)	-38,84%	-42,12%	-45,68%	-8,25%	19,59%	-33,44%	-51,41%	5,23%	-39,11%	-5,92%
t-statistic	(-5,15) ^a	(-3,60) ^a	(-3,07) ^a	(-1,18)	(2,01) ^b	(-3,15) ^a	(-2,25) ^b	(0,30)	(-3,75) ^a	(-0,44)

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

B. Δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα)

Όσον αφορά τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών με βάση τη διάκριση των εξαγοραζόμενων εταιρειών σε ιδιωτικές και εισηγμένες ισχύουν τα ίδια ακριβώς αποτελέσματα με αυτά του δείγματος 1, δηλ. οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών βραχυπρόθεσμα φαίνεται να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών (στο event window (-1,+1) απόδοση της

τάξης του 3,78% σε σχέση με το -1,88% των αγοραστών εισηγμένων, και στο event window (0,+2) απόδοση 3,39% σε σχέση με το -1,93% για τους αγοραστές εισηγμένων). Μακροπρόθεσμα, όμως, τα αποτελέσματα αντιστρέφονται. Σε όλα τα event windows οι αγοραστές εισηγμένων εταιρειών έχουν μικρότερες απώλειες από ότι οι αγοραστές ιδιωτικών. Στον επόμενο πίνακα φαίνονται τα αντίστοιχα CAARs.

Πίνακας 7

	Public Target	Private Target
Short-run		
Event window (-1,+1)	-1,88%	3,78%
t-statistic	(-1,22)	(2,81) ^a
Event window (0)	0,30%	0,79%
t-statistic	(0,20)	(0,84)
Event window (0,+2)	-1,93%	3,39%
t-statistic	(-1,22)	(2,16) ^b
Long-run		
Event window (+3,+6)	-0,95%	-7,56%
t-statistic	(-0,78)	(-7,49) ^a
Event window (+3,+12)	-7,66%	-10,53%
t-statistic	(-2,82) ^a	(-2,41) ^b
Event window (+3,+36)	-30,00%	-34,46%
t-statistic	(-4,31) ^a	(-5,16) ^a

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Στον ακόλουθο πίνακα μπορούμε να δούμε τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών, που εμπλέκονται τόσο σε εξαγορές εισηγμένων όσο και σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών, σε επίπεδο χώρας (όπως και στο δείγμα 1). Όπως ακριβώς και στο δείγμα 1, έτσι και εδώ, παρατηρούμε ότι βραχυπρόθεσμα στη Γαλλία και στην Ισπανία έχουμε θετικές αποδόσεις είτε η εξαγοράσουςα εταιρεία είναι εισηγμένη είτε ιδιωτική. Στις άλλες τρεις χώρες παρατηρούμε μεγαλύτερες αποδόσεις για εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών. Μακροπρόθεσμα, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις έχουμε αρνητικές αποδόσεις (σε γενικές γραμμές μικρότερες

για την περίπτωση εισηγμένων εξαγορών) με εξαίρεση τις εξαγορές της Ισπανίας, όπου παρατηρούμε θετικές αποδόσεις.

Πίνακας 8

	Public					Private				
	France	Germany	Holland	Italy	Spain	France	Germany	Holland	Italy	Spain
Short-run										
Event window (-1,+1)	2,22%	-9,45%	-8,34%	-13,36%	7,44%	2,10%	5,12%	1,92%	4,99%	5,54%
t-statistic	(1,44)	(-6,13) ^a	(-5,41) ^a	(-8,67) ^a	(4,83) ^a	(1,56)	(3,81) ^a	(1,43)	(3,71) ^a	(4,12) ^a
Event window (0)	0,77%	-0,98%	-1,72%	-2,25%	4,42%	1,03%	1,98%	1,91%	-0,97%	0,66%
t-statistic	(0,44)	(-0,36)	(-0,24)	(-0,63)	(1,52)	(0,43)	(0,57)	(0,74)	(-0,49)	(0,40)
Event window (0,+2)	2,57%	-6,04%	-10,87%	-12,97%	1,98%	0,94%	0,78%	3,01%	7,34%	5,13%
t-statistic	(1,62)	(-3,82) ^a	(-6,87) ^a	(-8,20) ^a	(1,25)	(0,60)	(0,50)	(1,92) ^c	(4,68) ^a	(3,28) ^a
Long-run										
Event window (+3,+6)	-2,03%	-0,90%	-8,50%	2,83%	8,35%	-9,77%	-12,85%	-5,33%	-2,75%	-7,01%
t-statistic	(-1,68) ^c	(-0,74)	(-7,00) ^a	(2,33) ^b	(6,88) ^a	(-9,67) ^a	(-12,72) ^a	(-5,28) ^a	(-2,72) ^a	(-6,94) ^a
Event window (+3,+12)	-8,85%	-9,16%	-13,49%	-8,59%	7,07%	-13,54%	-29,90%	-12,75%	-3,08%	-2,24%
t-statistic	(-3,26) ^a	(-3,37) ^a	(-4,97) ^a	(-3,16) ^a	(2,60) ^a	(-3,09) ^a	(-6,83) ^a	(-2,91) ^a	(-0,70)	(-0,51)
Event window (+3,+36)	-31,27%	-43,87%	-38,33%	-41,67%	20,66%	-57,79%	-61,34%	-38,84%	-22,58%	1,51%
t-statistic	(-4,49) ^a	(-6,30) ^a	(-5,51) ^a	(-5,99) ^a	(2,97) ^a	(-8,66) ^a	(-9,19) ^a	(-5,82) ^a	(-3,38) ^a	(0,23)

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Η επόμενη διάκριση έχει να κάνει με το είδος της εξαγοράς (οριζόντια ή μη οριζόντια). Όπως παρατηρούμε, σε αυτό το δείγμα, οι οριζόντιες εξαγορές φαίνεται να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τις μη οριζόντιες βραχυπρόθεσμα (αλλά όχι στατιστικά σημαντικές), και μικρότερες απώλειες μακροπρόθεσμα (στατιστικά σημαντικές στο 1%).

Πίνακας 9

	Horizontal	Non-Horizontal
Short-run		
Event window (-1,+1)	2,05%	1,42%
t-statistic	(1,31)	(0,53)
Event window (o)	1,52%	-1,15%
t-statistic	(1,69) ^c	(-1,09)
Event window (o,+2)	1,75%	1,45%
t-statistic	(0,95)	(0,54)
Long-run		
Event window (+3,+6)	-3,89%	-8,30%
t-statistic	(-3,76) ^a	(-4,62) ^a
Event window (+3,+12)	-9,59%	-9,92%
t-statistic	(-4,43) ^a	(-1,67) ^c
Event window (+3,+36)	-32,77%	-34,68%
t-statistic	(-5,57) ^a	(-3,96) ^a

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Στη συνέχεια, όπως και στο δείγμα 1, έχουμε τις αποδόσεις των αγοραστών ανά είδος εξαγοράς (οριζόντια ή μη οριζόντια) και ανά status της εξαγοραζόμενης εταιρείας (εισηγμένη ή ιδιωτική). Όπως παρατηρούμε, οι οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών (θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις) υπερτερούν των οριζοντίων εξαγορών εισηγμένων εταιρειών (αρνητικές αλλά μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις) βραχυπρόθεσμα (μακροπρόθεσμα συμβαίνει το αντίθετο). Επίσης, οι οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών υπερτερούν και των μη οριζοντίων εξαγορών ιδιωτικών εταιρειών κυρίως βραχυπρόθεσμα, αλλά και μακροπρόθεσμα (στα δύο τελευταία event windows έχουν περίπου ίδιες απώλειες).

Πίνακας 10

	Public Target & Horizontal	Private Target & Horizontal	Public Target & Non-Horizontal	Private Target & Non-Horizontal
Short-run				
Event window (-1,+1)	-2,31%	4,91%	-0,20%	2,00%
t-statistic	(-1,01)	(4,65) ^a	(-0,08)	(0,55)
Event window (0)	0,42%	2,23%	-0,17%	-1,39%
t-statistic	(0,23)	(1,63)	(-0,09)	(-1,16)
Event window (0,+2)	-1,69%	4,00%	-2,88%	2,41%
t-statistic	(-0,98)	(2,09) ^b	(-2,44) ^b	(0,66)
Long-run				
Event window (+3,+6)	-1,37%	-5,52%	0,68%	-10,52%
t-statistic	(-0,86)	(-5,26) ^a	(0,24)	(-5,21) ^a
Event window (+3,+12)	-7,93%	-10,59%	-6,63%	-10,26%
t-statistic	(-3,32) ^a	(-3,00) ^a	(-0,83)	(-1,29)
Event window (+3,+36)	-32,28%	-32,08%	-20,91%	-36,99%
t-statistic	(-4,45) ^a	(-4,00) ^a	(-1,44)	(-3,49) ^a

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

Τέλος, στον πίνακα που ακολουθεί μπορούμε να δούμε μία ακόμη διάκριση των αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών με βάση το είδος της εξαγοράς (οριζόντια ή μη οριζόντια) και σε επίπεδο χώρας. Κατ'αρχήν παρατηρούμε ότι στη Γαλλία, στην Ολλανδία και στην Ισπανία οι οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν, σε γενικές γραμμές, των μη οριζοντίων εξαγορών βραχυπρόθεσμα. Το αντίθετο συμβαίνει στη Γερμανία, όπου οι μη οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν των οριζοντίων (πάλι βραχυπρόθεσμα), ενώ στην Ιταλία τα αποτελέσματα είναι πιο συγκεχυμένα. Μακροπρόθεσμα τα αποτελέσματα είναι λίγο ασαφή, με την Ισπανία να έχει τις περισσότερες θετικές αποδόσεις για τις οριζόντιες εξαγορές (για το event window (+3,+36) απόδοση 14,90%) και τη Γερμανία να έχει πολύ μεγάλες αρνητικές αποδόσεις (για το event window (+3,+36) απόδοση -97,01%). Σε γενικές γραμμές μπορούμε να πούμε ότι η Ισπανία είναι η χώρα με τις καλύτερες αποδόσεις για τις οριζόντιες εξαγορές

(κυρίως βραχυπρόθεσμα), και η Γερμανία είναι η χώρα με τις καλύτερες αποδόσεις για τις μη οριζόντιες εξαγορές βραχυπρόθεσμα και με τις χειρότερες αποδόσεις για τις μη οριζόντιες εξαγορές μακροπρόθεσμα.

Πίνακας 11

	Horizontal					Non-Horizontal				
	France	Germany	Holland	Italy	Spain	France	Germany	Holland	Italy	Spain
Short-run										
Event window (-1,+1)	3,91%	-4,29%	-0,39%	2,07%	5,39%	-2,48%	9,64%	-3,21%	0,26%	6,43%
t-statistic	(1,17)	(-0,96)	(-0,09)	(0,71)	(1,66) ^c	(-1,20)	(1,17)	(-0,73)	(0,07)	(1,25)
Event window (0)	2,10%	-1,37%	2,51%	-0,71%	3,68%	-2,20%	8,39%	-3,97%	-1,81%	-1,21%
t-statistic	(1,30)	(-0,52)	(0,73)	(-0,38)	(2,00) ^b	(-0,79)	(1,18)	(-0,72)	(-0,62)	(-0,45)
Event window (0,+2)	3,77%	-6,41%	1,76%	0,05%	5,67%	-3,93%	13,57%	-9,26%	6,66%	3,35%
t-statistic	(1,09)	(-2,23) ^b	(0,60)	(0,01)	(1,74) ^c	(-2,11) ^b	(2,32) ^b	(-1,54)	(0,97)	(0,66)
Long-run										
Event window (+3,+6)	-3,58%	-3,03%	-7,85%	-2,65%	-3,15%	-13,77%	-24,61%	-1,75%	-0,42%	-5,39%
t-statistic	(-4,00) ^a	(-0,87)	(-1,49)	(-0,56)	(-1,57)	(-4,85) ^a	(-3,16) ^a	(-0,39)	(-0,15)	(-1,87) ^v
Event window (+3,+12)	-10,13%	-13,49%	-15,61%	-6,59%	-1,32%	-15,07%	-47,88%	-5,41%	-1,55%	0,30%
t-statistic	(-2,16) ^b	(-1,81) ^c	(-1,58)	(-0,96)	(-0,17)	(-1,65) ^c	(-3,92) ^a	(-0,95)	(-0,41)	(0,03)
Event window (+3,+36)	-44,69%	-44,81%	-51,90%	-14,11%	14,90%	-49,39%	-97,01%	-0,46%	-40,21%	-4,80%
t-statistic	(-4,48) ^a	(-3,34) ^a	(-3,26) ^a	(-1,28)	(1,25)	(-3,96) ^a	(-2,87) ^a	(-0,03)	(-3,06) ^a	(-0,34)

a: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 1%

b: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 5%

c: στατιστικά σημαντική απόδοση στο 10%

G. Correlation Analysis

Όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, πριν από την ανάλυση παλινδρόμησης, θα πρέπει να κάνουμε correlation analysis για να δούμε το βαθμό συσχέτισης των μεταβλητών μεταξύ τους. Αν ο βαθμός συσχέτισης δύο μεταβλητών είναι μεγαλύτερος του 50%, τις αφαιρούμε από την εξίσωση παλινδρόμησης. Η διαδικασία αυτή θα γίνει και για τα δύο δείγματα. Για τις μεταβλητές που θα χρησιμοποιήσουμε στις εξισώσεις παλινδρόμησης ο βαθμός συσχέτισης δύο μεταβλητών δεν ξεπερνάει το 25% για το δείγμα 1 και το 29% για το δείγμα 2. Επομένως, συνεχίζουμε με την ανάλυση παλινδρόμησης χωρίς να αφαιρέσουμε καμιά μεταβλητή. Ο επόμενος πίνακας αναφέρεται στη συσχέτιση των μεταβλητών του δείγματος 1.

Πίνακας 12

	Y	X1	D1	D2	D3	D4	D5	D6
Y	1	-0.18115	-0.08669	-0.09073	-0.03184	-0.00814	-0.03121	0.05823
X1	-0.18115	1	-0.10538	0.09920	-0.01668	0.02632	-0.05817	0.10193
D1	-0.08669	-0.10538	1	0.16459	0.06510	-0.03553	-0.08062	-0.12946
D2	-0.09073	0.09920	0.16459	1	0.08609	0.01696	-0.05319	-0.16676
D3	-0.03184	-0.01668	0.06510	0.08609	1	-0.14998	-0.22183	-0.19976
D4	-0.00814	0.02632	-0.03553	0.01696	-0.14998	1	-0.19107	-0.17206
D5	-0.03121	-0.05817	-0.08062	-0.05319	-0.22183	-0.19107	1	-0.25448
D6	0.05823	0.10193	-0.12946	-0.16676	-0.19976	-0.17206	-0.25448	1

Οι τρεις επόμενοι πίνακες αναφέρονται στη συσχέτιση των μεταβλητών του δείγματος 2 ανάλογα με την εξίσωση παλινδρόμησης την οποία χρησιμοποιούμε (όπως αναφέρουμε στην ενότητα της ανάλυσης παλινδρόμησης).

Πίνακας 13

	Y	X1	X2	D1	D2	D3	D4	D5	D6
Y	1	-0.08597	-0.00332	-0.13003	-0.11514	0.02394	-0.09452	-0.01462	0.00673
X1	-0.08597	1	-0.12607	-0.12948	0.10442	-0.08205	-0.04910	-0.04277	0.22272
X2	-0.00332	-0.12607	1	-0.05253	-0.08771	-0.14936	-0.27834	0.23833	0.18724
D1	-0.13003	-0.12948	-0.05253	1	0.29182	-0.00428	0.00786	-0.08827	-0.05553
D2	-0.11514	0.10442	-0.08771	0.29182	1	0.10239	0.05677	-0.11949	-0.09759
D3	0.02394	-0.08205	-0.14936	-0.00428	0.10239	1	-0.14692	-0.27487	-0.21844
D4	-0.09452	-0.04910	-0.27834	0.00786	0.05677	-0.14692	1	-0.17817	-0.14159
D5	-0.01462	-0.04277	0.23833	-0.08827	-0.11949	-0.27487	-0.17817	1	-0.26490
D6	0.00673	0.22272	0.18724	-0.05553	-0.09759	-0.21844	-0.14159	-0.26490	1

Πίνακας 14

	Y	X1	X3	D1	D2	D3	D4	D5	D6
Y	1	-0.08597	-0.05589	-0.13003	-0.11514	0.02394	-0.09452	-0.01462	0.00673
X1	-0.08597	1	-0.10505	-0.12948	0.10442	-0.08205	-0.04910	-0.04277	0.22272
X3	-0.05589	-0.10505	1	0.03649	-0.03478	-0.05474	-0.11739	0.05696	0.04649
D1	-0.13003	-0.12948	0.03649	1	0.29182	-0.00428	0.00786	-0.08827	-0.05553
D2	-0.11514	0.10442	-0.03478	0.29182	1	0.10239	0.05677	-0.11949	-0.09759
D3	0.02394	-0.08205	-0.05474	-0.00428	0.10239	1	-0.14692	-0.27487	-0.21844
D4	-0.09452	-0.04910	-0.11739	0.00786	0.05677	-0.14692	1	-0.17817	-0.14159
D5	-0.01462	-0.04277	0.05696	-0.08827	-0.11949	-0.27487	-0.17817	1	-0.26490
D6	0.00673	0.22272	0.04649	-0.05553	-0.09759	-0.21844	-0.14159	-0.26490	1

Πίνακας 15

	Y	X1	X4	D1	D2	D3	D4	D5	D6
Y	1	-0.08597	-0.10580	-0.13003	-0.11514	0.02394	-0.09452	-0.01462	0.00673
X1	-0.08597	1	0.09243	-0.12948	0.10442	-0.08205	-0.04910	-0.04277	0.22272
X4	-0.10580	0.09243	1	-0.05957	-0.01487	0.00418	-0.08480	0.11531	-0.00706
D1	-0.13003	-0.12948	-0.05957	1	0.29182	-0.00428	0.00786	-0.08827	-0.05553
D2	-0.11514	0.10442	-0.01487	0.29182	1	0.10239	0.05677	-0.11949	-0.09759
D3	0.02394	-0.08205	0.00418	-0.00428	0.10239	1	-0.14692	-0.27487	-0.21844
D4	-0.09452	-0.04910	-0.08480	0.00786	0.05677	-0.14692	1	-0.17817	-0.14159
D5	-0.01462	-0.04277	0.11531	-0.08827	-0.11949	-0.27487	-0.17817	1	-0.26490
D6	0.00673	0.22272	-0.00706	-0.05553	-0.09759	-0.21844	-0.14159	-0.26490	1

Δ. Ανάλυση παλινδρόμησης

Η εξίσωση της πολλαπλής παλινδρόμησης που τρέξαμε για το δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες) μέσω του EViews είναι η ακόλουθη:

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \alpha_1 d_1 + \alpha_2 d_2 + \alpha_3 d_3 + \alpha_4 d_4 + \alpha_5 d_5 + \alpha_6 d_6 \quad (1)$$

όπου: y είναι οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, x_1 είναι ο δείκτης MTBV (Market-To-Book Value) του αγοραστή, d_1 είναι το status της εταιρείας στόχου εξαγοράς (ιδιωτική ή εισηγμένη στο χρηματιστήριο), d_2 είναι το industrial relatedness μεταξύ των δύο εταιρειών (οριζόντια ή μη οριζόντια εξαγορά) και οι υπόλοιπες τέσσερις ψευδομεταβλητές αναφέρονται στη χώρα από την οποία προέρχεται η εξαγορά δηλ. η d_3 θα πάρει την τιμή 1 αν η εξαγορά έχει γίνει στη Γερμανία και 0 αν έχει γίνει σε άλλη χώρα, η d_4 θα πάρει την τιμή 1 αν η εξαγορά έχει γίνει στην Ολλανδία και 0 αλλού, η d_5 θα πάρει την τιμή 1 για εξαγορά στην Ιταλία και 0 αλλού και η d_6 θα πάρει την τιμή 1 για εξαγορά στην Ισπανία και 0 αλλού.

Για το δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα) τρέξαμε τρεις διαφορετικές παλινδρομήσεις γιατί δεν είναι δυνατό να βάλουμε στην ίδια παλινδρόμηση και τους τρεις ακόλουθους δείκτες: Total Gearing Ratio, Long-Term Debt Ratio και Debt-To-Equity Ratio. Οι παλινδρομήσεις ήταν και εδώ παρόμοιες με αυτή του δείγματος 1. Η πρώτη είναι η ακόλουθη:

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \alpha_1 d_1 + \alpha_2 d_2 + \alpha_3 d_3 + \alpha_4 d_4 + \alpha_5 d_5 + \alpha_6 d_6 \quad (2)$$

όπου: y είναι οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, x_1 είναι ο δείκτης MTBV (Market-To-Book Value) του αγοραστή, x_2 είναι το Total Gearing Ratio του αγοραστή, d_1 είναι το status της εταιρείας στόχου εξαγοράς (ιδιωτική ή εισηγμένη στο χρηματιστήριο), d_2 είναι το industrial relatedness μεταξύ των δύο εταιρειών (οριζόντια ή μη οριζόντια εξαγορά) και οι υπόλοιπες τέσσερις ψευδομεταβλητές αναφέρονται στη χώρα από την οποία προέρχεται η εξαγορά. Η δεύτερη εξίσωση είναι η:

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_3 x_3 + \alpha_1 d_1 + \alpha_2 d_2 + \alpha_3 d_3 + \alpha_4 d_4 + \alpha_5 d_5 + \alpha_6 d_6 \quad (3)$$

όπου: y είναι οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, x_1 είναι ο δείκτης MTBV (Market-To-Book Value) του αγοραστή, x_3 είναι το Long-Term Debt Ratio του αγοραστή, d_1 είναι το status της εταιρείας στόχου εξαγοράς (ιδιωτική ή εισηγμένη στο χρηματιστήριο), d_2 είναι το industrial relatedness μεταξύ των δύο εταιρειών (οριζόντια ή μη οριζόντια εξαγορά) και οι υπόλοιπες τέσσερις ψευδομεταβλητές αναφέρονται στη χώρα από την οποία προέρχεται η εξαγορά. Η τρίτη εξίσωση είναι η:

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_4 x_4 + \alpha_1 d_1 + \alpha_2 d_2 + \alpha_3 d_3 + \alpha_4 d_4 + \alpha_5 d_5 + \alpha_6 d_6 \quad (4)$$

όπου: y είναι οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις, x_1 είναι ο δείκτης MTBV (Market-To-Book Value) του αγοραστή, x_4 είναι το Debt-To-Equity Ratio του αγοραστή, d_1 είναι το status της εταιρείας στόχου εξαγοράς (ιδιωτική ή εισηγμένη στο χρηματιστήριο), d_2 είναι το industrial relatedness μεταξύ των δύο εταιρειών (οριζόντια ή μη οριζόντια εξαγορά) και οι υπόλοιπες τέσσερις ψευδομεταβλητές αναφέρονται στη χώρα από την οποία προέρχεται η εξαγορά.

Ας δούμε τώρα τα αποτελέσματα αυτών των εξισώσεων και για τα δύο δείγματα για όλα τα event windows που έχουμε καθορίσει.

Δ1. Βραχυπρόθεσμη περίοδος

Έχουμε τρία event windows:

- Ένα μήνα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς έως ένα μήνα μετά (-1, +1)
- Τον μήνα της ανακοίνωσης (0)
- Από τον μήνα της ανακοίνωσης έως δύο μήνες μετά (0, +2)

Δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες)

Event window (-1, +1)

Τρέχουμε την εξίσωση παλινδρόμησης (1) για να ελέγξουμε τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών που περιλαμβάνονται σ'αυτή. Έτσι, έχουμε την ακόλουθη εξίσωση:

$$Y = 0,059 - 0,007x_1 - 0,047d_1 - 0,007d_2 - 0,010d_3 - 0,037d_4 - 0,041d_5 + 0,031d_6$$

Πίνακας 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.059255	0.028463	2.081793	0.0385
X1	-0.007534	0.003228	-2.334357	0.0204
D1	-0.046648	0.024026	-1.941598	0.0534
D2	-0.006992	0.024433	-0.286176	0.7750
D3	-0.009684	0.035221	-0.274947	0.7836
D4	-0.037162	0.038838	-0.956866	0.3396
D5	-0.041148	0.031369	-1.311719	0.1909
D6	0.030519	0.033646	0.907069	0.3653

Αφαιρούμε πρώτα τη μεταβλητή εκείνη που έχει το μεγαλύτερο “Prob.” και στη συνέχεια ξανατρέχουμε την παλινδρόμηση με τις υπόλοιπες μεταβλητές. Ακολουθούμε αυτή τη διαδικασία μέχρι να καταλήξουμε σε μια εξίσωση με όλες τις μεταβλητές στατιστικά σημαντικές. Με βάση αυτή τη διαδικασία αφαιρούμε από την εξίσωση τις μεταβλητές d_2 , d_3 , d_4 , d_5 και d_6 οι οποίες δεν είναι στατιστικά σημαντικές, και ξανατρέχουμε την παλινδρόμηση με τις υπόλοιπες μεταβλητές. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αυτής μας δίνουν και την x_1 (MTBV) και τη d_1 (Public/Private) στατιστικά σημαντικές στο 5%.

$$Y = 0,045 - 0,007x_1 - 0,047d_1$$

Πίνακας 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.044842	0.016906	2.652416	0.0085
X1 (MTBV)	-0.007090	0.003183	-2.227474	0.0269
D1	-0.047373	0.023330	-2.030571	0.0434

Event window (0)

Θα ακολουθήσουμε και εδώ τη διαδικασία που ακολουθήσαμε στο προηγούμενο event window. Αφαιρώντας τις μεταβλητές που δεν είναι στατιστικά σημαντικές, φτάνουμε στο συμπέρασμα ότι (όπως και προηγουμένως) η x_1 είναι στατιστικά σημαντική (με αρνητική σχέση με τις αποδόσεις) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Πίνακας 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.017464	0.008358	2.089593	0.0377
X1 (MTBV)	-0.004993	0.001915	-2.607409	0.0097

Event window (0, +2)

Στο συγκεκριμένο event window βρίσκουμε για μία ακόμη φορά τη x_1 στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και παράλληλα τη d_1 στατιστικά σημαντική στο 10%.

Πίνακας 19

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.053619	0.019534	2.744884	0.0065
X1 (MTBV)	-0.010988	0.003678	-2.987550	0.0031
D1	-0.044772	0.026956	-1.660897	0.0981

Δηλαδή βλέπουμε ότι, βραχυπρόθεσμα και στο δείγμα 1, οι αποδόσεις των αγοραστών επηρεάζονται κυρίως από το MTBV καθώς και από το αν πραγματοποιούν εξαγορά ιδιωτικής ή εισηγμένης εταιρείας. Όπως βλέπουμε από τους άνω πίνακες, η σχέση του MTBV με τις αποδόσεις είναι αρνητική (όσο αυξάνεται το MTBV του αγοραστή τόσο μειώνονται οι αποδόσεις του). Επίσης, οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών έχουν θετικές αποδόσεις της τάξης του 3,36% (στατιστικά σημαντικές στο 5%) ενώ οι αγοραστές εισηγμένων εταιρειών έχουν αρνητικές αποδόσεις της τάξης του -1,70% (όχι σημαντικές) για το πρώτο event window. Για το δεύτερο event window οι αποδόσεις αυτές γίνονται 0,85% (όχι σημαντικές) για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών σε σχέση με το -0,24% (όχι σημαντικές) για τους αγοραστές εισηγμένων και για το τρίτο event window οι αποδόσεις αυτές ανέρχονται σε 3,39% (στατιστικά σημαντικές στο 5%) και -0,75% (όχι σημαντικές) αντίστοιχα.

Δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα)

Σε αυτό το δείγμα θα πρέπει να τρέξουμε τρεις παλινδρομήσεις σε κάθε event window (τις εξισώσεις (2), (3) και (4)) εξ'αιτίας της ύπαρξης τριών μορφών του gearing ratio. Έτσι, έχουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Εξίσωση παλινδρόμησης (2) (Total Gearing Ratio)

Event window (-1, +1)

Ακολουθώντας την ίδια διαδικασία με το προηγούμενο δείγμα, βρίσκουμε την x_1 στατιστικά σημαντική στο 5% (και πάλι με αρνητική σχέση) και την d_1 στο 10%.

Πίνακας 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047512	0.019924	2.384689	0.0181
X1 (MTBV)	-0.007076	0.003457	-2.047103	0.0421
D1	-0.049044	0.028877	-1.698393	0.0912

Event window (0)

Η εξίσωση παλινδρόμησης μας δίνει τη μεταβλητή x_2 (**Total Gearing Ratio**) στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και τη d_1 στατιστικά σημαντική στο 10%.

Πίνακας 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047713	0.021112	2.259981	0.0261
X2 (Total Gearing Ratio)	-0.128524	0.064540	-1.991385	0.0493
D1	-0.049903	0.028375	-1.758685	0.0818

Event window (0, +2)

Παρόμοια αποτελέσματα βρίσκουμε και σε αυτή την περίπτωση. Η x_1 είναι στατιστικά σημαντική στο 1% και η d_1 στο 10%.

Πίνακας 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054412	0.023621	2.303570	0.0224
X1 (MTBV)	-0.010629	0.004098	-2.593662	0.0103
D1	-0.056434	0.034235	-1.648408	0.1010

Εξίσωση παλινδρόμησης (3) (Long-Term Debt Ratio)

Event window (-1, +1)

Τα αποτελέσματα δε φαίνεται να διαφέρουν πολύ όταν εισάγουμε στην εξίσωση της παλινδρόμησης το Long-Term Debt Ratio. Πάλι *η x_1 είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και η d_1 σε 10%.*

Πίνακας 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047512	0.019924	2.384689	0.0181
X1 (MTBV)	-0.007076	0.003457	-2.047103	0.0421
D1	-0.049044	0.028877	-1.698393	0.0912

Event window (0)

Εδώ υπάρχει *στατιστική σημαντικότητα μόνο για τη x_1 (MTBV) σε επίπεδο 1%.*

Πίνακας 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.019811	0.010059	1.969382	0.0504
X1 (MTBV)	-0.005348	0.002076	-2.575974	0.0108

Event window (0, +2)

Τέλος, για το διάστημα δύο μηνών μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς, *η x_1 είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και η d_1 σε επίπεδο 10%.*

Πίνακας 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054412	0.023621	2.303570	0.0224
X1 (MTBV)	-0.010629	0.004098	-2.593662	0.0103
D1	-0.056434	0.034235	-1.648408	0.1010

Εξίσωση παλινδρόμησης (4) (Debt-To-Equity Ratio)

Event window (-1, +1)

Με βάση την τέταρτη εξίσωση παλινδρόμησης τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται λίγο. Σε αυτή την περίοδο ***η μόνη στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι η d_1 σε επίπεδο 10%.***

Πίνακας 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.037786	0.018200	2.076196	0.0390
D1	-0.056602	0.031452	-1.799652	0.0733

Event window (0)

Η d_1 συνεχίζει να είναι στατιστικά σημαντική στο 10% και η x_4 (Debt-To-Equity Ratio) είναι στατιστικά σημαντική στο 5%.

Πίνακας 27

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.032693	0.015476	2.112467	0.0372
X4 (Debt-To-Equity Ratio)	-0.024142	0.010569	-2.284231	0.0246
D1	-0.051460	0.028234	-1.822639	0.0715

Event window (0, +2)

Τέλος, στην τελευταία περίπτωση για τη βραχυπρόθεσμη περίοδο η x_1 είναι στατιστικά σημαντική στο 1% και η d_1 στο 10%.

Πίνακας 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054412	0.023621	2.303570	0.0224
X1 (MTBV)	-0.010629	0.004098	-2.593662	0.0103
D1	-0.056434	0.034235	-1.648408	0.1010

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των εξισώσεων παλινδρόμησης (2), (3) και (4), οι μεταβλητές που φαίνεται να επηρεάζουν περισσότερο τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών (βραχυπρόθεσμα στο δείγμα 1) είναι η x_1 (άλλοτε σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και άλλοτε σε 5%), και η d_1 (συνήθως σε επίπεδο σημαντικότητας 10%).

Δ2. Μακροπρόθεσμη περίοδος

Όπως και στην βραχυπρόθεσμη περίοδο, έτσι και εδώ έχουμε τρία event windows:

- Από τρεις μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς έως έξι μήνες μετά (+3,+6)
- Από τρεις μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς έως δώδεκα μήνες μετά (+3,+12)
- Από τρεις μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς έως τριανταέξι μήνες μετά (+3,+36)

Δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες)

Η λογική είναι η ίδια και στην μακροπρόθεσμη περίοδο. Για το δείγμα 1 τρέχουμε την παλινδρόμηση (1) αφαιρώντας κάθε φορά τις μη στατιστικά σημαντικές μεταβλητές. Έστι καταλήγουμε σε μια εξίσωση όπου όλες οι

μεταβλητές θα είναι στατιστικά σημαντικές. Αυτή η διαδικασία ακολουθείται σε όλα τα event windows. Τα αποτελέσματα είναι τα ακόλουθα.

Event window (+3, +6)

Σε αυτή την περίοδο η μόνη στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι η x_1 (MTBV) σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (σχετίζεται αρνητικά με τις αποδόσεις).

Πίνακας 29

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.018361	0.015902	-1.154603	0.2494
X1 (MTBV)	-0.007758	0.003643	-2.129289	0.0343

Event window (+3, +12)

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης σε αυτή την περίοδο δε δίνουν καμιά από τις μεταβλητές να είναι στατιστικά σημαντική.

Event window (+3, +36)

Η d_6 είναι η μοναδική στατιστικά σημαντική μεταβλητή (στο 5%), κάτι που σημαίνει ότι οι αποδόσεις του δείγματός μας επηρεάζονται από τις ισπανικές εξαγορές.

Πίνακας 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312024	0.065910	-4.734114	0.0000
D6	0.368853	0.154439	2.388332	0.0176

Όσον αφορά τη μακροπρόθεσμη περίοδο και το δείγμα 2, τα αποτελέσματα φαίνεται να είναι περισσότερο μπερδεμένα. Στο event window (+3,+6) η μεταβλητή που επηρεάζει τις αποδόσεις των αγοραστών είναι η x_1 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ενώ στο event

window (+3,+12) δεν υπάρχει καμιά στατιστικά σημαντική μεταβλητή. Τέλος, στο event window (+3,+36) οι αποδόσεις φαίνεται να επηρεάζονται από τη μεταβλητή d_6 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, κάτι που σημαίνει ότι οι ισπανικές εξαγορές επηρεάζουν τις αποδόσεις ολόκληρου του δείγματός μας.

Δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα)

Όπως και στην βραχυπρόθεσμη περίοδο, έτσι και εδώ θα πρέπει να τρέξουμε τις τρεις επόμενες παλινδρομήσεις (2), (3) και (4) για όλα τα event windows.

Εξίσωση παλινδρόμησης (2) (Total Gearing Ratio)

Event window (+3, +6) & Event window (+3, +12)

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης σε αυτές τις δύο περιόδους δε δίνουν στατιστική σημαντικότητα για καμιά από τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε.

Event window (+3, +36)

Αντίθετα, σε αυτή την περίοδο η μεταβλητή d_6 είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%.

Πίνακας 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.401285	0.081260	-4.938266	0.0000
D6	0.438271	0.182116	2.406549	0.0169

Εξίσωση παλινδρόμησης (3) (Long-Term Debt Ratio)

Event window (+3, +6)

Η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει το Long-Term Debt Ratio (x_3) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Πίνακας 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.118361	0.025223	-4.692498	0.0000
X3 (Long-Term Debt Ratio)	0.111368	0.059012	1.887217	0.0621

Event window (+3, +12)

Στην περίοδο αυτή δεν υπάρχει καμιά μεταβλητή η οποία να είναι στατιστικά σημαντική.

Event window (+3, +36)

Τέλος, στο μεγαλύτερο event window η d_6 είναι στατιστικά σημαντική σε 5%.

Πίνακας 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.401285	0.081260	-4.938266	0.0000
D6	0.438271	0.182116	2.406549	0.0169

Εξίσωση παλινδρόμησης (4) (Debt-To-Equity Ratio)

Τέλος, όσον αφορά στην τελευταία εξίσωση, για τα δύο πρώτα event windows $\{(+3,+6)$ και $(+3,+12)$ δεν υπάρχει καμιά στατιστικά σημαντική μεταβλητή, ενώ για το τρίτο $(+3,+36)$ η d_6 είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%.

Πίνακας 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.401285	0.081260	-4.938266	0.0000
D6	0.438271	0.182116	2.406549	0.0169

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των εξισώσεων παλινδρόμησης (2), (3) και (4), οι μεταβλητές που φαίνεται να επηρεάζουν περισσότερο τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών μακροπρόθεσμα (στο δείγμα 2) είναι κυρίως η d_6 (σε επίπεδο σημαντικότητας 5%), και η x_3 (σε επίπεδο σημαντικότητας 10%).

E. Σύγκριση αποτελεσμάτων με τη θεωρία και προηγούμενες μελέτες

Δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες)

Στο δείγμα 1 και στη βραχυπρόθεσμη περίοδο βρίσκουμε στατιστικά σημαντικές τις μεταβλητές x_1 και d_1 . Δηλαδή οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζονται από το μέγεθος του δείκτη MTBV του αγοραστή, καθώς και από το αν ο αγοραστής εξαγοράζει εισηγμένη ή ιδιωτική εταιρεία. Βρίσκουμε αρνητική σχέση του MTBV με τις αποδόσεις των αγοραστών και στα τρία event windows, κάτι που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται το MTBV μιας αγοράστριας εταιρείας μειώνεται η απόδοσή της. Δηλαδή, αγοραστές με υψηλό MTBV έχουν μικρότερες αποδόσεις από αγοραστές με χαμηλό MTBV. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τη θεωρία, καθώς και προηγούμενες μελέτες (Rau and Vermaelen, 1998; Sudarsanam and Mahata, 2003). Όσον αφορά τη μεταβλητή d_1 , βρίσκουμε καλύτερες αποδόσεις για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών, γεγονός που επιβεβαιώνει τη θεωρία και συμφωνεί με τις προηγούμενες μελέτες που εξετάσαμε (Draper & Paudyal, 2006; Ang and Kohers, 2001; Laurence Capron and Jung-Chin Shen, 2007). Τέλος, για τη μεταβλητή d_2 , τα αποτελέσματά μας δε φαίνεται να συμφωνούν πλήρως με τη θεωρία, καθώς οι οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν των μη οριζοντίων αλλά όχι σε όλα τα event windows. Σχετικά με τη μακροπρόθεσμη περίοδο, η

μοναδική στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι ο δείκτης MTBV, ο οποίος σχετίζεται, όπως και πριν, αρνητικά με τις αποδόσεις. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με προηγούμενες μελέτες (Rau and Vermaelen, 1998; Sudarsanam and Mahata, 2003), καθώς και με τη θεωρία σύμφωνα με την οποία αγοραστές με υψηλό MTBV έχουν μικρότερες αποδόσεις από αγοραστές με χαμηλό MTBV. Για τη μεταβλητή d_1 τα αποτελέσματά μας αντιστρέφονται και δίνουν μικρότερες απώλειες για τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών. Επίσης, για τη μεταβλητή d_2 ισχύουν τα ίδια με τη βραχυπρόθεσμη περίοδο. Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι μακροπρόθεσμα οι αποδόσεις μας επηρεάζονται και από τις εξαγορές που έγιναν στην Ισπανία.

Δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα)

Όπως και στο δείγμα 1, έτσι και εδώ, οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές είναι οι x_1 και d_1 . Οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζονται από το μέγεθος του δείκτη MTBV του αγοραστή, καθώς και από το αν εξετάζουμε εξαγορά εισηγμένης ή ιδιωτικής εταιρείας. Βρίσκουμε, και εδώ, αρνητική σχέση του MTBV με τις αποδόσεις των αγοραστών και στα τρία event windows, κάτι που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται το MTBV μιας αγοράστριας εταιρείας μειώνεται η απόδοσή της. Δηλαδή, αγοραστές με υψηλό MTBV έχουν μικρότερες αποδόσεις από αγοραστές με χαμηλό MTBV. Το αποτέλεσμα αυτό, όπως είπαμε και προηγουμένως, συμφωνεί με τη θεωρία καθώς και προηγούμενες μελέτες. Όσον αφορά τη μεταβλητή d_1 , παρατηρούμε καλύτερες αποδόσεις για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών, γεγονός που επιβεβαιώνει τη θεωρία και συμφωνεί με τις προηγούμενες μελέτες που εξετάσαμε. Ακόμη, για τη μεταβλητή d_2 , βρίσκουμε τις οριζόντιες εξαγορές να υπερτερούν των μη οριζοντίων, κάτι το οποίο συμφωνεί με τη θεωρία. Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι ανάλογα με την εξίσωση παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε, προκύπτουν στατιστικά σημαντικές και οι μεταβλητές x_2 (όταν χρησιμοποιήσουμε την εξίσωση 2) και x_4 (όταν χρησιμοποιήσουμε την

εξίσωση 4). Και οι δύο σχετίζονται αρνητικά με τις αποδόσεις. Σχετικά με τη μακροπρόθεσμη περίοδο, η μοναδική στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι η x_3 (Long-Term-Debt Ratio), η οποία σχετίζεται θετικά με τις αποδόσεις. Για τη μεταβλητή d_1 τα αποτελέσματά μας αντιστρέφονται και σ' αυτό το δείγμα και δίνουν μικρότερες απώλειες για τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών. Όσον αφορά τη μεταβλητή d_2 , βρίσκουμε μικρότερες απώλειες για τις οριζόντιες εξαγορές, το οποίο συμφωνεί με τη θεωρία. Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι μακροπρόθεσμα, όπως και στο δείγμα 1, τις αποδόσεις μας τις επηρεάζουν και οι εξαγορές που έγιναν στην Ισπανία.

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα

Το κύριο αντικείμενο αυτής της εργασίας είναι η εξέταση των μετοχικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών σε σύγκριση με τις αντίστοιχες αποδόσεις σε εξαγορές εισηγμένων εταιρειών σε πέντε ευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Ιταλία και Ισπανία). Επίσης, μας ενδιαφέρει να ελέγξουμε το πώς επηρεάζονται οι αποδόσεις αυτές από τις ακόλουθες μεταβλητές:

- Το status της εταιρείας στόχου εξαγοράς (ιδιωτική ή εισηγμένη στο χρηματιστήριο) (d_1),
- Το δείκτης MTBV (Market-To-Book Value) του αγοραστή (x_1),
- Το Total Gearing Ratio του αγοραστή (x_2),
- Το Long-Term Debt Ratio του αγοραστή (x_3),
- Το Debt-To-Equity Ratio του αγοραστή (x_4),
- Το industrial relatedness μεταξύ των δύο εταιρειών (οριζόντια ή μη οριζόντια εξαγορά) (d_2) και τέλος
- Τη χώρα στην οποία γίνεται η εξαγορά (**country dummy**).

Για την εύρεση των αποτελεσμάτων μας, όπως αναφέραμε και στο κεφάλαιο 3, εφαρμόζουμε τη μέθοδο των **Μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns Methodology)**. Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της εξαγοράς μέχρι τη στιγμή της ολοκλήρωσής της, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου (συνήθως 3 – 5 έτη προ της εξαγοράς), η οποία είναι καθαρή από το συγκεκριμένο γεγονός. Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων θα χρησιμοποιήσουμε το **Υπόδειγμα Της Αγοράς (Market Model)** (τύποι 1 έως 10 στο κεφάλαιο 3).

Υστερα από την άνω διαδικασία καταλήγουμε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

Δείγμα 1 (όλες οι εταιρείες)

- ✓ Οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζονται από το μέγεθος του δείκτη MTBV του αγοραστή. Βρίσκουμε **αρνητική σχέση του MTBV με τις αποδόσεις των αγοραστών** (τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα) και στα τρία event windows, κάτι που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται το MTBV μιας αγοράστριας εταιρείας μειώνεται η απόδοσή της. **Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών που αναφέραμε κατά την ανάλυση της βιβλιογραφίας, καθώς και με τη θεωρία, σύμφωνα με την οποία, αγοραστές με υψηλό MTBV τείνουν να έχουν μικρότερες αποδόσεις από αγοραστές με χαμηλό MTBV.**
- ✓ Σχετικά με τη διάκριση των εταιρειών στόχων σε ιδιωτικές και εισηγμένες, καταλήγουμε στα ακόλουθα συμπεράσματα: Βραχυπρόθεσμα, παρατηρούμε θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών ενώ για τους αγοραστές εισηγμένων παρατηρούμε αρνητικές (όχι σημαντικές) αποδόσεις. **Το γεγονός αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα των μελετών που εξετάσαμε στην εργασία αυτή, και επιβεβαιώνει τις προβλέψεις των υποθέσεων διοικητικών κινήτρων (managerial motives hypothesis) και ρευστότητας (liquidity hypothesis), σύμφωνα με τις οποίες οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν περισσότερο από τους αγοραστές εισηγμένων. Η πρόβλεψη της υπόθεσης διαπραγματευτικής δύναμης (bargaining power), σύμφωνα με την οποία οι αγοραστές πρέπει να πληρώσουν υψηλότερα premium για την εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας, απορρίπτεται. Μακροπρόθεσμα, τα αποτελέσματά μας αντιστρέφονται και δίνουν**

μικρότερες απώλειες για τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών από ό,τι για τους αγοραστές ιδιωτικών.

- ✓ Όσον αφορά τη διάκριση σε οριζόντιες και μη οριζόντιες (ή συσχετισμένες και ασυσχέτιστες) εξαγορές, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τόσο βραχυπρόθεσμα (αποδόσεις όχι σημαντικές) όσο και μακροπρόθεσμα (στατιστικά σημαντικές αποδόσεις) οι οριζόντιες εξαγορές υπερτερούν των μη οριζοντίων, αλλά όχι σε όλα τα event windows. **Τα αποτελέσματά μας δεν υποστηρίζουν πλήρως τη θεωρία, σύμφωνα με την οποία, οι επενδυτές δε φαίνεται να εμπιστεύονται τις συνέργειες από ασυσχέτιστες εξαγορές.**
- ✓ Επίσης, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, βραχυπρόθεσμα, οι οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών (θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις) υπερτερούν των οριζοντίων εξαγορών εισηγμένων εταιρειών (αρνητικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις). Το γεγονός αυτό είναι συνεπές με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών που εξετάσαμε, και υποστηρίζει τη θεωρία σύμφωνα με την οποία **οι αγοραστές προτιμούν την εξαγορά ενός ιδιωτικού στόχου σε οικείο βιομηχανικό κλάδο (συσχετισμένες ή οριζόντιες εξαγορές) και στρέφονται σε εξαγορές εισηγμένων στόχων όταν θέλουν να μπουν σε νέο βιομηχανικό κλάδο ή σε κλάδο με υψηλό επίπεδο άϋλων περιουσιακών στοιχείων (ασυσχέτιστες ή μη οριζόντιες εξαγορές).** Μακροπρόθεσμα, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι οριζόντιες και οι μη οριζόντιες εξαγορές έχουν περίπου ίδιες απώλειες (και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1%).
- ✓ Ένα τελευταίο συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε είναι ότι, κυρίως μακροπρόθεσμα, οι αποδόσεις φαίνεται να επηρεάζονται και από τις εξαγορές που γίνονται στην Ισπανία.

Δείγμα 2 (εκτός των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα)

- ✓ Οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών επηρεάζονται από το μέγεθος του δείκτη MTBV του αγοραστή. Βρίσκουμε, και εδώ, αρνητική σχέση του MTBV με τις αποδόσεις των αγοραστών και στα τρία event windows, κάτι που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται το MTBV μιας αγοράστριας εταιρείας μειώνεται η απόδοσή της. Όπως και στο δείγμα 1, έτσι και εδώ, **το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών που αναφέραμε κατά την ανάλυση της βιβλιογραφίας, καθώς και με τη θεωρία, σύμφωνα με την οποία, αγοραστές με υψηλό MTBV τείνουν να έχουν μικρότερες αποδόσεις από αγοραστές με χαμηλό MTBV.**
- ✓ Οι αποδόσεις των αγοραστών δε φαίνεται να επηρεάζονται συστηματικά από τις μεταβλητές x_2 (Gearing Ratio), x_3 (Long-Term-Debt Ratio) και x_4 (Debt-To-Equity Ratio). Επηρεάζονται, αλλά σε μεμονομένα event windows, ανάλογα με την εξίσωση παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε (από τη x_2 όταν χρησιμοποιήσουμε την εξίσωση 2, από τη x_3 όταν χρησιμοποιήσουμε την εξίσωση 3 και από τη x_4 όταν χρησιμοποιήσουμε την εξίσωση 4). Οι x_2 και x_4 σχετίζονται αρνητικά με τις αποδόσεις, ενώ η x_3 θετικά.
- ✓ Όσον αφορά τη διάκριση των εταιρειών στόχων σε ιδιωτικές και εισηγμένες, έχουμε να σημειώσουμε τα εξής: Βραχυπρόθεσμα, παρατηρούμε θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τους αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών ενώ για τους αγοραστές εισηγμένων παρατηρούμε αρνητικές (όχι σημαντικές) αποδόσεις. Όπως και στο δείγμα 1, έτσι και εδώ, **το γεγονός αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών που εξετάσαμε στην εργασία αυτή, και επιβεβαιώνει τις προβλέψεις των υποθέσεων διοικητικών κινήτρων (managerial motives hypothesis) και ρευστότητας (liquidity hypothesis).** Μακροπρόθεσμα, τα αποτελέσματά μας

αντιστρέφονται και δίνουν μικρότερες απώλειες για τους αγοραστές εισηγμένων εταιρειών από ό,τι για τους αγοραστές ιδιωτικών (και στις δύο περιπτώσεις οι απώλειες είναι στατιστικά σημαντικές).

- ✓ Σχετικά με τη διάκριση σε οριζόντιες και μη οριζόντιες (ή συσχετισμένες και ασυσχέτιστες) εξαγορές, παρατηρούμε ότι σε αυτό το δείγμα, οι οριζόντιες (συσχετισμένες) εξαγορές φαίνεται να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τις μη οριζόντιες (ασυσχέτιστες) βραχυπρόθεσμα (αλλά όχι στατιστικά σημαντικές), και μικρότερες απώλειες μακροπρόθεσμα (στατιστικά σημαντικές στο 1%). Σε αυτό το δείγμα τα αποτελέσματά μας φαίνεται να υποστηρίζουν τη θεωρία, σύμφωνα με την οποία, οι επενδυτές δε φαίνεται να εμπιστεύονται τις συνέργειες από ασυσχέτιστες εξαγορές.
- ✓ Όμοια με το δείγμα 1, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, βραχυπρόθεσμα, οι οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών (θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις) υπερτερούν των οριζοντίων εξαγορών εισηγμένων εταιρειών (αρνητικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις). Το γεγονός αυτό είναι συνεπές με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών που εξετάσαμε, και υποστηρίζει τη θεωρία σύμφωνα με την οποία οι αγοραστές προτιμούν την εξαγορά ενός ιδιωτικού στόχου σε οικείο βιομηχανικό κλάδο (συσχετισμένες ή οριζόντιες εξαγορές) και στρέφονται σε εξαγορές εισηγμένων στόχων όταν θέλουν να μπουν σε νέο βιομηχανικό κλάδο ή σε κλάδο με υψηλό επίπεδο άϋλων περιουσιακών στοιχείων (ασυσχέτιστες ή μη οριζόντιες εξαγορές). Μακροπρόθεσμα τα αποτελέσματα αντιστρέφονται, με τις οριζόντιες εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών να έχουν μεγαλύτερες απώλειες από ό,τι οι οριζόντιες εξαγορές εισηγμένων εταιρειών.

- ✓ Τέλος, όσον αφορά την country dummy, μακροπρόθεσμα οι αποδόσεις φαίνεται να επηρεάζονται και από τις εξαγορές που γίνονται στην Ισπανία (όπως και στο δείγμα 1).

Βιβλιογραφία

Μελέτες

- Paul Draper, Krishna Paudyal, “Acquisitions: Private versus Public”, *European Financial Management*, Vol. **12**, No. 1, 2006, 57 – 80.
- Brad M. Berber, John D. Lyon, “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics”, *Journal of Financial Economics*, **43**, 1997, 341 – 372.
- John D. Lyon, Brad M. Berber and Chih-Ling Tsai, “Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns”, *The Journal of Finance*, Vol. **LIV**, No. 1, 1999.
- James Ang and Ninon Kohers, “The take-over market for privately held companies: the US experience”, *Cambridge Journal of Economics* 2001, **25**, 723 – 748.
- Kathleen Fuller, Jeffrey Netter and Mike Stegemoller, “What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol. **LVII**, No. 4, 2002.
- Saeyoung Chang, “Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns”, *The Journal of Finance*, Vol. **LIII**, No. 2, 1998.
- Laurence Capron and Jung-Chin Shen, “Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection, and Acquirer Returns”, *Strategic Management Journal*, **28**, 891 – 911, 2007.
- Hubert Ooghe, Elisabeth Van Laere, Tine De Langhe, “Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies”, *Small Business Economics* (2006) **27**: 223 – 243.
- Christian Tuch and Noel O’Sullivan, “The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence”, *International Journal of Management Reviews* (2007), Vol. **9**, Issue 2, pp. 141 – 170.

- Jan Camerlynck, Hubert Ooghe, Tine De Langhe, “Pre-Acquisition Profile of Privately Held Companies Involved in Take-Overs: An Empirical Study”, *Small Business Economics* (2005) **24**: 169 – 186.
- Sema Dube, John L. Glascock, “Effects of the method of payment and the mode of acquisition on performance and risk metrics”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. **2**, No. 3, 2006, pp. 176 – 195.
- Sudarsanam, S. and Mahata, A.A. (2006). “Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers.”, *British journal of Management*, **17** (special issue), S7 – S29.
- Jan Bo Jakobsen and Torben Voetmann, “Post-acquisition performance in the short and long run. Evidence from the Copenhagen Stock Exchange 1993 – 1997”, *The European Journal of Finance*, **9**, 323 – 342, 2003.
- Antonios Antoniou, Philippe Arbour and Huainan Zhao, “How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High?”, *European Financial Management*, Vol. **14**, No. 2, 2008, 268 -287.
- Robert L. Conn, Andy Cosh, Paul M. Guest and Alan Hughes, “The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions”, *Journal of Business Finance & Accounting*, **32** (5) & (6), 2005.
- Aggarwal, R. K. and Samwick, A. A., “Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered”, *Journal of Finance*, Vol. 58, 2003, pp. 71 – 118.
- Ang, J. S., Cole, R. A. and Lin, J. W., “Agency costs and ownership structure”, *Journal of Finance*, Vol. 55, 2000, pp. 81 – 106.
- Akerlof GA. 1970. “The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism.”, *Quarterly Journal of Economics* **84**(3): 488 – 500.
- Arikan I. 2005. “In the market for firms, how should a firm be sold?”, In *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 4, Cooper GL, Finkelstein S (eds). JAI Press: Greenwich, CT; 181 – 208.
- Balakrishna S, Koza MP. 1993. “Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures.”, *Journal of Economic Behavior and Organization* **20**(1): 99 – 117.
- Barney JB. 1986. “Strategic market factors: expectations, luck and business strategy.”, *Management Science* **32**(10): 1231 – 1241.

- Chatterjee S. 1986. “Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms.”, *Strategic Management Journal* 7(2): 119 – 139.
- Handerson AD. 1999. “Firm strategy and age dependence: a contingency view of the liabilities of newness, adolescence, and obsolescence.”, *Administrative Science Quarterly* 49(June): 281 – 314.
- Itami H. 1987. *Mobilizing Intangible Assets*. Harvard University Press: Cambridge, MA.
- Milgrom PR. 1987. “Auction Theory.”, In *Advances in Economic Theory*, Bewley TF (ed). Cambridge University Press: Cambridge, U.K.; 1 – 31.
- Reuer J, Ragozzino R. 2007. “Adverse selection and M&A design: the roles of alliances and IPOs.”, *Journal of Economic Behavior and Organization*. Forthcoming.
- Rosenkopf L, Almeida P. 2003. “Overcoming local search through alliances and mobility.”, *Management Science* 49(6): 751 – 766.
- Sanders WMG, Boivie S. 2004. “Sorting things out: valuation of new firms in uncertain markets.”, *Strategic Management Journal* 25(2): 167 – 186.
- Schwert GW. 1996. “Markup pricing in mergers and acquisitions.”, *Journal of Financial Economics* 41(2): 153 – 192.
- Shen JC Reuer J. 2005. “Adverse selection in acquisitions of small manufacturing firms: a comparison of public with private targets.”, *Small Business Economics* 24(4): 393 – 407.
- Singh H, Montgomery CA. 1987. “Corporate acquisition strategies and economic performance.”, *Strategic Management Journal* 8(4): 377 – 386.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F. and Mandelker, G. (1992). “The post merger performance of acquiring firms.”, *Journal of Finance*, 47, 1605 – 1621.
- Alexandridis, G., Antoniou, A. and Zhao, H. (2006). “Valuation effect of institutional ownership: the case of corporate takeovers.”, *European Financial Management*, forthcoming.
- Antoniou, A. and Zhao, H. (2004). “Long-run post takeover stock return: the impact of over-lapping return, takeover premium and method of payment”, Working Paper, Centre for Empirical Research in Finance, University of Durham Business School.
- Asquith, P., Bruner, R. and Mullins, D. (1983). “The gains to bidding firms from merger”, *Journal of Financial Economics*, 11, 121 – 139.

- Ben-Amar, W. and Andre, P. (2006). “Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada.”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **33**, 517 – 543.
- Bradley, M. (1980). “Inter-firm tender offers and the market for corporate control.”, *Journal of Business*, **37**, 39 – 65.
- Bruner, R. (2002). “Does M&A Pay? A survey of evidence for the decision maker.”, *Journal of Applied Finance*, **12**, 48 – 68.
- Campa, J.M. and Hernando, I. (2004). “Shareholder value creation in European M&A.”, *European Financial Management*, **10**, 47 – 81.
- Conn, C., Cosh, A., Guest, P. and Hughes, A. (2005). “The impact on UK acquirers of domestic, cross border, public and private acquisitions.”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **32**, 815 – 870.
- Cosh, A. and Guest, P. (2001). “The long-run performance of hostile takeovers: UK evidence.”, Working Paper, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge.
- Cotter, J.F., Shivadasani, A. and Zenner, M. (1997). “Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?”, *Journal of Financial Economics*, **43**, 195 – 218.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. and Teoh, S.H. (2005). “Does investor misvaluation drive the takeover market?”, *Journal of Finance*, **61**, 725 – 762.
- Draper, P. and Paudyal, K. (1999). “Corporate takeovers: method of payment, returns and trading activity.”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **26**, 521 – 558.
- Franks, J. and Harris, R.S. (1989). “Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U.K. experience 1955 – 1985.” *Journal of Financial Economics*, **23**, 225 – 249.
- Gregory, A. (1997). “An examination of the long run performance of UK acquiring firms.”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **24**, 971 – 1007.
- Gregory, A. and McCorrison, S. (2005). “Foreign acquisitions by UK limited companies: short- and long-run performance.”, *Journal of Empirical Finance*, **12**, 99 – 125.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R. (1997). “Which takeovers are profitable? Strategic or financial?”, *Sloan Management Review*, (Summer), 45 – 57.

- Higson, C. and Elliot, J. (1998). “Post-takeover returns: the UK evidence.”, *Journal of Empirical Finance*, **5**, 27 – 46.
- Holl, P. and Kyriazis, D. (1997). “Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids.”, *Strategic Management Journal*, **18**, 483 – 398.
- Hubbard, R.G. and Palia, D. (1999). “A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s: an internal capital markets view.”, *Journal of Finance*, **54**, 1131 – 1152.
- Jensen, M.C. (1988). “Takeovers: their causes and consequences.”, *Journal of Economic Perspectives*, **2**, 21 – 48.
- Kennedy, V.A. and Limmack, R.J. (1996). “Takeover activity, CEO turnover and the market for corporate control.”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **23**, 267 – 285.
- Limmack, R.J. (1991). “Corporate mergers and wealth effects: 1977 – 86.”, *Accounting and Business Research*, **21**, 239 – 251.
- Linn, S.C. and Switzer, J.A. (2001). “Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?”, *Journal of Banking and Finance*, **52**, 1759 – 1790.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. and Stulz, R.M. (2004). “Firm size and the gains from acquisitions.”, *Journal of Financial Economics*, **73**, 201 – 228.
- Morck, R.A., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988). “Management ownership and market valuation: an empirical analysis.”, *Journal of Financial Economics*, **20**, 293 – 315.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.”, *Journal of Financial Economics*, **12**, 187 – 221.
- O’Sullivan, N. and Wong, P. (2005). *The Governance Role of Takeovers*. In Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M. (eds), *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. Chichester: Wiley.
- Rau, P.R. and Vermaelen, T. (1998). “Glamour, value and the post-acquisition performance.”, *Journal of Financial Economics*, **49**, 223 – 253.
- Roll, R. (1986). “The hubris hypothesis of corporate takeovers.”, *Journal of Business*, **59**, 197 – 216.
- Shin, H.H. and Stulz, R.M. (1998). “Are internal capital markets efficient?”, *Quarterly Journal of Economics*, **113**, 531 – 552.

- Singh, H. and Montgomery, C.A. (1987). “Corporate acquisition strategies and economic performance.”, *Strategic Management Journal*, **8**, 377 – 387.
- Sudarsanam, S. and Mahata, A.A. (2003). “Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence.”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **30**, 299 – 341.
- Travlos, N. (1987). “Corporate takeovers bids, methods of payment and bidding firms’ stock returns.”, *Journal of Finance*, **42**, 943 – 963.
- Walker, M. (2000). “Corporate takeovers, strategic objectives and acquiring firm shareholder wealth.”, *Financial Management*, **20**, 53 – 66.
- Weisbach, M. (1993). “Corporate governance and hostile takeovers.”, *Journal of Accounting and Economics*, **16**, 199 – 208.

Βιβλία

- Δημήτριος Αθ. Κυριαζής (2007). “Συγχωνεύσεις & Εξαγορές”

Sites

- http://dss.princeton.edu/online_help/analysis/dummy_variables.html, Princeton University, Data and Statistical Services
- <http://ssc.utexas.edu/consulting/answers/spss/spss15.html>, University of Texas at Austin, Division of Statistics and Scientific Computation