



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ

ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ: ΖΓΟΥΡΗ ΝΑΥΣΙΚΑ

ΑΡ. ΜΗΤΡΩΟΥ : ΜΧΑΝ/0812

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Ν. ΠΙΤΤΗΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Γ. ΚΑΤΣΙΜΠΡΗΣ

ΜΑΡΤΙΟΣ 2010

Περίληψη

Σκοπός της εργασίας είναι να δώσει στον αναγνώστη μια περιεκτική γνώση του θέματος της Ασύμμετρης Πληροφόρησης και των Εξαγορών καταγράφοντας τα σημαντικότερα θεωρητικά μοντέλα και μελέτες συνοψίζοντας τα ευρήματα τους.

Στόχος της εργασίας είναι:

- Να ανασκοπήσει την σχετική διεθνή βιβλιογραφία (21 μελέτες που καλύπτουν την περίοδο 1970-2008)
- Να παρουσιάσει τα σημαντικότερα θεωρητικά μοντέλα
- Να παρουσιάσει τα αποτελέσματα/ευρήματα των θεωρητικών μοντέλων και
- Να ομαδοποιήσει τα συμπεράσματα

Το πρώτο κεφάλαιο αποτελεί εισαγωγή στην θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης καθώς και την εφαρμογή της στο πεδίο των επιχειρηματικών εξαγορών. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι έννοιες της ασύμμετρης πληροφόρησης, των εξαγορών, καθώς και βασικά στοιχεία για τη μέτρηση της ασύμμετρης πληροφόρησης και των μεταβλητών που επηρεάζουν τις εξαγορές. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια σειρά μελετών που συνδέουν την ασύμμετρη πληροφόρηση με τις αποδόσεις εξαγορών, ενώ στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας.

Λέξεις κλειδιά: ασύμμετρη πληροφόρηση, εξαγορές, αποδόσεις, μέθοδος πληρωμής, αγοραστής, στόχος, προβλέψεις.

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	4
2. Ασύμμετρη πληροφόρηση και εξαγορές	7
3. Ασύμμετρη πληροφόρηση και αποδόσεις εξαγορών	9
3.1 Η μελέτη των Grossman και Hart (1981)	9
3.2 Η μελέτη των Myers και Majluf (1984)	11
3.3 Η μελέτη του Hansen (1987)	12
3.4 Η μελέτη του Pound (1988)	14
3.5 Η μελέτη των Eckbo, Giammarino και Heinkel (1990)	15
3.6 Η μελέτη του Brous (1992)	18
3.7 Η μελέτη των Brous και Kini (1993)	20
3.8 Η μελέτη των Houston και Ryngaert (1997)	22
3.9 Η μελέτη του Chang (1998)	24
3.10 Η μελέτη των Chang και Suk (1998)	26
3.11 Η μελέτη των Draper και Paudyal (1999)	28
3.12 Η μελέτη των Fuller, Netter και Stegemoller (2002)	32
3.13 Η μελέτη των Sudarsanam, Salami και Alexandrou (2002)	34
3.14 Η μελέτη των Loughran και Marietta-Westberg (2005)	35
3.15 Η μελέτη των Rhodes-Kropf, Robinson και Viswanathan (2005)	38
3.16 Η μελέτη των Povel και Singh (2006)	40
3.17 Η μελέτη των Moeller, Schlingemann και Stulz (2007)	43
3.18 Η μελέτη των Alexandridis, Antoniou και Petmezas (2007)	46
3.19 Η μελέτη των Draper και Paudyal (2008)	48
3.20 Η μελέτη των Ascioğlu, Hegde και McDermott (2008)	51
3.21 Η μελέτη των Officer, Poulsen και Stegemoller (2009)	53
4. Συμπεράσματα	55
Βιβλιογραφία	58

1. Εισαγωγή

Είναι γνωστό ότι οι άνθρωποι κατέχουν διαφορετικές πληροφορίες. Οι πληροφορίες που κατέχουν επηρεάζουν τη συμπεριφορά τους σε πολλές περιπτώσεις. Αν εξετάσουμε την αγορά αγαθών, για παράδειγμα, ο πωλητής κανονίζει την τιμή ενός προϊόντος βάσει της γνώσης που έχει για τις τιμές παρόμοιων προϊόντων στην αγορά και της κατάστασης του προϊόντος. Ομοίως, ο αγοραστής μπορεί να έχει πληροφορίες για τις τιμές παρόμοιων προϊόντων στην αγορά. Αλλά αυτό που πιθανά δεν έχει είναι το ίδιο επίπεδο πληροφοριών για την ποιότητα του προϊόντος όπως ο πωλητής του. Αυτό περιγράφει μια κατάσταση ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των δύο αυτών μερών.

Η έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης εισήχθη από τον Akerlof το 1970 στην εργασία του «The market of "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism». Στην εργασία του, ο Akerlof αναπτύσσει την ασύμμετρη πληροφόρηση χρησιμοποιώντας το παράδειγμα της αγοράς αυτοκινήτου. Το βασικό του επιχείρημα είναι ότι σε πολλές αγορές ο αγοραστής χρησιμοποιεί κάποια στατιστικά της αγοράς για να μετρήσει την αξία μιας κατηγορίας προϊόντων. Έτσι, ο αγοραστής βλέπει το μέσο όρο όλης της αγοράς, ενώ ο πωλητής έχει πιο βαθιά γνώση για ένα συγκεκριμένο αντικείμενο. Ο Akerlof υποστηρίζει ότι αυτή η ασύμμετρη πληροφόρηση δίνει στον πωλητή το κίνητρο να πουλήσει αγαθά που έχουν χαμηλότερη ποιότητα από το μέσο όρο της αγοράς.

Ο Akerlof αρχίζει υποθέτοντας ένα μοντέλο της αγοράς αυτοκινήτου όπου υπάρχουν τέσσερα είδη αυτοκινήτων: νέα αυτοκίνητα και παλιά αυτοκίνητα, τα οποία μπορεί να είναι καλά ή κακά (τα κακά αυτοκίνητα είναι γνωστά ως «λεμόνια»). Όταν κάποιος αγοράζει ένα αυτοκίνητο υπάρχει η πιθανότητα αυτό να είναι καλό ή η πιθανότητα να είναι λεμόνι. Αυτό ισχύει τόσο για νέα όσο και παλιά αυτοκίνητα.

Μετά την αγορά του αυτοκινήτου, ο ιδιοκτήτης αποκτά περισσότερες πληροφορίες για την κατάσταση του αυτοκινήτου και μπορεί να αποδώσει μια νέα πιθανότητα αυτό να είναι λεμόνι. Καθώς αυτή η πιθανότητα υποθέτεται ότι

είναι πιο ακριβής από την αρχική, έχει αναπτυχθεί μια ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ ιδιοκτήτη και πιθανών αγοραστών. Οι τιμές των καλών αυτοκινήτων και των λεμονιών μένουν οι ίδιες καθώς οι πιθανοί αγοραστές δεν μπορούν να τα ξεχωρίσουν. Ο Akerlof υποστηρίζει περαιτέρω ότι η τιμή ενός νέου αυτοκινήτου πρέπει να είναι υψηλότερη από αυτήν ενός παλιού αυτοκινήτου, επειδή διαφορετικά θα ήταν πιθανό να πουληθεί ένα λεμόνι στην τιμή ενός νέου αυτοκινήτου και να αγοραστεί ένα νέο αυτοκίνητο με τη χαμηλότερη πιθανότητα αυτό να είναι λεμόνι. Επομένως, ο ιδιοκτήτης ενός αυτοκινήτου που είναι παλιό και καλό είναι μπλοκαρισμένος στη θέση του. Δεν μπορεί να πάρει την πραγματική αξία του αυτοκινήτου του από την αγορά, επειδή το αυτοκίνητό του είναι καλύτερο από το μέσο όρο της αγοράς. Επίσης, δεν μπορεί να αποκτήσει ένα νέο αυτοκίνητο επειδή δεν μπορεί να πάρει την τιμή ενός νέου αυτοκινήτου για το παλιό του αυτοκίνητο. Αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα περισσότερα αυτοκίνητα που εμπορεύονται είναι λεμόνια.

Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης βρίσκει εφαρμογή και στο πεδίο των επιχειρηματικών εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Σε αυτήν την περίπτωση, η πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στην εταιρία-αγοραστή σχετικά με την εταιρία-στόχο δεν είναι ποτέ πλήρης, και το αντίστροφο.

Αυτή η ασυμμετρία πληροφόρησης μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στις αποδόσεις των μετοχών των εμπλεκόμενων μερών, καθώς και στα γενικότερα οφέλη που αποκομίζουν οι μέτοχοι αλλά και οι εμπλεκόμενες εταιρίες.

Το θεωρητικό μοντέλο αυτής της υπόθεσης αναπτύχθηκε αρχικά από τους Myers και Majluf (1984), οι οποίοι υποστήριξαν ότι σε ένα περιβάλλον ασύμμετρης πληροφόρησης οι υπερεκτιμημένοι αγοραστές θα εκδώσουν μετοχές σε αντάλλαγμα των μετοχών των εταιριών-στόχων. Έτσι, μια προσφορά μετοχών μεταφέρει στην αγορά το μήνυμα ότι οι μετοχές του αγοραστή είναι πιθανά υπερεκτιμημένες με αποτέλεσμα μια πιθανή διόρθωση της τιμής της μετοχής του αγοραστή προς τα κάτω κατά την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς. Παρατηρείται έτσι μια αρχική αρνητική αντίδραση της αγοράς προς τον αγοραστή. Το ίδιο παρατηρείται και για τις μετοχές του

στόχου, με την αιτιολογία ότι η αποδοχή από τους μετόχους του στόχου της ανταλλαγής των μετοχών, τους οδηγεί να μοιραστούν το ρίσκο της πιθανής υπερεκτίμησης των μετοχών του αγοραστή. Η υπόθεση αυτή υποστηρίζεται και από τις μελέτες των Draper και Paudyal (1999), Rhodes-Kropf et al. (2005), Moeller et al. (2007) και Fuller et al. (2002), αν και οι τελευταίοι καταλήγουν στο συμπέρασμα αυτό μόνο για εξαγορές εισηγμένων (public) εταιριών- στόχων.

Μια άλλη διάσταση της ασύμμετρης πληροφόρησης έχει εξεταστεί από τον Hansen (1987), ο οποίος υποστηρίζει ότι αν ο αγοραστής έχει λιγότερη πληροφόρηση για την πραγματική αξία του στόχου, τότε πρέπει να κάνει προσφορά με μετοχές. Σύμφωνα με το συγγραφέα, σε μια προσφορά μόνο με μετρητά, ο αγοραστής αναλαμβάνει όλο το κόστος της πληρωμής πάνω από το κανονικό, αφού η πληρωμή δεν εξαρτάται από την μετέπειτα αξία του στόχου, ενώ σε μια πληρωμή με μετοχές ο αγοραστής μοιράζεται με το στόχο ένα ποσοστό της λάθους αποτίμησης του στόχου, και έτσι μπορεί να εκδώσει μετοχές σε μικρότερη από την πραγματική αξία. Τη βασιμότητα της υπόθεσης του Hansen έχουν αποδείξει και οι Officer et al. (2009).

Οι Draper και Paudyal (2008) ακολουθούν μια διαφορετική προσέγγιση και υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις υποεκτιμημένων αγοραστών κατά την περίοδο πριν την προσφορά λόγω υψηλής ασύμμετρης πληροφόρησης τείνουν να κάνουν προσφορές εξαγορών για να αποκομίσουν μια θετική επαναξιολόγηση από την αγορά. Καταλήγουν στο ότι αγοραστές με υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση και υποεκτίμηση πριν την προσφορά κερδίζουν περισσότερο σε σχέση με υπερεκτιμημένους αγοραστές με χαμηλή ασύμμετρη πληροφόρηση.

Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι έννοιες της ασύμμετρης πληροφόρησης, των εξαγορών, καθώς και βασικά στοιχεία για τη μέτρηση της ασύμμετρης πληροφόρησης και των μεταβλητών που επηρεάζουν τις εξαγορές.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια σειρά μελετών που συνδέουν την ασύμμετρη πληροφόρηση με τις αποδόσεις εξαγορών, ενώ στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας.

2. Ασύμμετρη πληροφόρηση και εξαγορές

Μια οικονομία λέγεται ότι χαρακτηρίζεται από ασύμμετρη πληροφόρηση όταν ορισμένα μέρη σε μια επιχειρηματική συναλλαγή έχουν πλεονέκτημα πληροφόρησης έναντι άλλων.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση χωρίζεται σε δύο βασικές κατηγορίες: τη δυσμενή επιλογή (adverse selection) και τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard).

Η δυσμενής επιλογή, στην οποία αναφέρθηκε πρώτος ο Akerlof (1970), συμβαίνει όταν κάποια άτομα, όπως η διοίκηση μιας εταιρίας, ξέρουν περισσότερα για την τρέχουσα κατάσταση και τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας από ότι οι εξωτερικοί επενδυτές. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους η διοίκηση μπορεί να εκμεταλλευτεί αυτό το πλεονέκτημα πληροφόρησης σε κόστος των άλλων, για παράδειγμα μεροληπτώντας ή διαχειριζόμενη την πληροφόρηση που διαχέεται στους επενδυτές. Αυτό μπορεί να επηρεάσει τη δυνατότητα των επενδυτών να πάρουν σωστές επενδυτικές αποφάσεις.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου αναφέρεται από τους Jensen και Meckling (1976) στο άρθρο τους «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». Συμβαίνει λόγω της διάκρισης μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου που χαρακτηρίζει τις περισσότερες μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις. Είναι σχεδόν αδύνατο για τους μετόχους να παρακολουθούν άμεσα το εύρος και την ποιότητα των ενεργειών της διοίκησης. Ένας διευθυντής μπορεί να το εκμεταλλευτεί αυτό αποφεύγοντας κάθε προσπάθεια και κατηγορώντας παράγοντες πέρα από τον έλεγχό του για την όποια κακή απόδοση της εταιρίας. Αυτό μπορεί να έχει σοβαρές επιπτώσεις για τους επενδυτές.

Η σημασία της ασύμμετρης πληροφόρησης συναντάται και στο πεδίο των επιχειρηματικών εξαγορών.

Ως εξαγορά ορίζεται η αγορά των μετοχών μιας εταιρίας με σκοπό την απόκτηση του ελέγχου της εταιρίας αυτής. Η αγορά μπορεί να γίνει με προσφορά μετρητών, μετοχών ή συνδυασμό των δύο. Μια εξαγορά μπορεί να ξεκινήσει ως μια ιδιωτική προσφορά από τη διοίκηση μιας εταιρίας προς μια άλλη. Σε κάποιο σημείο η προσφορά απευθύνεται άμεσα στους μετόχους της

εταιρίας. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω μιας δημόσιας προσφοράς (tender offer) για την αγορά των μετοχών της εταιρίας-στόχου.

Από τον παραπάνω ορισμό για τις εξαγορές, συνάγεται ότι σε μια τέτοια επιχειρηματική συναλλαγή μπορεί να εμφανιστούν και οι δύο κατηγορίες ασύμμετρης πληροφόρησης (δυσμενής επιλογή και ηθικός κίνδυνος).

Ο εντοπισμός του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης στη διαδικασία μιας εξαγοράς έχει οδηγήσει σε μια σειρά από μελέτες που σκοπό έχουν να προσδιορίσουν μεθόδους και παράγοντες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να περιγράψουν τις επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης σε μια εξαγορά, και ιδίως να ερευνήσουν τη σχέση του γεγονότος της εξαγοράς με τη συμπεριφορά των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιριών.

Οι μελέτες αυτές χρησιμοποιούν μια σειρά από μεθόδους για να μετρήσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση:

- τη διαφορά μεταξύ της τιμής που προσφέρεται για αγορά και της τιμής που ζητείται για πώληση (bid-ask spread) των αγοραστών και των στόχων,
- την τυπική απόκλιση στις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή των εταιριών πριν την δημόσια ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς (divergence of opinion),
- τη μεταβλητότητα ιδιοσυγκρασίας (idiosyncratic volatility) των εταιριών που μετράται με την τυπική απόκλιση των καταλοίπων (residual) υπολογισμένων με το υπόδειγμα της αγοράς (market model) κατά την περίοδο πριν την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς (bid offer),
- την αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιριών που εμπλέκονται σε μια εξαγορά κατά την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς

Εντοπίζουν επίσης μια σειρά από μεταβλητές που επηρεάζουν τις αποδόσεις των εμπλεκόμενων εταιριών, όπως η μέθοδος πληρωμής για την εξαγορά (μετρητά, μετοχές ή συνδυασμός των δύο), το σχετικό μέγεθος αγοραστή και στόχου, το είδος του στόχου (μη-εισηγμένη – private ή εισηγμένη – public) εταιρία.

3. Ασύμμετρη πληροφόρηση και αποδόσεις εξαγορών

3.1 Η μελέτη των Grossman και Hart (1981)

Οι Grossman και Hart (1981) εξετάζουν την εξής πρόταση: μια εταιρία που εξαγοράζει μπορεί να έχει πληροφορίες σχετικά με τους πόρους της εταιρίας-στόχου. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία-στόχος αξίζει περισσότερο από την τρέχουσα αγοραία της αξία. Άρα ο αγοραστής, πληρώνοντας μια μικρή διαφορά πάνω από τη τρέχουσα τιμή, αποκτά αυτούς τους πόρους σε τιμή χαμηλότερη από την πραγματική τους αξία για τους μετόχους της εταιρίας αυτής. Επομένως, οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου δεν επωφελούνται πλήρως της επένδυσής τους.

Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η παραπάνω πρόταση δεν μπορεί να ισχύει όταν υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ πληροφορημένων αγοραστών και συνεχίζουν για να αποδείξουν ότι η πρόταση δεν ισχύει ακόμα και όταν υπάρχει ένας μοναδικός αγοραστής, με την προϋπόθεση ότι οι μέτοχοι έχουν λογικές προσδοκίες από την διαδικασία εξαγοράς.

Οι συγγραφείς διαχωρίζουν δύο κατηγορίες εξαγορών: τις καταμεμητικές (allocational) εξαγορές και τις κτητικές (acquisitional) εξαγορές. Οι πρώτες αναφέρονται σε περιπτώσεις όπου ένας ενδιαφερόμενος έχει πληροφορίες που δείχνουν ότι μπορεί να επιτευχθεί κέρδος από την εταιρία μέσω αλλαγών στις διοικητικές αποφάσεις και για να κερδίσει από αυτές τις πληροφορίες αγοράζει την εταιρία για να αλλάξει τις αποφάσεις αυτές. Οι δεύτερες αναφέρονται σε περιπτώσεις όπου ο αγοραστής αναλαμβάνει την εταιρία όχι για να βελτιώσει τη διοίκηση, αλλά επειδή έχει πληροφορίες που δείχνουν ότι η εταιρία είναι υποεκτιμημένη στην τρέχουσα τιμή της.

Για την πρώτη περίπτωση αναπτύσσεται ένα μοντέλο της διαδικασίας εξαγοράς. Βάσει του μοντέλου, οι συγγραφείς αποδεικνύουν ότι για να υπάρξουν προσφορές εξαγοράς πρέπει να ισχύει $\phi > c$, όπου ϕ είναι η μείωση των κερδών της εταιρίας μετά την εξαγορά και c είναι το συνολικό κόστος της εξαγοράς. Το μοντέλο, εκτός από τις δύο παραπάνω παραμέτρους,

χρησιμοποιεί ακόμα: το κέρδος της εταιρίας ως συνάρτηση χαρακτηριστικών της εταιρίας και της διοίκησής της· το κέρδος της εταιρίας μετά την εξαγορά υπό βέλτιστη διοίκηση· την τιμή, ως ποσοστό επί των μετοχών, στην οποία ο αγοραστής μπορεί να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρίας· το κόστος έρευνας από τον αγοραστή· τις πληροφορίες που έχουν οι μέτοχοι για τα χαρακτηριστικά της εταιρίας στο χρόνο της προσφοράς.

Για τη δεύτερη περίπτωση, γενικεύεται το παραπάνω μοντέλο με την υπόθεση ότι το κέρδος της εταιρίας είναι αβέβαιο. Εισάγεται άλλη μια παράμετρος: η παγκόσμια κατάσταση, η οποία συνδέεται με το κέρδος αυτό. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι για να υπάρξει μια ικανοποιητική θεωρία κτητικών προσφορών, πρέπει να υπάρχει τουλάχιστον ένα ακόμα κίνητρο για εξαγορά, όπως το καταμεμητικό κίνητρο. Υποστηρίζουν, δηλαδή, ότι είναι ψευδής ο ισχυρισμός ότι όλες οι προσφορές γίνονται μόνο επειδή ο αγοραστής έχει εσωτερική πληροφόρηση που δείχνει ότι η εταιρία είναι υποεκτιμημένη από την αγορά.

Το τελικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει η μελέτη είναι ότι ακόμα και αν ο αγοραστής έχει ισχύ μονοψωνίου λόγω κατοχής πληροφοριών, δεν χρειάζεται κρατικός περιορισμός των προσφορών εξαγοράς. Αν οι κτητικές (acquisitional) προσφορές μπορούν να διαχωριστούν από τις καταμεμητικές (allocational) προσφορές, τότε οι μέτοχοι μπορούν να αποτρέψουν τις κτητικές προσφορές. Από την άλλη, αν κτητικές προσφορές και καταμεμητικές προσφορές δεν μπορούν να διαχωριστούν, τότε οι μέτοχοι μπορούν να περιορίσουν ικανοποιητικά τις προσφορές εξαγοράς, μέσω των δικών τους δράσεων.

Η ανάλυση των συγγραφέων παρέχει επίσης και μια εξήγηση για την ύπαρξη και το εύρος του προσφερόμενου υπερτιμήματος (bid premia). Από το μοντέλο που χρησιμοποιούν, αναγνωρίζουν δύο λόγους για την ύπαρξη τέτοιων προσφορών. Πρώτα, αν η αξία της μη συμφωνίας με τον αγοραστή και της παραμονής ως μετόχων μειοψηφίας υπερβαίνει γενικά την αξία της εταιρίας κάτω από την υπάρχουσα διοίκηση, ένας αγοραστής πρέπει να κάνει

προσφορά πάνω από την τρέχουσα τιμή, αφού διαφορετικά οι μέτοχοι θα κρατήσουν τις μετοχές τους και η προσφορά θα αποτύχει. Δεύτερον, τόσο οι καταναμητικές όσο και οι κτητικές προσφορές είναι πιο πιθανό να προκύψουν όταν ένας αγοραστής έχει εσωτερική πληροφόρηση που δείχνει ότι η εταιρία είναι υποεκτιμημένη στην αγορά. Οι μέτοχοι με λογικές προσδοκίες το αντιλαμβάνονται αυτό και αναθεωρούν προς τα πάνω την εκτίμηση της τρέχουσας αξίας της εταιρίας όταν αντιλαμβάνονται μια προσφορά. Έτσι, ο αγοραστής πρέπει να κάνει προσφορά πάνω από την τρέχουσα αγοραία αξία της εταιρίας πριν την προσφορά λόγω της επίπτωσης της επανεκτίμησης (revaluation).

3.2 Η μελέτη των Myers και Majluf (1984)

Οι Myers και Majluf (1984) παρέχουν ένα θεωρητικό μοντέλο για την απόφαση μιας εταιρίας να εκδώσει πρόσθετες νέες μετοχές. Το μοντέλο τους βασίζεται στη ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διοίκησης και εξωτερικών επενδυτών για τις πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες και την αξία της εταιρίας. Οι εξωτερικοί επενδυτές δεν έχουν την ιδιωτική πληροφόρηση που έχει η διοίκηση. Αυτή η ασύμμετρη πληροφόρηση δημιουργεί μια ισορροπία (pooling equilibrium) μεταξύ των εταιριών που πράγματι έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες και των εταιριών που δεν έχουν. Υποθέτοντας ότι η απόφαση της διοίκησης να εκδώσει νέες μετοχές βασίζεται στο συμφέρον των υπαρχόντων μετόχων, οι διοικήσεις των εταιριών που δεν έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες θα εκδώσουν μετοχές μόνο αν πιστεύουν ότι η εταιρία είναι υπερεκτιμημένη. Όταν η εταιρία είναι υπερεκτιμημένη, η έκδοση νέων μετοχών δημιουργεί μια μεταφορά πλούτου από τους νέους μετόχους στους υπάρχοντες μετόχους. Οι ορθολογικοί νέοι επενδυτές περιμένουν ότι κάθε φορά που η διοίκηση ανακοινώνει μια έκδοση νέων μετοχών, το αποτέλεσμα είναι μια ισορροπία μεταξύ κακών εταιριών (εταιριών χωρίς καλές επενδυτικές ευκαιρίες) και καλών εταιριών (εταιριών που έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες). Επομένως, οι επενδυτές τείνουν να αναθεωρούν προς τα κάτω την αξία των μετοχών της εταιρίας κάθε φορά που η διοίκηση ανακοινώνει μια προσφορά μετοχών.

Αυτό συμβαίνει επειδή οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές υπολογίζουν την πιθανότητα η εταιρία να προσπαθήσει να εκμεταλλευτεί την κατάσταση κατά την οποία γνωρίζει ότι η προσφερόμενη μετοχή αποτιμάται πάνω από την εσωτερική της αξία.

3.3 Η μελέτη του Hansen (1987)

Ο Hansen (1987) εξετάζει τη συναλλακτική διαδικασία μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο για την επιλογή του μέσου συναλλαγής (μετρητά ή μετοχές). Η συναλλακτική διαδικασία αντιμετωπίζεται από τον Hansen ως μια διαδικασία δύο παραγόντων υπό ατελή πληροφόρηση. Ο συγγραφέας εστιάζει στο θέμα της «δυσμενούς επιλογής» και στους συναλλακτικούς μηχανισμούς που μπορούν να μετριάσουν τις επιπτώσεις της.

Η μελέτη δείχνει ότι η πιθανότητα μιας συναλλαγής με τη χρήση μετοχών μειώνεται καθώς αυξάνεται το μέγεθος του αγοραστή σε σχέση με την εταιρία-στόχο. Δείχνει, επίσης, ότι η πιθανότητα αυτή αυξάνεται με το χρέος του αγοραστή και μειώνεται με το χρέος του στόχου. Τέλος, η ανάλυση του συγγραφέα δείχνει ότι το μέσο της συναλλαγής μπορεί να ανατρέψει τον υπολογισμό των κερδών της συγχώνευσης: η επιλογή του μέσου συναλλαγής καταδεικνύει την αξία του αγοραστή, επηρεάζοντας έτσι την αγοραστική αξία μετά την προσφορά συγχώνευσης.

Για να υποστηρίξει την πρότασή του ότι η πιθανότητα μιας συναλλαγής με μετοχές είναι συνάρτηση των κεφαλαίων και των χρεών των εμπλεκόμενων εταιριών, ο Hansen χρησιμοποιεί ένα δείγμα 45 συναλλαγών της περιόδου 1976-77. Το δείγμα αυτό συμπληρώνεται με 61 ακόμα συναλλαγές από τα αρχεία συγχωνεύσεων του Federal Trade Commission για το 1978.

Ο συγγραφέας διαμορφώνει συνολικά έξι μοντέλα εξετάζοντας τη σχέση των παρακάτω μεταβλητών:

<u>Μεταβλητή</u>	<u>Περιγραφή</u>
ASSA(\$)	Κεφάλαια, αγοραστής
ASST(\$)	Κεφάλαια, στόχος
LIABA(\$)	Συνολικές υποχρεώσεις, αγοραστής
LIABT(\$)	Συνολικές υποχρεώσεις, στόχος
REL	ASSA/ASST
LEVA	LIABA/ASSA
LEV T	LIABT/ASST
DEA	LIABA/(ASSA-LIABA)
DET	LIABT/(ASST-LIABT)

Τα στοιχεία από τα μοντέλα αυτά είναι ισχυρότερα σε σχέση με τις υποχρεώσεις του αγοραστή, κάτι που υποστηρίζει την πρόταση του Hansen ότι η πιθανότητα συναλλαγής με μετοχές αυξάνεται με το χρέος του αγοραστή. Συγκεκριμένα, σε δύο από τα μοντέλα το LIABA υπολογίζεται ισχυρά θετικό, και σε ένα μόνο αρνητικό.

Αντίθετα, τα μοντέλα δίνουν αντιφατικά στοιχεία σχετικά με το συντελεστή του ASSA. Η πρόταση του Hansen υποστηρίζει ότι η πιθανότητα μιας συναλλαγής με τη χρήση μετοχών μειώνεται καθώς αυξάνεται το μέγεθος του αγοραστή. Αυτό σημαίνει ότι ο συντελεστής του ASSA θα έπρεπε να είναι αρνητικός, ενώ στα μοντέλα βγαίνει θετικός. Ο συγγραφέας αποδίδει αυτή την αντίφαση σε δύο αιτίες: Πρώτον, η υπόθεση για την αξία του αγοραστή αναφέρεται στην πραγματική, άγνωστη αξία των κεφαλαίων του, κάτι που η λογιστική αξία η οποία χρησιμοποιείται στα μοντέλα είναι δύσκολο να απεικονίσει. Δεύτερον, καθώς αλλάζει το ASSA, είναι δύσκολο να εξακριβωθεί η τρέχουσα κατάσταση που ισχύει – η ποσότητα των διαθέσιμων πληροφοριών για την εταιρία αυξάνεται καθώς αυξάνονται τα κεφάλαιά της. Αυτό μετριάξει την

υπολογισμό της επίπτωσης του ASSA, καθώς περισσότερη πληροφόρηση για τον αγοραστή τείνει να κάνει μια συναλλαγή με μετοχές πιο πιθανή.

3.4 Η μελέτη του Pound (1988)

Στη μελέτη του ο Pound (1988) εξετάζει αν οι προσφορές εξαγοράς και η αντίσταση στην εξαγορά μεταφέρουν πληροφορίες στην αγορά για την αξία της εταιρίας-στόχου ως ξεχωριστής οντότητας, χρησιμοποιώντας προβλέψεις αναλυτών.

Ο Pound στηρίζεται καταρχήν σε τρία στοιχεία βασισμένα σε δεδομένα από τη βάση δεδομένων IBES:

- 1) οι προβλέψεις στην IBES κινούνται αρκετά αποτελεσματικά αντιδρώντας σε νέες πληροφορίες,
- 2) τα επίπεδα προβλέψεων είναι αρκετά αποτελεσματικές απεικονίσεις των τρεχόντων πληροφοριών και
- 3) οι αναλυτές αναθεωρούν τις προβλέψεις τους αντιδρώντας σε πληροφορίες που προκαλούν αλλαγές σε αγοραστικές αξίες.

Ο συγγραφέας κάνει τις εξής υποθέσεις: Αν οι προσφορές εξαγοράς δεν μεταφέρουν πληροφορίες, τότε για ένα τυχαίο δείγμα εταιριών-στόχων, οι αναθεωρήσεις για το επόμενο οικονομικό έτος των προβλέψεων που έγιναν το μήνα που ανακοινώθηκε η προσφορά θα ήταν μηδέν. Επίσης, αν η αντίσταση στην εξαγορά δεν μεταφέρει πληροφορίες για μελλοντικά κέρδη, τότε για ένα τυχαίο δείγμα εταιριών που αντιστάθηκαν σε εξαγορές, οι αναθεωρήσεις προβλέψεων κατά τη διαδικασία εξαγοράς θα ήταν μηδέν.

Το δείγμα που χρησιμοποιεί ο Pound αποτελείται από εταιρίες-στόχους καταχωρημένων από την SEC στις ΗΠΑ, που πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια: κάθε εταιρία υπόκειται σε προσφορά εξαγοράς πλειοψηφικού πακέτου μετοχών, κάθε εταιρία ακολουθείται από αναλυτές των οποίων οι προβλέψεις καταγράφονται στην IBES, και κάθε εταιρία καλύπτεται επαρκώς από την The Wall Street Journal και τους The New York Times για να καθοριστούν η φύση της διαδικασίας (εχθρική ή φιλική), το αποτέλεσμα, και οι σχετικές ημερομηνίες. Ένα επιπλέον κριτήριο είναι ότι ολόκληρη η διαδικασία εξαγοράς πρέπει να έχει ολοκληρωθεί μέσα σε ένα οικονομικό έτος. Ο συγγραφέας

ξεκινά με την περίοδο 1981-1984 και καταλήγει με 80 εταιρίες που πληρούν τα παραπάνω κριτήρια. Από αυτές, 30 είναι στόχοι φιλικών προσφορών, 31 είναι στόχοι εχθρικών προσφορών και τελικά εξαγοράζονται, και 19 είναι στόχοι εχθρικών προσφορών και τελικά διατηρούν την ανεξαρτησία τους. Η τελευταία ομάδα συμπληρώνεται με άλλες 14 εταιρίες από την περίοδο 1979-1981, ανεβάζοντας έτσι το συνολικό δείγμα στις 94 εταιρίες.

Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, και για τις τρεις ομάδες, οι αρχικές προσφορές εξαγοράς δεν φαίνεται να μεταφέρουν σημαντικές πληροφορίες. Οι προβλέψεις κερδών των εταιριών-στόχων δεν αναθεωρούνται με στατιστικά ή οικονομικά σημαντικό τρόπο ως αντίδραση στις ανακοινώσεις των προσφορών. Αυτό υπονοεί ότι οι προσφορές αυτές καθαυτές δεν αναμένονται να αυξήσουν την οικονομική απόδοση των στόχων.

Όταν υπάρχει αντίσταση στις προσφορές εξαγοράς, οι προβλέψεις κερδών αναθεωρούνται προς τα κάτω. Αυτό υπονοεί ότι η αγορά ερμηνεύει τις στρατηγικές αντίστασης ως αρνητικά σημάδια για τη μελλοντική λειτουργία. Τα δεδομένα δείχνουν επίσης ότι η αντίσταση μεταφέρει αρνητικές πληροφορίες άσχετα αν η εταιρία-στόχος τελικά εξαγοράζεται ή παραμένει ανεξάρτητη.

Ο Round καταλήγει λέγοντας ότι τα ευρήματα αυτά δείχνουν ότι οι αναλυτές αντιδρούν αποτελεσματικά ενσωματώνοντας τις πληροφορίες από τις προσφορές εξαγοράς στις προβλέψεις τους. Επομένως, οι αναθεωρήσεις των προβλέψεων που σχετίζονται με προσφορές εξαγοράς και αντίσταση στην εξαγορά αντικατοπτρίζουν σε ικανοποιητικό βαθμό τις πραγματικές μεταβολές των κερδών των εταιριών που εμπλέκονται σε μια διαδικασία εξαγοράς.

3.5 Η μελέτη των Eckbo, Giammarino και Heinkel (1990)

Οι Eckbo et al. (1990) παρουσιάζουν μια θεωρητική εξήγηση για τη σχέση μεταξύ του μίγματος μετρητών και μετοχών στην προσφορά για μια εξαγορά και της πληροφόρησης του αγοραστή για την αξία της και την αξία της συνέργειας.

Παρουσιάζουν επίσης μια εμπειρική εξήγηση της επίπτωσης της εκτίμησης του μίγματος μετρητών και μετοχών που χρησιμοποιείται για την επίτευξη μιας εξαγοράς.

Για τη θεωρητική τους προσέγγιση, οι συγγραφείς θεωρούν ένα αγοραστή που ανακαλύπτει μια συνεργατική ευκαιρία που απαιτεί την εξαγορά μιας άλλης εταιρίας, του στόχου. Υποτίθεται ότι ο αγοραστής γνωρίζει μόνο μια πιθανή ελάχιστη αξία (reservation value) του στόχου, και ανάλογα ο στόχος γνωρίζει μόνο μια πιθανή αξία του αγοραστή. Ο αγοραστής κάνει μια προσφορά για να ανταλλάξει τις μετοχές του στόχου με ένα μίγμα μετρητών και μετοχών.

Το πλαίσιο ακολουθεί τον Hansen (1987) υποθέτοντας αμφίπλευρη ασύμμετρη πληροφόρηση και μονοπωλιακή πρόσβαση στη συνέργεια από τον αγοραστή. Η δυνατότητα του αγοραστή να επιλέξει το μίγμα μετρητών-μετοχών οδηγεί στην πρόβλεψη ότι δεν θα υπάρχουν δύο αγοραστές που θα κάνουν την ίδια προσφορά αφού θα μπορούν να μεταφέρουν πληροφόρηση αποτελεσματικά στο στόχο μέσω του μίγματος μετρητών-μετοχών που έχουν επιλέξει. Υποθέτεται ότι το όφελος από τη συγχώνευση είναι αρκετά μεγάλο ώστε η βέλτιστη πρακτική για τον αγοραστή είναι να κάνει μια προσφορά που ο στόχος δεν μπορεί να αρνηθεί.

Τα ακόλουθα βήματα περιγράφουν τη χρονολογική δομή της διαδικασίας:

- Ο αγοραστής ανακαλύπτει μια συνεργατική ευκαιρία με ένα στόχο. Σε αυτό το σημείο, ο αγοραστής ξέρει την αξία που αντιστοιχεί στη δική του συν της συνέργειας και διαμορφώνει μια πρώτη εκτίμηση για την αξία του στόχου.
- Ο αγοραστής κάνει μια προσφορά που αποτελείται από μετρητά προς τους μετόχους του στόχου και από μετοχές της εταιρίας μετά τη συγχώνευση που θα διατηρήσουν οι μέτοχοι του στόχου.
- Οι μέτοχοι του στόχου αναθεωρούν την άποψή τους για την αξία του αγοραστή συν την αξία της συνέργειας και υπολογίζουν τα αναμενόμενα οφέλη από την αποδοχή της προσφοράς.
- Οι μέτοχοι του στόχου αποδέχονται την προσφορά αν τα παραπάνω οφέλη είναι ίσα ή ξεπερνούν την αξία του στόχου. Διαφορετικά οι μέτοχοι του στόχου απορρίπτουν την προσφορά και η συνεργατική ευκαιρία χάνεται.

Πάνω σε αυτό το μοντέλο, οι συγγραφείς εντοπίζουν τα σημεία ισορροπίας. Αυτές οι ισορροπίες περιλαμβάνουν στοιχεία της στρατηγικής του αγοραστή και στοιχεία της στρατηγικής της εταιρίας- στόχου.

Για την εμπειρική ανάλυση, η μελέτη επιλέγει ένα δείγμα εξαγορών από το Merger Register που καταρτίζεται από το Department of Consumer and Corporate Affairs. Τα κριτήρια που εφαρμόζονται είναι:

1. Η προσφορά συγχώνευσης έχει γίνει μεταξύ 1964 και 1982.
2. Κατά το χρόνο της εξαγοράς, ο αγοραστής είναι καταχωρημένος στο Toronto Stock Exchange (TSE).
3. Η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης στον Τύπο για την εξαγορά εντοπίζεται στο Merger Register.
4. Η εξαγορά αφορούσε για τον έλεγχο τουλάχιστον του 50% των μετοχών του στόχου.
5. Η προσφορά ήταν επιτυχημένη (δηλαδή δεν απορρίφθηκε από τους μετόχους ούτε εγκαταλείφθηκε αργότερα από τη διοίκηση).
6. Υπάρχουν ικανοποιητικά δεδομένα απόδοσης μετοχών για τις εταιρίες-αγοραστές στη βάση δεδομένων του University of Laval.
7. Σύμφωνα με πληροφορίες από τη βάση δεδομένων της Financial Post ή το Moody's Industrial Manual, (i) η μέθοδος πληρωμής είναι είτε μόνο μετρητά, είτε μόνο μετοχές του αγοραστή, είτε ένας συνδυασμός των δύο, και (ii) ο αγοραστής δεν δίνει στους μετόχους του στόχου τη δυνατότητα να επιλέξουν, σε ατομικό επίπεδο, τον επιθυμητό συνδυασμό μετοχών και μετρητών ως πληρωμή.

Τα παραπάνω κριτήρια πληρούν 182 εξαγορές. Από αυτές, στις 56 η πληρωμή ήταν συνδυασμός μετρητών και μετοχών, στις 92 η προσφορά ήταν μόνο για μετρητά, και οι 34 ήταν προσφορές μόνο με μετοχές.

Οι συγγραφείς καταλήγουν λέγοντας ότι το μοντέλο που ανέπτυξαν υποστηρίζει ότι αμφίπλευρες ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ αγοραστών και στόχων μπορούν να οδηγήσουν σε ένα βέλτιστο μίγμα μετρητών και μετοχών ως πληρωμή για την εξαγορά. Εντοπίζουν μια ιδιαίτερη ισορροπία όπου η πραγματική αξία του αγοραστή μετά την εξαγορά αποκαλύπτεται στο στόχο μέσα από τη σύνθεση της μικτής προσφοράς, και όπου αυτή η αξία αυξάνεται με το ποσό των μετρητών που χρησιμοποιούνται στην προσφορά.

Όσον αφορά στην εμπειρική ανάλυση, η μελέτη βρίσκει ότι οι μέσες μηχανοκάνονικές αποδόσεις το μήνα ανακοίνωσης είναι σημαντικά θετικές και μεγαλύτερες για μικτές προσφορές παρά για προσφορές μόνο μετοχών ή μόνο μετρητών.

3.6 Η μελέτη του Brous (1992)

Ο Brous (1992) στη μελέτη του εξετάζει την υπόθεση ότι η ανακοίνωση έκδοσης πρόσθετων μετοχών από μια εταιρία μεταφέρει στους επενδυτές μη ευνοϊκές πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά της κέρδη.

Η μελέτη εξετάζει μηνιαίες αλλαγές ή αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών αναλυτών μετρημένες γύρω από την ανακοίνωση μιας επερχόμενης προσφοράς μετοχών. Αυτή η εξέταση παρέχει άμεσα στοιχεία της νέας πληροφόρησης σχετικά με μελλοντικά κέρδη που μεταφέρεται από ανακοινώσεις προσφορών. Το μοντέλο του συγγραφέα εξετάζει τις στατιστικές ιδιότητες των αναθεωρήσεων προβλέψεων μηνιαίων κερδών. Επίσης, εξετάζονται οι αναθεωρήσεις αναλυτών κατά τους μήνες που προηγούνται της ανακοίνωσης προσφοράς. Αυτό γίνεται για να καθοριστεί αν υπάρχει συστηματική αύξηση στις προσδοκίες μελλοντικών κερδών. Τέλος, η μελέτη εξετάζει την επίπτωση που έχει η ανακοίνωση προσφοράς στις προβλέψεις αναλυτών για την πενταετή ανάπτυξη των μελλοντικών κερδών. Αυτό γίνεται για να εξεταστεί αν οι αναπάντεχες εκδόσεις νέων μετοχών μπορεί να σημάνουν μια αύξηση στην επενδυτική δραστηριότητα και άρα να μεταφέρουν κάποια ευνοϊκή πληροφόρηση σχετικά με το επίπεδο μακροπρόθεσμων κερδών που δεν επηρεάζει τα βραχυπρόθεσμα κέρδη.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται καταρχήν αποτελείται από εκδόσεις κοινών μετοχών της περιόδου 1976 έως 1985 που είναι καταγεγραμμένες στις εξαμηνιαίες εκδόσεις του Investment Dealer's Digest που περιέχει το Corporate Financing Directory. Η ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε προσφοράς εντοπίστηκε στο Wall Street Journal Index και στις εβδομαδιαίες εκδόσεις του Investment Dealer's Digest. Η ημερομηνία ανακοίνωσης ορίζεται ως είτε η ημερομηνία της δημοσιευμένης ανακοίνωσης της προσφοράς ή η

καταγραμμένη ημερομηνία εγγραφής της προσφοράς, όποια από τις δύο προηγείται.

Από το δείγμα αυτό εξαιρέθηκαν προσφορές εταιριών που δεν διαπραγματεύονταν στο NYSE ή στο American Stock Exchange. Επίσης εξαιρέθηκαν εταιρίες κοινής ωφέλειας και προσφορές κοινών μετοχών που έγιναν για συγκεκριμένους σκοπούς όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές, αναδιρθρώσεις, μετατροπές.

Για την περίοδο 1976-1985, 677 προσφορές κοινών μετοχών ικανοποίησαν τα παραπάνω κριτήρια. Από αυτές τις ανακοινώσεις, 431 έγιναν από 350 εταιρίες για τις οποίες υπήρχαν προβλέψεις κερδών στο IBES. Προβλέψεις κερδών τρέχοντος έτους ήταν διαθέσιμες για το διάστημα 1976-1985, ενώ προβλέψεις πενταετούς ανάπτυξης κερδών υπήρχαν μόνο για το διάστημα Δεκέμβριος 1981 έως Δεκέμβριος 1985. Δεδομένου του μικρού αριθμού μηνιαίων προβλέψεων που υπήρχαν για κάθε εταιρία, μόνο η πρώτη προσφορά κάθε εταιρίας περιλήφθηκε στο τελικό δείγμα. Από τις 350 εταιρίες για τις οποίες το IBES αναφέρει προβλέψεις κερδών, 321 προσφορές είχαν διαθέσιμες βραχυπρόθεσμες προβλέψεις και 152 προσφορές είχαν μακροπρόθεσμες προβλέψεις.

Οι μη-κανονικές αποδόσεις των τιμών μετοχών μετρώνται με τη χρήση του μοντέλου αγοράς. Η περίοδος εκτίμησης για τις παραμέτρους του μοντέλου αγοράς είναι από 180 ημέρες έως 61 ημέρες πριν και 61 ημέρες έως 180 ημέρες μετά την ανακοίνωση προσφοράς κοινών μετοχών.

Οι αναθεωρήσεις προβλέψεων μηνιαίων κερδών εκτιμώνται υπολογίζοντας τις μέσες προβλέψεις μηνιαίων κερδών κάθε εταιρίας διαιρεμένες με την τιμή της μετοχής της εταιρίας κατά το μήνα πριν την ανακοίνωση της προσφοράς μετοχών.

Ο συγγραφέας βρίσκει ότι, κατά μέσο όρο, οι προβλέψεις κερδών τρέχοντος έτους αυξάνονται σημαντικά τους μήνες πριν τις ανακοινώσεις προσφοράς μετοχών και μειώνονται σημαντικά μετά την ανακοίνωση. Το εύρος των προβλέψεων προς τα κάτω κατά το μήνα ανακοίνωσης είναι θετικά και σημαντικά συσχετισμένο με τις μη-κανονικές αποδόσεις μετοχών κατά την περίοδο δύο ημερών της ανακοίνωσης. Η μελέτη παρουσιάζει αδύναμα

στοιχεία ότι, κατά μέσο όρο, οι προβλέψεις ανάπτυξης πενταετών κερδών αυξάνονται πριν την ανακοίνωση. Επίσης, δεν υπάρχουν στοιχεία που να υποστηρίζουν ότι οι αναλυτές μειώνουν τις μακροπρόθεσμες προβλέψεις τους μετά την ανακοίνωση των σχεδίων προσφοράς νέων μετοχών. Επομένως, η μη ευνοϊκή πληροφόρηση που μεταφέρεται από ανακοινώσεις προσφοράς μετοχών από εταιρίες φαίνεται να επηρεάζει τις προβλέψεις για βραχυπρόθεσμα κέρδη αλλά όχι τις προβλέψεις για τα μακροπρόθεσμα κέρδη μιας εταιρίας.

3.7 Η μελέτη των Brous και Kini (1993)

Οι Brous και Kini (1993) επανεξετάζουν το ρόλο των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη των εταιριών-στόχων μετά από ανακοινώσεις εξαγορών και μετά από μορφές αμύνης των εταιριών-στόχων με σκοπό να κατανοήσουν καλύτερα τη θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών ως αντίδραση σε τέτοιες εξαγορές. Η μελέτη τους είναι μια επανεξέταση της μελέτης του Pound (1988).

Το δείγμα της μελέτης είναι εταιρίες- στόχοι εξαγορών κατά την περίοδο 1977-1988 για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα προβλέψεων κερδών στη βάση δεδομένων Institutional Brokers Estimate System (IBES). Ο αγοραστής ή ο στόχος (ή και οι δύο) ήταν εγγεγραμμένοι στο New York Stock Exchange ή στο American Stock Exchange.

Οι συγγραφείς εφαρμόζουν παρόμοια φίλτρα με τον Pound (1988): διαθέσιμες προβλέψεις για τα κέρδη του στόχου στο IBES για το τρέχον ή το επόμενο έτος, κάθε στόχος πρέπει να υπόκειται σε προσφορά εξαγοράς πλειοψηφικού πακέτου μετοχών με την έννοια ότι ο αγοραστής δεν κατέχει πάνω από το 25% των μετοχών και στοχεύει στην αγορά τουλάχιστον του 50%, και ολόκληρη η διαδικασία πρέπει να λαμβάνει χώρα στο ίδιο οικονομικό έτος. Οι συγγραφείς προσθέτουν ένα ακόμα φίλτρο: να μπορεί να υπολογιστεί το q -ratio του Tobin για το στόχο κατά το έτος πριν την πρώτη ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς.

Μετά τα παραπάνω, το δείγμα της μελέτης καταλήγει να αποτελείται από 307 εταιρίες-στόχους για τις οποίες υπάρχουν προβλέψεις για τα κέρδη του τρέχοντος έτους και 218 εταιρίες-στόχους για τις οποίες υπάρχουν προβλέψεις για τα κέρδη του επόμενου έτους.

Η μεθοδολογία των συγγραφέων αποτελείται στην ουσία από τη στατιστική ανάλυση των μέσων όρων των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή κάθε εταιρίας κατά το χρονικό διάστημα που εξετάζεται.

Οι συγγραφείς ενδυναμώνουν την ανάλυσή τους σε σχέση με αυτήν του Round (1988) (1) διορθώνοντας τις αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών με μια εκτίμηση της αναμενόμενης αναθεώρησης, η οποία λαμβάνει υπόψη την αισιόδοξη μεροληψία (optimism bias) και τη γραμμική συσχέτιση των αναθεωρήσεων προβλέψεων για να μετρήσει τις μη-κανονικές αναθεωρήσεις προβλέψεων, (2) εξετάζοντας προβλέψεις όχι μόνο για τα κέρδη του επόμενου έτους αλλά και του τρέχοντος έτους και (3) εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ της αναθεώρησης πρόβλεψης το μήνα ανακοίνωσης και του q-ratio του στόχου, ένα μέτρο υποεκτίμησης ή/και κακής διαχείρισης.

Τα αποτελέσματά τους είναι τα ακόλουθα: οι μη-κανονικές αναθεωρήσεις των κερδών του τρέχοντος και του επόμενου έτους είναι, κατά μέσο όρο, θετικές. Επίσης, οι πρωτογενείς και οι μη-κανονικές αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών του τρέχοντος και του επόμενου έτους για εταιρίες με χαμηλό (μικρότερο του 1) q-ratio είναι θετικές και σημαντικά μεγαλύτερες από αυτές για εταιρίες με υψηλό (μεγαλύτερο του 1) q-ratio. Αυτά τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση πληροφόρησης (information hypothesis) – ότι δηλαδή η ανακοίνωση μιας εξαγοράς μεταφέρει ευνοϊκές πληροφορίες για την εταιρία-στόχο. Για τις περιπτώσεις των εταιριών που αντιστάθηκαν στην εξαγορά, η μελέτη δείχνει ότι, ανεξάρτητα από το αποτέλεσμα, οι συνολικές αναθεωρήσεις προβλέψεων για τα κέρδη τόσο του τρέχοντος όσο και του επόμενου έτους είναι ασήμαντα διαφορετικές από το μηδέν κατά την περίοδο της αντίστασης, καταδεικνύοντας ότι η διοικητική αντίσταση στην εξαγορά έχει ουδέτερη επίπτωση στην αξία του στόχου.

3.8 Η μελέτη των Houston και Ryngaert (1997)

Στη μελέτη τους οι Houston και Ryngaert (1997) εξετάζουν την επίπτωση της δυσμενούς επιλογής στη διαδικασία έκδοσης μετοχών. Εστιάζουν στους τρόπους πληρωμής σε ένα μεγάλο δείγμα συμφωνιών τραπεζικών συγχωνεύσεων κατά την περίοδο 1985-1992.

Οι τράπεζες-αγοραστές εκδίδουν μετοχές προς τους μετόχους των τραπεζών-στόχων και τους προσφέρουν διάφορους βαθμούς προστασίας έναντι της δυσμενούς ιδιωτικής πληροφόρησης σχετικά με την μελλοντική τιμή μετοχών του αγοραστή. Κάποιες συμφωνίες συγχώνευσης με μετοχές παρέχουν στους μετόχους του στόχου ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών όταν ολοκληρώνεται η συγχώνευση. Σε αυτές τις περιπτώσεις, μια μείωση στην τιμή μετοχής του αγοραστή πριν το κλείσιμο μειώνει την αποζημίωση του μετόχων του στόχου. Εναλλακτικά, πολλές συμφωνίες εξαρτούν τον αριθμό των μετοχών προς τους μετόχους του στόχου από την τιμή των μετοχών του αγοραστή λίγο πριν την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Αυτές οι συμφωνίες αναφέρονται ως εξαρτημένες προσφορές μετοχών (conditional stock offers).

Μια εξαρτημένη προσφορά μετοχών επιτρέπει στον αγοραστή να προσφέρει στην εταιρία-στόχο μετοχές στη νέα οντότητα και ταυτόχρονα να παρέχει στο στόχο κάποια προστασία έναντι αποκαλύψεων, μετά τη συναλλαγή, δυσμενών αλλαγών στην πραγματική αξία του αγοραστή.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν οι συγγραφείς αποτελείται από 209 ανακοινώσεις τραπεζικών συγχωνεύσεων την περίοδο 1985-1992 όπου ο τρόπος χρηματοδότησης είναι μετρητά, κοινές μετοχές ή συνδυασμός των δύο. Για κάθε συμφωνία υπολογίζεται το ποσοστό της αποζημίωσης του στόχου που αποτελείται από κοινές μετοχές. Υπολογίζεται, επίσης, η ελαστικότητα της αποζημίωσης του στόχου σε σχέση με την τιμή μετοχής του αγοραστή κατά το χρόνο της συμφωνίας συγχώνευσης. Οι συγγραφείς κάνουν την υπόθεση ότι αν η δυσμενής επιλογή συνεισφέρει στη μείωση της τιμής μετοχής που σχετίζεται με την έκδοση μετοχών, τότε η αγορά θα ανταποκριθεί πιο ευνοϊκά όταν ο αγοραστής ανακοινώσει μια συμφωνία συγχώνευσης όπου η αξία της αποζημίωσης του στόχου είναι λιγότερη ευαίσθητη σε αλλαγές στην τιμή μετοχής του αγοραστή. Καταλήγουν ότι οι μη-

κανονικές (abnormal) αποδόσεις στον αγοραστή είναι μεγαλύτερες όταν η αποζημίωση στο στόχο έχει χαμηλότερη ελαστικότητα σε σχέση με την τιμή μετοχής του αγοραστή. Επιπλέον, βρίσκουν ότι το ποσοστό των μετοχών που χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει μια εξαγορά δεν έχει αυξητικές επιπτώσεις στην ασυνήθιστη απόδοση του αγοραστή.

Στην μεθοδολογία τους, οι συγγραφείς εντοπίζουν καταρχήν δύο ημερομηνίες για κάθε αγοραστή και κάθε στόχο: την ημερομηνία συμφωνίας (η ημερομηνία πρώτης αναφοράς της συμφωνίας) και την ημερομηνία διαρροής (για το στόχο είναι η πρώτη ανακοίνωση ότι ο στόχος είναι υποψήφιος εξαγοράς και για τον αγοραστή είναι η πρώτη ημερομηνία αποκάλυψης ότι είναι σε συνομιλίες με το στόχο ή ότι προσφέρεται να εξαγοράσει το στόχο). Χρησιμοποιείται η μεθοδολογία μελέτης γεγονότων (event study methodology) για να υπολογιστούν οι μη-κανονικές αποδόσεις για τον αγοραστή και το στόχο.

Οι συγγραφείς κάνουν τις ακόλουθες υποθέσεις: (1) αν ισχύει η δυσμενής επιλογή, οι μη-κανονικές αποδόσεις του αγοραστή θα είναι αρνητικά συσχετισμένες με μέτρα ελαστικότητας, (2) η σχέση μεταξύ του σχετικού μεγέθους αγοραστή και στόχου, και των αποδόσεων του αγοραστή είναι αρνητική, (3) με την ύπαρξη ανταγωνιστικών προσφορών στην εξαγορά, υποθέτουν ότι μεγαλύτερες και ανταγωνιστικότερες εξαγορές οδηγούν σε μεγαλύτερες μειώσεις στις αποδόσεις του αγοραστή, (4) εξαγορές που δημιουργούν μειώσεις κόστους αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις στον αγοραστή, και (5) η επίδοση του αγοραστή είναι πιθανό να επηρεάσει τις αποδόσεις του.

Η μελέτη καταλήγει στα εξής αποτελέσματα: Κατά μέσο όρο, οι αγοραστές έχουν αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Αγοραστές με χαμηλότερα επίπεδα ελαστικότητας έχουν υψηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις. Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των ασυνήθιστων αποδόσεων του αγοραστή και του σχετικού μεγέθους αγοραστή-στόχου. Αγοραστές που αντιμετωπίζουν ανταγωνισμό στην εξαγορά του στόχου έχουν χαμηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις. Υπάρχει

θετική σχέση μεταξύ της μείωσης κόστους που αναμένεται να επιφέρει μια εξαγορά και των ασυνήθιστων αποδόσεων του αγοραστή. Τέλος, οι τράπεζες με καλύτερες επιδόσεις έχουν υψηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις όταν κάνουν μια εξαγορά.

3.9 Η μελέτη του Chang (1998)

Στη μελέτη του ο Chang (1998) εξετάζει την αντίδραση της τιμής των μετοχών μιας εταιρίας-αγοραστή σε μια πρόταση εξαγοράς όταν ο στόχος είναι μη-εισηγμένη εταιρία (privately held company).

Μια από τις υποθέσεις της μελέτης είναι και η υπόθεση πληροφόρησης (information hypothesis): όταν εταιρίες προσφέρουν μετοχές για να αποκτήσουν στόχους οι μετοχές των οποίων διακινούνται δημόσια και έχουν πολλούς μετόχους, μπορεί να μειωθεί η τιμή της μετοχής της εταιρίας-αγοραστή όταν η διοίκηση έχει υπέρτερη πληροφόρηση. Σύμφωνα με το μοντέλο, η διοίκηση του αγοραστή προσφέρει μετοχές όταν πιστεύει ότι η εταιρία του είναι υπερεκτιμημένη. Άρα, η αντίδραση της αγοράς στην πρόταση εξαγοράς θα είναι αρνητική. Από την άλλη, όταν εταιρίες προσφέρουν μετοχές για να αποκτήσουν μη-εισηγμένες εταιρίες-στόχους με μικρό αριθμό μετόχων, το πρόβλημα μπορεί να μετριαστεί με την αποκάλυψη ιδιωτικών πληροφοριών της διοίκησης του αγοραστή στους μετόχους του στόχου. Επιπλέον, οι μέτοχοι του στόχου έχουν κίνητρο να εκτιμήσουν τις προοπτικές του αγοραστή αφού θα καταλήξουν να έχουν ένα σημαντικό αριθμό μετοχών του μετά την εξαγορά. Επομένως, η προθυμία τους να κρατήσουν ένα μεγάλο πακέτο μετοχών μεταφέρει στην αγορά ευνοϊκή πληροφόρηση για τον αγοραστή, με αποτέλεσμα μια θετική αντίδραση της τιμής μετοχών στην πρόταση εξαγοράς.

Το δείγμα της μελέτης αποτελείται από 281 προτάσεις συγχώνευσης μη-εισηγμένων εταιριών της περιόδου 1981-1992 επιλεγμένες με τα παρακάτω κριτήρια:

- Οι αγοραστές περιέχονται στο αρχείο του Center for Research in Security Prices (CRSP) ή στο αρχείο CRSP Nasdaq, και υπάρχουν δεδομένα για αποδόσεις μετοχών για τουλάχιστον 100 ημέρες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς.
- Καμία άλλη σημαντική ανακοίνωση για τις εταιρίες δεν υπάρχει στο Wall Street Journal Index (WSJI) τρεις ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.
- Εξαιρούνται οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες (τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες).
- Η αξία της εξαγοράς είναι τουλάχιστον \$10 εκατομμύρια.

Το δείγμα αυτό συγκρίνεται με ένα δείγμα 255 προτάσεων συγχώνευσης της περιόδου 1981-1988 με στόχους οι μετοχές των οποίων διακινούνται δημόσια επιλεγμένο με τα ίδια κριτήρια.

Η μελέτη χρησιμοποιεί την κλασική μέθοδο του μοντέλου αγοράς (market model method). Η ημερομηνία ανακοίνωσης της πρότασης (ημέρα 0) είναι η ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης της πρότασης εξαγοράς στην Wall Street Journal ή, αν η πρώτη ανακοίνωση εμφανίζεται στο ενημερωτικό του Dow Jones, η ημέρα μετά την ημερομηνία του ενημερωτικού. Η περίοδος εκτίμησης για τις παραμέτρους του μοντέλου είναι 200 ημέρες συναλλαγών (-210 ως -11).

Τα αποτελέσματα δείχνουν μια θετική αντίδραση στην τιμή μετοχής για αγοραστές που προσφέρουν μετοχές για να εξαγοράσουν μια μη-εισηγμένη εταιρία. Το αποτέλεσμα αυτό είναι αντίθετο όταν πρόκειται για εξαγορά εταιριών οι μετοχές των οποίων διακινούνται δημόσια.

Το στοιχείο αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση πληροφόρησης ότι οι μέτοχοι μη-εισηγμένων εταιριών είναι καλά πληροφορημένοι ή μπορούν εύκολα να πληροφορηθούν (με την αποκάλυψη ιδιωτικών πληροφοριών της διοίκησης του αγοραστή στους μετόχους του στόχου) για τις προοπτικές του αγοραστή, αφού η προθυμία τους να κρατήσουν μετοχές του αγοραστή μεταφέρει στην αγορά θετικές πληροφορίες για την εταιρία.

3.10 Η μελέτη των Chang και Suk (1998)

Οι Chang και Suk (1998) μελετούν τις αποδόσεις των μετοχών εταιριών που κάνουν προσφορά για εξαγορά άλλης εταιρίας, κατά την ανακοίνωση τερματισμού της προσπάθειας εξαγοράς.

Συγκεκριμένα, μελετούν την απόδοση των μετοχών σε σχέση με τη μέθοδο που επέλεξε ο αγοραστής για να χρηματοδοτήσει την εξαγορά.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται είναι 279 περιπτώσεις αποτυχημένων εξαγορών από το 1982 ως το 1990 στις ΗΠΑ. Το δείγμα αυτό προέρχεται από το σύνολο των αποτυχημένων εξαγορών το συγκεκριμένο διάστημα, μετά την εφαρμογή των ακολούθων κριτηρίων:

- Τόσο ο αγοραστής όσο και η εταιρία-στόχος περιέχονται στο αρχείο Center for Research in Security Prices (CRSP) ή στο αρχείο CRSP NASDAQ, και οι αποδόσεις του αγοραστή είναι διαθέσιμες τουλάχιστον για 110 μέρες πριν την αρχική ανακοίνωση της εξαγοράς.
- Καμία άλλη σημαντική ανακοίνωση για τις εταιρίες δεν υπάρχει στο Wall Street Journal Index (WSJI) τρεις ημέρες γύρω από την ημερομηνία τερματισμού.
- Οι αρχικοί όροι της μεθόδου πληρωμής και η μορφή της εξαγοράς παραμένουν ίδια σε όλη τη διάρκεια της διαδικασίας.
- Ο τερματισμός της εξαγοράς συμβαίνει τουλάχιστον τρεις ημέρες μετά την ανακοίνωση της πρότασης.

Η υπόθεση των συγγραφέων είναι ότι οι αγοραστές τερματίζουν μια εξαγορά που χρηματοδοτείται με κοινές μετοχές όταν πιστεύουν ότι η εταιρία είναι υποεκτιμημένη. Η υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης έχει εφαρμογή μόνο όταν η απόφαση για τον τερματισμό λαμβάνεται από τον αγοραστή, αφού αν μια εξαγορά τερματιστεί από την εταιρία-στόχο, δεν αποκαλύπτεται καμία πληροφορία για τον αγοραστή. Έτσι, η υπόθεση προβλέπει ότι η αντίδραση της αγοράς θα είναι πιο ευνοϊκή όταν μια εξαγορά με μετοχές τερματίζεται από τον αγοραστή παρά από την εταιρία-στόχο, ή όταν τερματίζεται μια εξαγορά με μετρητά.

Η μελέτη χρησιμοποιεί την κλασική μέθοδο του μοντέλου αγοράς (market model method). Η ημερομηνία ανακοίνωσης της πρότασης (ημέρα 0) είναι η ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης της πρότασης εξαγοράς στην Wall Street Journal ή, αν η πρώτη ανακοίνωση εμφανίζεται στο ενημερωτικό του Dow Jones, η ημέρα μετά την ημερομηνία του ενημερωτικού. Η περίοδος εκτίμησης για τις παραμέτρους του μοντέλου είναι 200 ημέρες συναλλαγών (-210 ως -11).

Τα ευρήματα της μεθόδου υποστηρίζουν ότι οι θετικές αντιδράσεις στις τιμές μετοχών των αγοραστών που χρησιμοποιούν κοινές μετοχές κατά την ανακοίνωση του τερματισμού, οφείλονται κυρίως στο γεγονός ότι οι ίδιοι οι αγοραστές ξεκινούν τον τερματισμό. Τα αποτελέσματα συμφωνούν με την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης ότι στην αγορά μεταφέρονται ευνοϊκές πληροφορίες για την αξία της εταιρίας όταν μια εξαγορά με χρήση κοινών μετοχών τερματίζεται από τον αγοραστή, ανεξάρτητα από το αποτέλεσμα της εξαγοράς.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν επίσης ένα μοντέλο παλινδρόμησης (regression model) για να αναλύσουν τις επιπτώσεις της ανακοίνωσης. Εξετάζουν αν οι επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης εξηγούν τις αποδόσεις του αγοραστή τόσο στην ανακοίνωση της πρότασης όσο και στην ανακοίνωση του τερματισμού.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για την παλινδρόμηση των ασυνήθιστων αποδόσεων είναι η μέθοδος πληρωμής και η μορφή της εξαγοράς. Επίσης, χρησιμοποιείται και μια σειρά μεταβλητών που θεωρούνται ότι επηρεάζουν την απόδοση του αγοραστή, όπως:

- Το μέγεθος του στόχου
- Ο αριθμός των αγοραστών
- Η στάση της διοίκησης του στόχου
- Η διοικητική ιδιοκτησία του αγοραστή
- Η αναλογία χρέους/μετοχών (debt/equity ratio)
- Η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών

Το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης είναι ότι οι αντιδράσεις των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση της πρότασης είναι χαμηλότερες για τις εταιρίες που κάνουν προσφορά σε μετοχές από αυτές που κάνουν προσφορά σε μετρητά. Αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση ασύμμετρης πληροφόρησης.

Η αντίστοιχη παλινδρόμηση για την ημερομηνία ανακοίνωσης του τερματισμού της εξαγοράς δείχνει ότι οι αντιδράσεις των τιμών των μετοχών δεν σχετίζονται με την μέθοδο πληρωμής, στην περίπτωση που οι εξαγορές τερματίζονται από την εταιρία-στόχο. Η αντίδραση της αγοράς είναι ευνοϊκή μόνο για τους αγοραστές που προσφέρουν κοινές μετοχές και όταν αυτοί είναι που ξεκινούν τον τερματισμό της εξαγοράς. Και αυτό το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο με την υπόθεση ασύμμετρης πληροφόρησης, αφού όταν η εξαγορά τερματίζεται με πρωτοβουλία της εταιρίας-στόχου, η εταιρία-αγοραστής δεν αποκαλύπτει καμία πληροφορία για την αξία της.

3.11 Η μελέτη των Draper και Paudyal (1999)

Οι Draper και Paudyal (1999) εξετάζουν τις επιπτώσεις της πληροφόρησης στον πλούτο των μετόχων και στη συναλλακτική δραστηριότητα τόσο των εταιριών-αγοραστών όσο και των εταιριών-στόχων. Εστιάζουν στην πληροφόρηση που περιέχεται στον τρόπο πληρωμής μιας εξαγοράς και στην επίπτωση αυτής της πληροφόρησης στις αποδόσεις των μετοχών, στη συναλλακτική δραστηριότητα των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιριών, και στη διαφορά μεταξύ της τιμής που προσφέρεται για αγορά και της τιμής που ζητείται για πώληση (bid-ask spread) των αγοραστών και των στόχων.

Η πρώτη υπόθεση που κάνουν οι συγγραφείς είναι ότι οι αποδόσεις στους μετόχους τόσο των αγοραστών όσο και των στόχων εξαρτώνται από τον τρόπο πληρωμής. Οι αγοραστές πληρώνουν τους μετόχους των εταιριών-στόχων με διάφορους τρόπους. Οι πιο κοινές πρακτικές είναι η πληρωμή με μετρητά, η ανταλλαγή μετοχών, και ένας συνδυασμός των δύο. Η απουσία πλήρους πληροφόρησης για την αξία της εξαγοράς, κάνει τον τρόπο πληρωμής να μεταφέρει ένα μήνυμα στους επενδυτές. Καθώς η αποδοχή

μετρητών έχει λιγότερο κίνδυνο από την αποδοχή μετοχών, η πληρωμή με μετρητά αναμένεται να παράγει υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους του στόχου. Αντίθετα, η πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών είναι πιθανό να έχει την αντίστροφη επίπτωση στις τιμές μετοχών των αγοραστών. Η τρίτη εναλλακτική παρέχει στους μετόχους του στόχου μια επιλογή που πρέπει να έχει μη-αρνητική αξία και άρα αναμένεται να παράγει σχετικά υψηλότερες αποδόσεις, με πιθανές απώλειες για τους μετόχους του αγοραστή.

Η δεύτερη υπόθεση των συγγραφέων είναι ότι ο τρόπος πληρωμής θα επηρεάσει τη συναλλακτική δραστηριότητα των μετοχών της εταιρίας. Επειδή οι πληρωμές με μετρητά μπορεί να παράγουν υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους του στόχου, είναι πιθανό να υπάρξει υψηλότερη συναλλακτική δραστηριότητα των μετοχών του στόχου παρά στην περίπτωση που η εξαγορά γίνεται με ανταλλαγή μετοχών. Για τους αγοραστές, η πληρωμή με μετρητά δεν αναμένεται να προκαλέσει αλλαγές στη συναλλακτική δραστηριότητα. Όμως, οι προσφορές εξαγοράς με ανταλλαγή μετοχών μπορεί να μεταφέρει πληροφόρηση στην αγορά σχετικά με την αντίληψη του αγοραστή για τις μετοχές του και να οδηγήσει σε πρόσθετες συναλλαγές.

Τέλος, οι Draper και Paudyal εξετάζουν την αντίδραση των διαμορφωτών αγοράς (market makers) σε προσφορές εξαγοράς αναλύοντας τα bid-ask spreads που δίδουν για τις μετοχές των αγοραστών και των στόχων τους. Αν δεν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διαμορφωτών αγοράς και αγοραστών πριν την ανακοίνωση της προσφοράς, το χτίσιμο θέσης (stake building) των πιθανών αγοραστών δεν πρέπει να προκαλέσει σημαντική αλλαγή στο spread του στόχου.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται στη μελέτη αποτελείται από 581 εταιρίες-στόχους και 349 εταιρίες-αγοραστές. Η περίοδος που καλύπτεται είναι από το 1988 έως το 1996. Όλες οι εταιρίες ήταν καταχωρημένες στο London Stock Exchange (LSE) και για όλες τις εταιρίες υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς, το bid-ask spread, τη

χρηματιστηριακή αξία των εταιριών, και τον αριθμό και τον όγκο των συναλλαγών.

Οι μεταβλητές που αναλύθηκαν ήταν:

- Ημερήσια τιμή μετοχής
- Όγκος συναλλαγών (αριθμός μετοχών)
- Αριθμός συναλλαγών (συχνότητα συναλλαγών)
- Μέγεθος εντολών (μέσος όγκος ανά συναλλαγή)
- Bid-ask spreads

Εξετάστηκαν επίσης η συνολική απόδοση και η υπεραπόδοση κατά την περίοδο της διαδικασίας εξαγοράς.

Τα αποτελέσματα της μελέτης είναι τα ακόλουθα:

Για την πρώτη υπόθεση, οι συγγραφείς επιβεβαιώνουν την ύπαρξη υπεραποδόσεων για την εταιρία-στόχο πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, με τη μεγαλύτερη ημερήσια υπεραπόδοση για τους μετόχους του στόχου να παρατηρείται την ημέρα της ανακοίνωσης. Οι υπεραποδόσεις μετά την ανακοίνωση παρατηρήθηκαν να είναι πολύ μικρές – αρκετά μικρές για να μην δικαιολογούν μια συναλλακτική στρατηγική που θα κάλυπτε το κόστος των συναλλαγών. Οι συγγραφείς αποδίδουν τις υπεραποδόσεις πριν την ανακοίνωση στην πληροφόρηση που διαχέεται στην αγορά από τις δραστηριότητες χτισίματος θέσεων από πιθανούς αγοραστές.

Για τις εταιρίες-αγοραστές, η μελέτη αποκαλύπτει αρνητικές αποδόσεις μόνο κατά την ημέρα ανακοίνωσης της προσφοράς εξαγοράς. Οι αποδόσεις αυτές είναι όμως μικρές και επιβεβαιώνουν ότι οι μέτοχοι των εταιριών-αγοραστών δεν ζημιώνονται ουσιαστικά από την ανακοίνωση μιας προσφοράς εξαγοράς.

Όσον αφορά στη σχέση μεταξύ του τρόπου πληρωμής και των υπεραποδόσεων, η μελέτη βρίσκει ότι, για την περίοδο πριν την ανακοίνωση, οι αυξήσεις των μετοχών όλων των εταιριών-στόχων είναι οι ίδιες. Διαφορά υπάρχει στο εύρος της αύξησης κατά την ημέρα ανακοίνωσης. Στην περίπτωση αυτή, η χαμηλότερη υπεραπόδοση παρατηρείται για τις εταιρίες όπου η πληρωμή γίνεται αποκλειστικά με μετοχές. Ακολουθούν οι εταιρίες-στόχοι όπου η πληρωμή γίνεται με μετρητά, ενώ τις υψηλότερες

υπεραποδόσεις παρατηρούνται για τις εταιρίες-στόχους οι μέτοχοι των οποίων μπορούν να επιλέξουν τον τρόπο πληρωμής. Για τις εταιρίες-αγοραστές, οι μετοχές τους δεν παρουσιάζουν σημαντική αλλαγή κατά την ημέρα ανακοίνωσης αν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά. Αντίθετα, αν η συναλλαγή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών ή αν δίνεται η δυνατότητα επιλογής στους μετόχους του στόχου, οι μετοχές του αγοραστή έχουν απώλειες κατά την ημέρα ανακοίνωσης.

Για τη δεύτερη υπόθεσή τους, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι για τις εταιρίες-στόχους παρατηρείται αύξηση του όγκου συναλλαγών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, η οποία είναι αρκετά σημαντική την ημέρα ανακοίνωσης. Αυτή ακολουθείται από πτώση μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Για τις εταιρίες-αγοραστές δεν παρατηρείται σημαντική αλλαγή του όγκου συναλλαγών πριν την ανακοίνωση, ενώ παρατηρείται σημαντική αύξηση κατά την ημέρα ανακοίνωσης.

Όσον αφορά στη σχέση μεταξύ του τρόπου πληρωμής και του όγκου συναλλαγών, παρατηρείται ότι, για τις εταιρίες-στόχους, η υψηλότερη αύξηση του όγκου συναλλαγών (την ημέρα ανακοίνωσης) συμβαίνει όταν οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα επιλογής τρόπου πληρωμής ή όταν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά. Αντίθετα, αν η συναλλαγή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών δεν παρατηρείται διαφορά στον όγκο συναλλαγών κατά την ημέρα ανακοίνωσης, ενώ παρατηρείται σημαντική μείωση μετά την ανακοίνωση. Για τις εταιρίες-αγοραστές, τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι αν η πληρωμή γίνεται με μετρητά, η ανακοίνωση της προσφοράς δεν προκαλεί σημαντικές αλλαγές στον όγκο συναλλαγών κατά το διάστημα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Αντίθετα, αν προσφέρεται επιλογή στους μετόχους του στόχου για τον τρόπο πληρωμής, η ανακοίνωση παράγει σημαντική αύξηση στον όγκο συναλλαγών. Αν η συναλλαγή γίνεται με ανταλλαγή μετρητών, η συναλλακτική δραστηριότητα των εταιριών-αγοραστών επηρεάζεται ελάχιστα κατά την ημέρα ανακοίνωσης.

Για την τρίτη υπόθεσή τους, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι το spread των εταιριών-στόχων μειώνεται σημαντικά κατά την περίοδο του γεγονότος και ειδικά λίγο πριν την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς. Οι συγγραφείς

αποδίδουν τη μείωση αυτή στο ότι την ημέρα ανακοίνωσης οι πληροφορίες γίνονται σαφείς, η δυσμενής πληροφόρηση μειώνεται και ο κίνδυνος διακράτησης μειώνεται επίσης λόγω αυξημένης ρευστότητας. Το ίδιο παρατηρείται και για το spread των εταιριών-αγοραστών, αν και η μείωση εδώ είναι μικρότερη. Και αυτή η μείωση αποδίδεται στους ίδιους λόγους όπως παραπάνω.

3.12 Η μελέτη των Fuller, Netter και Stegemoller (2002)

Η μελέτη των Fuller et al. (2002) ελέγχει την πληροφόρηση για τα χαρακτηριστικά των εταιριών-αγοραστών που περιέχεται στις αποδόσεις κατά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Εστιάζουν στις αποδόσεις σε μετόχους εταιριών που κάνουν πέντε ή περισσότερες επιτυχημένες προσφορές εξαγορών σε διάστημα τριών ετών μεταξύ 1990 και 2000. Εξετάζουν τις αποδόσεις για αγοραστές που κάνουν προσφορές για εισηγμένες (public), μη-εισηγμένες (private) και θυγατρικές (subsidiary) εταιρίες στόχους, με τη χρήση μετρητών και μετοχών.

Το δείγμα τους αποτελείται από 539 εταιρίες-αγοραστές που έκαναν 3.135 προσφορές μεταξύ 1990 και 2000 και που πληρούσαν τα ακόλουθα κριτήρια:

1. Ο στόχος ήταν εισηγμένη εταιρία, μη-εισηγμένη εταιρία ή θυγατρική εισηγμένης εταιρίας.
2. Η εταιρία-στόχος έχει γνωστή αξία και ο αγοραστής αποκτά περισσότερο από το 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας-στόχου.
3. Η αξία της συμφωνίας ήταν ένα εκατομμύριο δολάρια ή περισσότερο.
4. Οι εταιρίες-αγοραστές είναι στις ΗΠΑ και διαπραγματεύονται δημόσια στα AMEX, Nasdaq ή NYSE, και υπάρχουν δεδομένα αποδόσεων για πέντε ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς.
5. Ούτε ο αγοραστής ούτε ο στόχος είναι οργανισμοί κοινής ωφέλειας ή χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.

6. Ο αγοραστής ολοκληρώνει προσφορές για πέντε ή περισσότερους στόχους σε οποιοδήποτε διάστημα τριών ετών κατά την περίοδο εξέτασης.

Οι συγγραφείς ομαδοποιούν τους τρόπους πληρωμής σε τρεις κατηγορίες: (1) χρηματοδότηση με μετρητά, (2) χρηματοδότηση με κοινές μετοχές και (3) συνδυασμένη χρηματοδότηση με μετρητά και μετοχές.

Η μελέτη χρησιμοποιεί την κλασική μέθοδο του μοντέλου αγοράς (market model method) και υπολογίζει μη-κανονικές αποδόσεις για την περίοδο πέντε ημερών (-2, 2) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Οι συγγραφείς βρίσκουν ότι οι αγοραστής έχουν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις όταν αγοράζουν εισηγμένες εταιρίες και σημαντικά θετικές αποδόσεις όταν αγοράζουν μη-εισηγμένες ή θυγατρικές εταιρίες στόχους. Όσον αφορά στον τρόπο χρηματοδότησης, οι εξαγορές εισηγμένων εταιριών-στόχων δεν καταλήγουν σε σημαντικές αποδόσεις όταν πρόκειται για προσφορές μετρητών ή συνδυασμένες προσφορές, ενώ καταλήγουν σε σημαντικά αρνητικές αποδόσεις όταν η συναλλαγή γίνεται με μετοχές. Για μη-εισηγμένες ή θυγατρικές εταιρίες-στόχους οι αποδόσεις είναι σημαντικά θετικές ανεξάρτητα από τον τρόπο πληρωμής.

Ένα άλλο αποτέλεσμα είναι ότι, για εισηγμένες εταιρίες-στόχους, καθώς αυξάνεται το σχετικό μέγεθος του στόχου σε σχέση με τον αγοραστή οι αποδόσεις γίνονται πιο θετικές για προσφορές μετρητών, πιο αρνητικές για προσφορές μετοχών ενώ αλλάζουν ελάχιστα για συνδυασμένες προσφορές. Για μη-εισηγμένες και θυγατρικές εταιρίες-στόχους υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του σχετικού μεγέθους του στόχου και των θετικών αποδόσεων του αγοραστή.

Μια από τις ερμηνείες που δίνουν οι συγγραφείς για τα παραπάνω αποτελέσματα είναι ότι, για εισηγμένες εταιρίες-στόχους, μια προσφορά που γίνεται με μετοχές αποκαλύπτει ότι ο αγοραστής θεωρεί τις μετοχές του υπερεκτιμημένες. Όμως, για μη-εισηγμένες ή θυγατρικές εταιρίες-στόχους, οι ίδιοι αγοραστής έχουν θετικές αντιδράσεις τόσο για προσφορές μετοχών όσο και μετρητών. Αυτό υποδεικνύει ότι αν ο αγοραστής έχει λιγότερη

πληροφόρηση για την αξία του στόχου, τότε πρέπει να κάνει προσφορά σε μετοχές.

3.13 Η μελέτη των Sudarsanam, Salami και Alexandrou (2002)

Οι Sudarsanam et al. (2002) αναπτύσσουν και εξετάζουν υποθέσεις που σχετίζονται με αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών και των πριμ αγοράς (bid premia) για τους μετόχους των εταιριών-στόχων. Οι αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών των αναλυτών μπορούν να μειώσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των μετόχων των στόχων και των αγοραστών. Εξετάζουν επίσης τη σχέση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia σε εξαγορές που χρηματοδοτούνται με διάφορους τρόπους.

Οι συγγραφείς αναπτύσσουν τέσσερις υποθέσεις:

1. Η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia για στόχους είναι ισχυρότερη και πιο θετική σε αποτυχημένες παρά σε επιτυχημένες προσφορές.
2. Η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia για τους μετόχους των στόχων είναι ασήμαντη σε φιλικές προσφορές και σημαντικά θετική σε εχθρικές προσφορές.
3. Η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia είναι πιο ισχυρά θετική σε αποτυχημένες εχθρικές προσφορές παρά σε επιτυχημένες εχθρικές προσφορές.
4. Η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia είναι σημαντικά θετική για προσφορές μετοχών αλλά ασήμαντη για προσφορές μετρητών.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν οι συγγραφείς αποτελείται από 326 εταιρίες-στόχους στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1987-1993 και βασίζονται στη μεθοδολογία των Brous και Kini (1993).

Όσον αφορά στην πρώτη υπόθεση, οι συγγραφείς καταλήγουν ότι όντως υπάρχουν πιο θετικές και πιο σημαντικές συσχετίσεις μεταξύ των μη-κανονικών κερδών των στόχων και των αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών

των αναλυτών για αποτυχημένες προσφορές παρά για επιτυχημένες προσφορές.

Για τη δεύτερη υπόθεση, τα ευρήματα των συγγραφέων δεν υποστηρίζουν ξεκάθαρα ότι η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia για τους μετόχους των στόχων είναι ασήμαντη σε φιλικές προσφορές και σημαντικά θετική σε εχθρικές προσφορές.

Η τρίτη υπόθεση ότι η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia είναι πιο ισχυρά θετική σε αποτυχημένες εχθρικές προσφορές παρά σε επιτυχημένες εχθρικές προσφορές βρίσκεται να υποστηρίζεται σημαντικά.

Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν ότι οι αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών από αναλυτές κατά τη διάρκεια προσφορών εξαγορών σχετίζονται με την αποτίμηση των στόχων τουλάχιστον στις περιπτώσεις αποτυχημένων και αποτυχημένων εχθρικών προσφορών. Αυτό συμβαίνει επειδή οι νέες πληροφορίες που αποκαλύπτονται από τις προσφορές εξαγορών είναι πηγή δημιουργίας αξίας για τις εταιρίες-στόχους. Υποστηρίζουν την άποψη ότι οι αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών των αναλυτών κάνουν τους μετόχους των στόχων να διαμορφώνουν λογικές προσδοκίες σχετικά με την πραγματική αξία των εταιριών τους και ενισχύουν τη διαπραγματευτική τους ισχύ απέναντι στους αγοραστές. Αυτή η αυξημένη ισχύς κάνει τους μετόχους των στόχων να απαιτούν υψηλά bid premia, αυξάνοντας έτσι την πιθανότητα μιας αποτυχημένης προσφοράς.

Τέλος, για την τέταρτη υπόθεση, ότι η συσχέτιση μεταξύ αναθεωρήσεων προβλέψεων κερδών και των bid premia είναι σημαντικά θετική για προσφορές μετοχών αλλά ασήμαντη για προσφορές μετρητών, υπάρχει περιορισμένη υποστήριξη από τα αποτελέσματα της μελέτης.

3.14 Η μελέτη των Loughran και Marietta-Westberg (2005)

Στη μελέτη τους, οι Loughran και Marietta-Westberg (2005) επιχειρούν να ενισχύσουν την κατανόηση της ενσωμάτωσης των πληροφοριών, αναλύοντας

τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές ανταποκρίνονται σε ειδήσεις που επηρεάζουν ένα μεγάλο δείγμα αρχικών δημόσιων προσφορών (initial public offerings – IPOs) και έμπειρες προσφορές μετοχών (seasoned equity offerings – SEOs) κατά την περίοδο 1983-1998. Εστιάζουν στον τρόπο με τον οποίο η πληροφόρηση επηρεάζει νέες εκδόσεις επειδή τα IPOs και τα SEOs έχουν φτωχές μακροπρόθεσμες αποδόσεις μετοχών μετά από μια προσφορά. Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι, καθώς οι αποδόσεις προκαλούνται ουσιαστικά από νέες πληροφορίες, είναι λογικό να εξεταστούν γεγονότα που συνεισφέρουν στην πιστοποίηση της μειωμένης απόδοσης νέων προσφορών.

Η πηγή δεδομένων της μελέτης για IPOs και SEOs από το 1983 έως το 1998 είναι η βάση δεδομένων νέων εκδόσεων Thomson Financial Securities Data. Πληροφορίες για αποδόσεις μετοχών και όγκους συναλλαγών αντλούνται από το Center for Research in Security Prices (CRSP).

Το δείγμα πληροί τα ακόλουθα κριτήρια: Οι νέες εκδόσεις πρέπει να έχουν αξία προσφοράς τουλάχιστον \$5 ανά μετοχή. Από το δείγμα εξαιρούνται unit offerings, real estate investment trusts, συνεργασίες, εταιρίες που λειτουργούν εκτός ΗΠΑ, εταιρίες κοινής ωφέλειας, και American Depositary Receipts.

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 5.451 αρχικές δημόσιες προσφορές και 5.343 έμπειρες προσφορές μετοχών.

Αυτό το δείγμα αναλύεται για ακραίες ημερήσιες κινήσεις τιμών μετοχών. Την πρώτη φορά που μια νέα έκδοση έχει ημερήσια απόδοση τουλάχιστον +/-15% μέσα σε τρία χρόνια από την ημερομηνία προσφοράς, η εταιρία μπαίνει στο δείγμα. Για ημερήσιες υπεραποδόσεις, χρησιμοποιείται ο σταθμισμένος με αξίες (value-weighted) δείκτης CRSP ως μέτρο σύγκρισης. Η χρονική περίοδος για υπεραποδόσεις καλύπτει το χρονικό διάστημα από τις 20 μέρες μετά την προσφορά έως την επέτειο τριών χρόνων της προσφοράς.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν και ένα δείγμα ελέγχου που αποτελείται από εταιρίες χωρίς έκδοση και περιλαμβάνει εταιρίες που λειτουργούν στις ΗΠΑ με τουλάχιστον πέντε χρόνια seasoning την περίοδο 1983-1998. Για να περιληφθεί στο δείγμα, μια εταιρία δεν πρέπει να έχει ολοκληρώσει κάποιο SEO τα προηγούμενα πέντε χρόνια. Ξανά, εξαιρούνται οι περιπτώσεις του παραπάνω δείγματος, και εφαρμόζονται οι ίδιες παραδοχές.

Οι Loughran και Marietta-Westberg χρησιμοποιούν δύο διαφορετικές μεθοδολογίες για να μετρήσουν την επακόλουθη απόδοση των νέων εκδόσεων και των μη-εκδόσεων με υπεραποδόσεις.

Πρώτα, εξετάζουν την τριετή απόδοση απόκτησης-και-διακράτησης (buy-and-hold) των διαφόρων ομάδων.

Χρησιμοποιούν επίσης το τριπαραγοντικό υπόδειγμα των Fama και French προσθέτοντας και ένα τέταρτο παράγοντα, αυτόν της δυναμικής (momentum) για να μετρήσουν τις μη-κανονικές αποδόσεις. Οι τέσσερις παράγοντες περιλαμβάνουν έναν σταθμισμένο με αξίες δείκτη αγοράς, ένα χαρτοφυλάκιο μεγέθους εταιρίας, ένα χαρτοφυλάκιο book-to-market, και ένα χαρτοφυλάκιο δυναμικής (momentum portfolio). Οι παλινδρομήσεις μετρούν την απόδοση νέων εκδόσεων έναντι δύο δειγμάτων σύγκρισης. Η πρώτη σύγκριση είναι όλες οι νέες εκδόσεις που είχαν ένα ακραίο γεγονός τα προηγούμενα τρία χρόνια. Η δεύτερη σύγκριση είναι μη-εκδόσεις που είχαν μια ημερήσια απόδοση +/-15%.

Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές δεν τα καταφέρνουν με την ενσωμάτωση των πληροφοριών σε ακραία γεγονότα. Αντίθετα με τις μη-εκδόσεις, οι νέες εκδόσεις με τόσο θετικά όσο και αρνητικά γεγονότα υπολείπονται σημαντικά των προβλέψεων του μοντέλου τεσσάρων παραγόντων.

Οι γενικά χαμηλές αποδόσεις των νέων εκδόσεων δεν μπορούν να εξηγήσουν τα αποτελέσματα της μελέτης. Το δείγμα των νέων εκδόσεων με ακραία γεγονότα επίσης υπολείπεται στατιστικά των νέων εκδόσεων χωρίς γεγονότα κατά την περίοδο μετά το γεγονός. Η χαμηλή απόδοση των νέων εκδόσεων τείνει να συγκεντρώνεται γύρω από εταιρίες που είχαν υπεραποδόσεις κατά την περίοδο μετά την έκδοση μετοχών.

Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι η χαμηλή απόδοση που ακολουθεί ακραία γεγονότα συμβαίνει λόγω της ευρείας απόκλισης γνώμης μεταξύ των επενδυτών. Το δείγμα νέων εκδόσεων έχει, κατά μέσο όρο, πολύ υψηλότερα επίπεδα τζίρου από το δείγμα των μη-εκδόσεων. Υπάρχει άμεση σύνδεση μεταξύ υψηλών επιπέδων απόκλισης γνώμης και χαμηλής απόδοσης μετοχών. Οι μελλοντικές αποδόσεις είναι ακόμα χειρότερες για εταιρίες που

έχουν υψηλά επίπεδα τζίρου τόσο κατά την ημέρα του ακραίου γεγονότος όσο και για τις επόμενες λίγες ημέρες.

3.15 Η μελέτη των Rhodes-Kropf, Robinson και Viswanathan (2005)

Στη μελέτη τους οι Rhodes-Kropf et al. (2005) υποστηρίζουν ότι οι λάθος εκτιμήσεις (misvaluations) διαμορφώνουν τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων. Δείχνουν ότι η λάθος εκτίμηση επηρεάζει το επίπεδο της δραστηριότητας συγχωνεύσεων, την απόφαση κάποιου να είναι αγοραστής ή στόχος, και το μέσο συναλλαγής.

Για να εξετάσουν τη λάθος εκτίμηση, αναλύουν το δείκτη M/B σε δύο μέρη:

$$\text{Market to book} = \text{Market to value} \times \text{Value to book}$$

Αναφέρουν ότι αν υπήρχε ακριβές μέτρο της αξίας (value), θα μπορούσαν να αποδοθούν ετικέτες σε καθένα από τα δύο κομμάτια του δεξιού μέρους της εξίσωσης. Το πρώτο κομμάτι θα μετρούσε την ασυμφωνία μεταξύ τιμής και πραγματικής αξίας, και άρα θα μπορούσε να μετρήσει τη λάθος εκτίμηση. Αυτό θα μπορούσε να είναι το αποτέλεσμα μιας συμπεριφορικής ανωμαλίας ή ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ πληροφορημένων εσωτερικών μερών και του υπολοίπου της αγοράς. Σε κάθε περίπτωση, το δεύτερο κομμάτι θα απέδιδε την πραγματική λογιστική αξία, η οποία θα μετρούσε αναπτυξιακές δυνατότητες με τρόπο ανεπηρέαστο από λάθος εκτιμήσεις.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν κλαδικές (sector-level) διαστρωματικές παλινδρομήσεις (cross-sectional regressions) μετοχών εταιριών σε θεμελιώδη μεγέθη των εταιριών για να βρουν μια σειρά από μέτρα για την αξία (value).

Οι συγγραφείς αναλύουν το M/B σε τρία συστατικά: λάθος που αφορά την εταιρία (firm-specific error), κλαδικό λάθος χρονολογικών σειρών (time-series sector error) και μακροπρόθεσμο book-to-value.

Οι Rhodes-Kropf et al. εξετάζουν τις παρακάτω υποθέσεις:

1. Υπερεκτιμημένες εταιρίες χρησιμοποιούν μετοχές για να αγοράσουν σχετικά υποεκτιμημένες εταιρίες, όταν και οι δύο εταιρίες είναι υπερεκτιμημένες.
2. Η συνολική δραστηριότητα συγχωνεύσεων είναι υψηλότερη σε υπερεκτιμημένες αγορές. Κατά μέσο όρο, εταιρίες σε υπερεκτιμημένους τομείς θα χρησιμοποιήσουν μετοχές για να αγοράσουν εταιρίες σε σχετικά λιγότερους υπερεκτιμημένους τομείς.
3. Οι στόχοι με μετρητά είναι πιο υποεκτιμημένοι από στόχους με μετοχές. Οι αγοραστές με μετρητά είναι λιγότερο υπερεκτιμημένοι από αγοραστές με μετοχές.
4. Η αυξημένη λάθος εκτίμηση αυξάνει την πιθανότητα μια εταιρία να είναι σε μια συγχώνευση, να είναι αγοραστής και να χρησιμοποιήσει μετοχές ως μέθοδο πληρωμής.
5. Η αυξημένη λάθος εκτίμηση ενός κλάδου αυξάνει τη δραστηριότητα συγχωνεύσεων, και τη χρήση μετοχών ως μεθόδου πληρωμής, σε αυτόν τον τομέα.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται στη μελέτη περιλαμβάνει όλη τη δραστηριότητα συγχωνεύσεων μεταξύ αγοραστών και στόχων που διαπραγματεύονταν δημόσια και ήταν καταχωρημένοι στο Securities Data Corporation Merger and Acquisition Database μεταξύ 1978 και 2001. Αυτά τα δεδομένα ταυτίστηκαν με λογιστικά δεδομένα τέλους οικονομικού έτους από την Compustat και με δεδομένα τιμών μετοχών από το Center for Research in Securities Prices.

Οι συγγραφείς βρίσκουν ότι:

- Οι εταιρίες-αγοραστές αποτιμώνται σημαντικά υψηλότερα από τους στόχους.
- Αν και η διαφορά στο M/B μεταξύ αγοραστών και στόχων είναι μεγάλη, μειώνεται από διαφορές στο λάθος που αφορά την εταιρία (firm-specific error).
- Αγοραστές και στόχοι συγκεντρώνονται σε τομείς με υψηλό τομεακό λάθος χρονολογικών σειρών (time-series sector error). Έτσι,

αγοραστές και στόχοι φαίνεται να έχουν ένα κοινό στοιχείο λάθους εκτίμησης.

- Οι στόχοι με μετρητά είναι υποεκτιμημένοι ενώ οι στόχοι με μετοχές είναι ελαφρώς υπερεκτιμημένοι. Οι αγοραστές με μετρητά είναι λιγότερο υπερεκτιμημένοι από αγοραστές με μετοχές.
- Αυξημένο λάθος που αφορά την εταιρία αυξάνει την πιθανότητα ότι μια εταιρία θα εμπλακεί σε μια συγχώνευση, ότι θα είναι αγοραστής και ότι χρησιμοποιεί μετοχές.
- Όταν εξετάζεται το μακροπρόθεσμο value to book, η μελέτη βρίσκει ότι εταιρίες με χαμηλό value to book αγοράζουν εταιρίες με υψηλό value to book.
- Η λάθος εκτίμηση εξηγεί περίπου το 15% των συγχωνεύσεων σε επίπεδο τομέα.
- Ενώ περίπου το 40% του συνολικού όγκου των συγχωνεύσεων συμβαίνει κατά τη διάρκεια αυτών των κυμάτων συγχωνεύσεων, οι υψηλά υπερεκτιμημένοι αγοραστές είναι υπεύθυνοι για το μεγαλύτερο μέρος αυτών των συγχωνεύσεων.

Η μελέτη καταλήγει αναφέροντας ότι τα ευρήματα αυτά υποστηρίζουν τις θεωρίες της λάθους εκτίμησης που βασίζονται είτε σε συμπεριφορικές εξηγήσεις είτε σε ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ κατά τα άλλα ορθολογικών διοικήσεων και αγορών. Το γεγονός ότι εταιρίες με χαμηλή μακροπρόθεσμη αξία εξαγοράζουν εταιρίες με υψηλή μακροπρόθεσμη αξία αιτιολογείται από τους συγγραφείς ως μια προσπάθεια των διοικήσεων εταιριών που αντιμετωπίζουν υψηλή βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση να στηρίξουν τις απόψεις της αγοράς μέσω της εξαγοράς στόχων με υψηλή μακροπρόθεσμη αξία.

3.16 Η μελέτη των Povel και Singh (2006)

Στη μελέτη τους, οι Povel και Singh (2006) εξετάζουν το πώς ένας στόχος μπορεί να πωληθεί με βέλτιστο τρόπο όταν οι αγοραστές δεν είναι ομοιόμορφα πληροφορημένοι για την αξία του. Η ανάλυσή τους γίνεται σε ένα περιβάλλον απλής δημοπρασίας (auction contest).

Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι ο βέλτιστος τρόπος είναι μια αλληλοδιάδοχη διαδικασία (sequential procedure). Η αλληλοδιάδοχη διαδικασία έχει απλές και ρεαλιστικές ιδιότητες. Αρχικά, ο στόχος επικοινωνεί αποκλειστικά με τον καλύτερα πληροφορημένο αγοραστή. Αν αυτός είναι διατεθειμένος να πληρώσει μια ικανοποιητικά υψηλή τιμή, η πώληση γίνεται άμεσα χωρίς να εξεταστούν άλλες προσφορές. Αν η προσφερόμενη τιμή δεν είναι ικανοποιητική, ο στόχος εξετάζει αν ο καλύτερα πληροφορημένος αγοραστής είναι διατεθειμένος να προσφέρει μια ελάχιστη τιμή σε μια διαδικασία προσφορών που θα ακολουθήσει. Αν όχι, ο στόχος προσφέρεται στον λιγότερο καλύτερα πληροφορημένο αγοραστή σε μια τιμή που δεν θα αρνηθεί. Αν ο καλύτερα πληροφορημένος αγοραστής είναι διατεθειμένος να προσφέρει τουλάχιστον την ελάχιστη τιμή, τότε ο στόχος προσκαλεί προσφορές από κάθε μέρος και διενεργεί μια δημοπρασία, στην οποία ο νικητής πληρώνει την τιμή που προσέφερε.

Το μειονέκτημα μιας τέτοιας διαδικασίας είναι ότι κάποιες φορές η απειλή πώλησης στο δεύτερο αγοραστή πρέπει να εκτελεστεί. Αυτή η περίπτωση μπορεί να είναι δαπανηρή, αφού ο στόχος πωλείται στο δεύτερο αγοραστή σε μια συγκεκριμένη τιμή, άσχετα από την αποτίμηση του αγοραστή αυτού. Οι συγγραφείς αναφέρουν, όμως, ότι αν οι αγοραστές είναι ασύμμετροι, η διαδικασία αυτή δεν είναι τόσο δαπανηρή. Πρώτον, ο δεύτερος αγοραστής είναι λιγότερα πληροφορημένος, άρα η αποτίμηση της αξίας που κάνει είναι πιο κοντά στην ανεπιφύλακτη αναμενόμενη αξία του στόχου. Δεύτερον, όσο πιο ασύμμετροι είναι οι αγοραστές, τόσο πιο πιθανό είναι να κερδίσει ο δεύτερος αγοραστής σε μια αποκλειστική συμφωνία. Επομένως, ο δεύτερος αγοραστής μαθαίνει λιγότερα για τον πρώτο αγοραστή απλά παρατηρώντας ότι ο πρώτος αγοραστής έχει αποκλειστεί από τις προσφορές και αυξάνει περισσότερο την αποτίμηση αξίας που κάνει.

Το βασικό χαρακτηριστικό της αλληλοδιάδοχης διαδικασίας είναι ότι αντιμετωπίζει τους αγοραστές ασύμμετρα. Διογκώνει τις πιθανότητες του καλύτερα πληροφορημένου αγοραστή να νικήσει αν η επιθυμία του να πληρώσει είναι υψηλή, και διογκώνει τις πιθανότητές του να χάσει αν η επιθυμία του να πληρώσει είναι χαμηλή. Ο στόχος είναι να προκληθούν υψηλές προσφορές από τον καλύτερα πληροφορημένο αγοραστή – χωρίς επιπλέον κίνητρο, αυτός θα αγόραζε το στόχο σε χαμηλή τιμή, σε σχέση με

την αξία του. Η μελέτη αποδεικνύει ότι όσο πιο ασύμμετροι είναι οι αγοραστής τόσο πιο πολύ συμφέρει η χρήση μιας ασύμμετρης διαδικασίας.

Οι αγοραστής συμμετέχουν στην αλληλοδιάδοχη διαδικασία επειδή ελπίζουν να αγοράσουν το στόχο σε χαμηλότερη τιμή από την εκτιμώμενη αξία του. Όσο καλύτερη είναι η εκτίμηση αξίας που κάνει ο αγοραστής, τόσο μεγαλύτερα οφέλη προσδοκά να έχει. Ο στόχος του πωλητή είναι να αφαιρέσει όσο γίνεται περισσότερο από τα οφέλη του αγοραστή, και δεδομένου ότι υπάρχει μεγαλύτερο εύρος για τον καλύτερα πληροφορημένο αγοραστή να έχει μεγάλα οφέλη, ο πωλητής θα πρέπει να εστιάσει πρώτα σε αυτόν. Επομένως, η βέλτιστη διαδικασία πώλησης είναι πιο μεροληπτική αν η ασυμμετρία των αγοραστών είναι μεγάλη, και είναι πιο πιθανό ο καλύτερα πληροφορημένος αγοραστής είτε να επιτύχει μια αποκλειστική συμφωνία ή να αποκλειστεί από τις προσφορές.

Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι η ικανότητα δέσμευσης στη διαδικασία είναι βασική στο να επιτευχθεί η υψηλότερη δυνατή τιμή συναλλαγής και αναφέρουν δύο περιπτώσεις όπου η ικανότητα δοκιμάζεται.

Η πρώτη είναι όταν ο στόχος απειλεί να απομακρυνθεί από τον πρώτο αγοραστή, αν αυτός αρνηθεί τόσο να αγοράσει το στόχο σε μια αποκλειστική συμφωνία όσο και να κάνει προσφορά σε επόμενο στάδιο. Ο στόχος τότε πρέπει να πωληθεί στον δεύτερο αγοραστή. Στο σημείο αυτό είναι κρίσιμη η δέσμευση, αφού ο πρώτος αγοραστής μπορεί να επανέλθει και να κάνει μια απρόκλητη προσφορά που είναι λίγο υψηλότερη από την τιμή που πληρώνει ο δεύτερος αγοραστής, και την οποία ο στόχος πρέπει να αποδεχτεί αφού η άλλη εναλλακτική είναι να πουλήσει στον δεύτερο αγοραστή σε χαμηλότερη τιμή.

Ένα άλλο είδος δέσμευσης απαιτείται όταν έχει ανακηρυχτεί ο νικητής. Ο χαμένος αγοραστής μπορεί να κάνει μια προσφορά μεγαλύτερη από του νικητή μετά το τέλος της διαδικασίας. Αυτό μπορεί να συμβεί, αφού η αλληλοδιάδοχη διαδικασία είναι ασύμμετρη, άρα μπορεί ο χαμένος αγοραστής να έχει καλύτερη αποτίμηση από το νικητή. Στην πράξη, αυτή το πρόβλημα είναι σημαντικό αφού ο χαμένος αγοραστής μπορεί να κάνει την προσφορά του άμεσα στους μετόχους του στόχου, οι οποίοι στο στάδιο (μετά τη λήξη της διαδικασίας) αυτό έχουν κάθε κίνητρο να δράσουν ευκαιριακά.

Τέλος, ο νικητής μπορεί να προσφέρει το στόχο στο χαμένο αγοραστή σε υψηλότερη τιμή. Αφού η διαδικασία είναι ασύμμετρη, αυτό είναι πιθανό να συμβεί όταν η αποτίμηση του νικητή είναι χαμηλότερη από την αποτίμηση του χαμένου.

3.17 Η μελέτη των Moeller, Schlingemann και Stulz (2007)

Οι Moeller et al. (2007) υποστηρίζουν στη μελέτη τους ότι η μεταβλητότητα ιδιοσυγκρασίας (idiosyncratic volatility) μιας εταιρίας μπορεί να αντιπροσωπεύει ασύμμετρη πληροφόρηση.

Η υπόθεσή τους είναι η εξής:

Οι αρνητικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση προσφοράς για την απόκτηση εισηγμένων (public) εταιριών με πληρωμή με μετοχές, εξηγούνται από το γεγονός ότι η ανακοίνωση μεταφέρει στην αγορά το μήνυμα ότι η διοίκηση του αγοραστή πιστεύει πως οι κοινές μετοχές της εταιρίας είναι υπερεκτιμημένες. Αναμένεται, λοιπόν, οι μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) για τον αγοραστή να είναι αρνητικές για προσφορές σε μετοχές. Όταν η διοίκηση κάνει προσφορά με μετρητά, η αγορά συμπεραίνει ότι οι μετοχές είναι υποεκτιμημένες, το οποίο οδηγεί σε υψηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις. Στην περίπτωση εξαγορών με μετοχές μη-εισηγμένων (private) εταιριών, η εταιρία-στόχος μπορεί να αποκτήσει εμπιστευτικές πληροφορίες άμεσα από τον αγοραστή, επομένως ο αγοραστής δεν μπορεί να περιμένει ότι θα ωφεληθεί από τη χρήση υπερεκτιμημένων μετοχών ως μέσο πληρωμής σε μια τέτοια εξαγορά. Επιπλέον, η προθυμία του στόχου να δεχτεί πληρωμή με μετοχές μπορεί να αποτελεί καλύτερη είδηση για αγοραστές με μεγαλύτερη ασύμμετρη πληροφόρηση, αφού βοηθά στην επιβεβαίωση ότι η εταιρία-αγοραστής δεν είναι υπερεκτιμημένη. Επομένως, αναμένεται είτε καμία σχέση είτε θετική σχέση μεταξύ μη-κανονικών αποδόσεων και των αντιπροσώπων για ασύμμετρη πληροφόρηση σε εξαγορές μη-εισηγμένων εταιριών με τη χρήση μετοχών.

Οι παραπάνω υποθέσεις συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Μη-κανονικές αποδόσεις αγοραστή			
	Εξαγορά εισηγμένων εταιριών με μετοχές	Εξαγορά εισηγμένων εταιριών με μετρητά	Εξαγορά μη- εισηγμένων εταιριών με μετοχές
Αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης	Μείωση	Αύξηση	Μείωση ή καμία επίπτωση

Οι παράμετροι που χρησιμοποιούνται στη μελέτη ως αντιπρόσωποι για την ασύμμετρη πληροφόρηση είναι η τυπική απόκλιση (standard deviation) της μη κανονικής απόδοσης των μετοχών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης των εταιρικών κερδών (earnings announcement abnormal return) και η μεταβλητότητα ιδιοσυγκρασίας της εταιρίας.

Οι συγγραφείς ξεκινούν από ένα δείγμα επιτυχών και ανεπιτυχών ανακοινώσεων εξαγορών από το Securities Data Company's (SDC) US Mergers and Acquisitions Database. Το δείγμα τους περιορίζεται σε προσφορές μόνο με μετρητά και προσφορές μόνο με μετοχές. Λόγω του μικρού αριθμού προσφορών μόνο με μετρητά για μη-εισηγμένες εταιρίες, το δείγμα περιορίζεται σε προσφορές μόνο μετρητών και μόνο μετοχών για εισηγμένες εταιρίες και προσφορές μόνο μετοχών για μη-εισηγμένες εταιρίες. Απαιτείται η αξία της συμφωνίας να είναι τουλάχιστον 1% της χρηματιστηριακής αξίας του αγοραστή. Επίσης, στο δείγμα εφαρμόζονται τα ακόλουθα κριτήρια:

1. Η προσπάθεια εξαγοράς ανακοινώνεται την περίοδο από το 1980 έως το 2002 και ούτε ο αγοραστής ούτε ο στόχος έχουν άλλη ανακοίνωση συγχώνευσης σε παράθυρο τριών ημερών.

2. Ο αγοραστής ελέγχει λιγότερο από το 50% των μετοχών του στόχου κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης και μια επιτυχημένη εξαγορά καταλήγει στην απόκτηση του 100% των μετοχών του στόχου.
3. Η αξία της συμφωνίας είναι ίση ή μεγαλύτερη από \$1 εκατομμύριο.
4. Ο στόχος είναι εισηγμένη εταιρία ή μη-εισηγμένη εταιρία των ΗΠΑ.
5. Δεδομένα για τον αγοραστή είναι διαθέσιμα από το CRSP και το COMPUSTAT.
6. Η συμφωνία είναι καταχωρημένη από το SDC ως επιτυχημένη, απεριόριστη ή ανακλημένη.
7. Σε περίπτωση επιτυχίας, η συμφωνία ολοκληρώνεται σε λιγότερο από 1000 ημέρες.

Με βάση τα κριτήρια αυτά, το δείγμα αποτελείται από 4.322 ανακοινώσεις εξαγορών.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν τη βάση δεδομένων του Center for Research in Securities Prices (CRSP) για να συλλέξουν δεδομένα ημερήσιων αποδόσεων για το δείγμα των αγοραστών και δεδομένα για τον ισοβαρή δείκτη.

Χρησιμοποιούν την κλασική μέθοδο του μοντέλου της αγοράς (market model method) για να υπολογίσουν τις μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστών στο παράθυρο τριών ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Υπολογίζουν τις μη-κανονικές αποδόσεις του μοντέλου αγοράς με τη χρήση του ισοβαρή δείκτη CRSP, όπου οι παράμετροι για το μοντέλο αγοράς εκτιμώνται για τις ημέρες (-205, -6).

Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν οι συγγραφείς επιβεβαιώνουν την υπόθεσή τους για τη σχέση ασύμμετρης πληροφόρησης και μη-κανονικών αποδόσεων των μετοχών εταιριών-αγοραστών. Επιπλέον, βρίσκουν ότι οι εξαγορές μη-εισηγμένων εταιριών με μετοχές είχαν τη μεγαλύτερη αλλαγή, εξαγορές εισηγμένων εταιριών με μετρητά είχαν τη μικρότερη αλλαγή και εξαγορές εισηγμένων εταιριών με μετοχές ήταν στη μέση.

3.18 Η μελέτη των Alexandridis, Antoniou και Petmezas (2007)

Οι Alexandridis et al. (2007) ερευνούν τη σχέση μεταξύ απόκλισης γνώμης (divergence of opinion) για την αξία των εταιριών-αγοραστών την περίοδο πριν την εξαγορά και των αποδόσεων των μετοχών μετά την εξαγορά.

Οι συγγραφείς εικάζουν ότι οι αγοραστές που υπόκεινται σε υψηλή απόκλιση γνώμης πριν την εξαγορά έχουν μειωμένη απόδοση, μακροπρόθεσμα, σε σχέση με αγοραστές που έχουν χαμηλή απόκλιση γνώμης, άσχετα με την πληροφόρηση που μεταφέρεται από την ανακοίνωση. Επιπλέον, οι συγγραφείς αναμένουν ότι οι αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις των εταιριών-αγοραστών μετά την εξαγορά είναι συγκεντρωμένες σε χαρτοφυλάκια με υψηλή απόκλιση γνώμης. Ανάλογα, η μακροπρόθεσμη μειωμένη απόδοση αγοραστών που αγοράζουν εισηγμένες (public) εταιρίες-στόχους μπορεί να οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην υψηλή απόκλιση γνώμης.

Οι συγγραφείς εξετάζουν αυτές τις υποθέσεις χρησιμοποιώντας δύο μεταβλητές σχεδιασμένες για να περιγράψουν το βαθμό απόκλισης γνώμης μεταξύ επενδυτών. Η πρώτη είναι η μεταβλητότητα ιδιοσυγκρασίας (idiosyncratic volatility) η οποία θεωρείται κατάλληλο μέτρο της ασύμμετρης πληροφόρησης και των διαφορών γνώμης. Η δεύτερη μεταβλητή είναι η διασπορά των προβλέψεων αναλυτών, η οποία θεωρείται το πιο συνηθισμένο μέτρο ασυμφωνίας.

Το δείγμα της μελέτης αποτελείται από επιτυχημένες εξαγορές μέσα από τη βάση δεδομένων για συγχωνεύσεις και εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο της Thomson Financial Securities Data Corporation (SDC). Το τελικό δείγμα πληροί τα ακόλουθα κριτήρια:

- Όλες οι εξαγορές έχουν ανακοινωθεί στο διάστημα 1/1/1986 έως 31/12/2002. Εξαιρούνται συμφωνίες που περιλαμβάνουν χρηματοπιστωτικές εταιρίες και/ή εταιρίες κοινής ωφέλειας.
- Όλοι οι αγοραστές είναι εισηγμένες εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου και οι εταιρίες-στόχοι είναι εισηγμένες, μη-εισηγμένες ή θυγατρικές εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου ή του εξωτερικού.

- Οι εξαγορές περιλαμβάνουν την απόκτηση περισσότερου από το 50% των μετοχών του στόχου και η αξία της συμφωνίας αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 1% της κεφαλαιοποίησης του αγοραστή ένα μήνα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς.
- Δεδομένα τιμών για τον αγοραστή είναι διαθέσιμα από το Thomson Financial Datastream.

Σύμφωνα με αυτά τα κριτήρια, εντοπίζονται 4.641 εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Οι αγοραστές κατατάσσονται βάσει των επιπέδων τους πριν την εξαγορά για το σ – την τυπική απόκλιση των ημερήσιων προσαρμοσμένων καταλοίπων (standard deviation in daily market adjusted residuals), τη διασπορά των προβλέψεων αναλυτών και άλλα χαρακτηριστικά αγοραστή και συμφωνίας. Το σ μετράται για μια περίοδο 100 ημερών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς (-105, -5). Εξετάζεται επίσης ένα υποσύνολο από 2.858 εταιρίες για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα για τη διασπορά των προβλέψεων αναλυτών. Η διασπορά των προβλέψεων αναλυτών για τα κέρδη μετράται ως η τυπική απόκλιση όλων των προβλέψεων για τα κέρδη ανά μετοχή ένα χρόνο μετά, οι οποίες γίνονται ένα μήνα πριν την ανακοίνωση. Ανάλογα με το χρονικό παράθυρο που εξετάζεται, σε κάθε δοκιμή περιλαμβάνονται εταιρίες-αγοραστές που έχουν δεδομένα αποδόσεων για 1 ή 3 χρόνια μετά την εξαγορά. Εξετάζονται οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις μετοχών (1 και 3 χρόνια) με τη χρήση παλινδρομήσεων χαρτοφυλακίου ημερολογιακού χρόνου (calendar time portfolio regressions) και μη-κανονικών αποδόσεων ημερολογιακού χρόνου (calendar time abnormal returns).

Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι οι αγοραστές στο Ηνωμένο Βασίλειο που υπόκεινται σε χαμηλή απόκλιση γνώμης έχουν αρνητικές μη-κανονικές (οι οποίες, όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές) αποδόσεις στα διαστήματα 1 και 3 χρόνων μετά την εξαγορά. Από την άλλη, αγοραστές που υπόκεινται σε υψηλή απόκλιση γνώμης έχουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις στην ίδια περίοδο. Τα ίδια αποτελέσματα ισχύουν όταν η απόκλιση γνώμης εξετάζεται σε σχέση με μεταβλητές όπως ο τρόπος

πληρωμής, το μέγεθος του αγοραστή, η αξία market-to-book, και η θέση του στόχου στον κλάδο του και στην αγορά. Η αρνητική σχέση μεταξύ απόκλισης γνώμης και αποδόσεων μετά την εξαγορά ισχύει επίσης άσχετα από το είδος του στόχου (εισηγμένη, μη-εισηγμένη ή θυγατρική εισηγμένης εταιρίας).

Οι συγγραφείς θεωρούν ότι τα αποτελέσματα αυτά αναδεικνύουν το σημαντικό ρόλο της απόκλισης γνώμης στον καθορισμό της επίδοσης μετά την εξαγορά και υποδεικνύουν ότι οι αγοραστές που υπόκεινται σε υψηλή ασυμφωνία επενδυτών πριν την εξαγορά είναι πιο πιθανό να είναι υπερεκτιμημένοι και επομένως να έχουν μειωμένη απόδοση, άσχετα από την πληροφόρηση που μεταφέρεται από τα χαρακτηριστικά της συμφωνίας.

3.19 Η μελέτη των Draper και Paudyal (2008)

Οι Draper και Paudyal (2008) ερευνούν την υπόθεση ότι οι διοικήσεις επιχειρήσεων που είναι υποεκτιμημένες από την αγορά ως αποτέλεσμα ασύμμετρων πληροφοριών μεταξύ διοίκησης και εξωτερικών επενδυτών, χρησιμοποιούν εξαγορές για να προσελκύσουν την προσοχή των επενδυτών και αναλυτών και να επισημάνουν την υποεκτίμηση των εταιριών τους. Αν η κρίση τους για την υποεκτίμηση είναι σωστή και η εταιρία πετύχει να προσελκύσει την προσοχή των αναλυτών και επενδυτών, η εταιρία θα επαναξιολογηθεί και η αξία της θα αυξηθεί. Οι εξαγορές χρησιμοποιούνται ως μέσο προσέλκυσης προσοχής επειδή παρακολουθούνται και αναφέρονται ευρέως. Η ανακοίνωση μιας εξαγοράς καταλήγει στη διασπορά μεγάλου όγκου πληροφοριών και προσελκύει την προσοχή επενδυτών και αναλυτών. Η διασπορά πληροφοριών μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διοίκησης και επενδυτών και ο αγοραστής επαναξιολογείται.

Στόχος της μελέτης είναι να εξετάσει την εγκυρότητα της υπόθεσης διασποράς πληροφοριών (information dissemination hypothesis). Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, τα οφέλη μιας εταιρίας κατά την περίοδο ανακοίνωσης μιας εξαγοράς περιλαμβάνουν τα οφέλη επαναξιολόγησης. Η εξέταση λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά των αγοραστών, τον τρόπο πληρωμής και άλλα γνωρίσματα των συμφωνιών εξαγοράς.

Στο πλαίσιο αυτό, η μελέτη κάνει δύο προβλέψεις προς επιβεβαίωση:

- Αγοραστές με μεγαλύτερη ασύμμετρη πληροφόρηση επιτυγχάνουν μεγαλύτερες απόλυτες αλλαγές στην αξιολόγηση από ανακοινώσεις προσφορών από ότι αγοραστές όπου δεν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση.
- Οι υπεραποδόσεις των αγοραστών που κάνουν συχνά εξαγορές θα πρέπει να αντανακλούν μόνο οφέλη από συνέργειες και να είναι χαμηλότερες από τα οφέλη των αγοραστών που κάνουν περιστασιακά εξαγορές.

Το δείγμα της μελέτης λαμβάνεται από το σύνολο των προσφορών εξαγοράς από εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου κατά την περίοδο 1985-2003. Οι πληροφορίες για τις προσφορές (ημερομηνίες ανακοίνωσης, ταυτότητα αγοραστή και στόχου, μέθοδοι πληρωμής και πληροφορίες για τη συναλλαγή) λαμβάνονται από την βάση δεδομένων Thomson Financial (SDC Platinum). Κατά την παραπάνω περίοδο ανακοινώθηκαν 45.951 προσφορές από αγοραστές εγκατεστημένους στο Ηνωμένο Βασίλειο, από τις οποίες 21.427 προσφορές ήταν από Βρετανικές εταιρίες καταχωρημένες στη χρηματαγορά της χώρας.

Για να συμπεριληφθεί μια προσφορά στο δείγμα, έπρεπε η αξία της συμφωνίας και η χρηματιστηριακή αξία του αγοραστή να είναι τουλάχιστον £1 εκατομμύριο, 10 ημέρες πριν την προσφορά.

Οι συχνόι αγοραστές εντοπίζονται από τον αριθμό των προσφορών που ανακοινώνουν κατά τη διάρκεια των τριών προηγούμενων ετών – δηλαδή, οι προσφορές που ανακοινώθηκαν το διάστημα 1985-1987 χρησιμοποιούνται για να χαρακτηρίσουν συχνούς αγοραστές για το διάστημα 1988-1990. Οι προσφορές του διαστήματος 1985-1987 εξαιρούνται από περαιτέρω ανάλυση και απομένουν 11.226 προσφορές.

Τέλος, για να υπολογιστεί η αξιολόγηση των αγοραστών πριν την προσφορά, απαιτείται ο λόγος P/E των αγοραστών και του κλάδου τους κατά το μήνα πριν την ανακοίνωση των προσφορών. Για 1.606 συμφωνίες δεν υπήρχαν οι λόγοι P/E των αγοραστών. Από αυτό το κριτήριο απέμειναν 9.620 προσφορές από 1.630 εταιρίες. Από αυτές, 367 εταιρίες ανακοίνωσαν μόνο μία

προσφορά και 578 εταιρίες έκαναν έξι ή περισσότερες προσφορές κατά τη συγκεκριμένη περίοδο.

Για να υπολογίσουν τις υπεραποδόσεις, οι συγγραφείς χρησιμοποιούν ένα τροποποιημένο μοντέλο αγοράς που χρησιμοποιεί την απόδοση στους μετόχους του αγοραστή μειωμένη κατά την απόδοση ενός αντιπροσωπευτικού δείκτη αγοράς. Ως τέτοιος επιλέγεται ο FT-All share index. Η μελέτη υπολογίζει υπεραποδόσεις απόκτησης-και-διακράτησης (buy-and-hold excess returns) για ένα παράθυρο πέντε ημερών (-2, +2) γύρω από την ανακοίνωση των προσφορών.

Για να μετρήσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση, χρησιμοποιούνται τέσσερις μεταβλητές:

1. Η κάλυψη των αναλυτών, η οποία μετράται ως ο αριθμός των αναλυτών που αναφέρουν στο IBES τις προβλέψεις τους για τα κέρδη ανά μετοχή για το επόμενο λογιστικό έτος κατά το μήνα πριν την ανακοίνωση της προσφοράς.
2. Το μέγεθος της εταιρίας, που μετράται ως η κεφαλαιοποίηση του αγοραστή 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση της προσφοράς.
3. Μέσος μηνιαίος όγκος συναλλαγών του αγοραστή σε διάστημα 12 μηνών πριν την ανακοίνωση της προσφοράς.
4. Μέσος μηνιαίος αριθμός συναλλαγών του αγοραστή σε διάστημα 12 μηνών πριν την ανακοίνωση της προσφοράς.

Η αξία του αγοραστή πριν την προσφορά μετράται με ένα διαφορικό λόγο P/E (P/E rate differential) ο οποίος υπολογίζεται ως ο λόγος P/E του αγοραστή μείον το λόγο P/E του κλάδου του, κατά το μήνα πριν την ανακοίνωση.

Τα ευρήματα των συγγραφέων υποστηρίζουν πλήρως την υπόθεση ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι αγοραστές που είναι υποεκτιμημένοι και έχουν υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση κερδίζουν περισσότερο από αγοραστές που είναι υπερεκτιμημένοι και έχουν χαμηλή ασύμμετρη πληροφόρηση. Οι περιστασιακοί αγοραστές, και ειδικά όσοι είναι υποεκτιμημένοι και έχουν υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση, έχουν μεγαλύτερες αυξήσεις στην αξία τους από τους συχνούς αγοραστές. Τα

αποτελέσματα αυτά ισχύουν για διάφορες καταστάσεις της αγοράς, καθεστώς των στόχων, μεθόδους πληρωμής.

3.20 Η μελέτη των Ascioğlu, Hegde και McDermott (2008)

Οι Ascioğlu et al. (2008) θεωρούν ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ εταιριών και επενδυτών είναι ο πρωταρχικός λόγος ύπαρξης οικονομικών περιορισμών και υψηλότερων κοστών εξωτερικού κεφαλαίου. Για αυτό χρησιμοποιούν τρόπους μέτρησης της ασύμμετρης πληροφόρησης για να κατηγοριοποιήσουν εταιρίες ως περισσότερο ή λιγότερο οικονομικά περιορισμένες.

Οι συγγραφείς υποθέτουν ότι οι εταιρίες έχουν ιδιωτικές πληροφορίες για τις επενδυτικές τους ευκαιρίες. Οι πληροφορημένοι επενδυτές επενδύουν στη συλλογή πληροφοριών για τις προοπτικές των εταιριών και συναλλάσσονται επί αυτών των πληροφοριών, ενώ οι απληροφόρητοι επενδυτές δεν το κάνουν.

Αναφέρουν ότι μέτρα ρευστότητας της αγοράς (π.χ. αποτελεσματικό bid-ask spread, μέτρα επίπτωσης τιμών) και η πιθανότητα πληροφορημένων επενδυτών χρησιμοποιούνται για να εντοπίσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ πληροφορημένων και απληροφόρητων επενδυτών. Αναφέρουν επίσης ότι όσο υψηλότερα είναι τα κόστη ρευστότητας, τόσο πιο ακριβή είναι η εξωτερική χρηματοδότηση σε σχέση με την εσωτερική χρηματοδότηση.

Με βάση τα παραπάνω, η υπόθεσή τους είναι ότι εταιρίες με υψηλότερο αποτελεσματικό (effective) spread, μεγαλύτερη επίπτωση των συναλλαγών επί των τιμών (price impact of trades), και υψηλότερη πιθανότητα πληροφορημένων επενδυτών στις συναλλαγές θα δαπανήσουν λιγότερα σε επενδύσεις και θα βασιστούν περισσότερο σε εσωτερικές χρηματοροές και εσωτερικά παραγόμενα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις.

Η μελέτη προσπαθεί να συνδέσει τη ρευστότητα γενικά και την ασύμμετρη πληροφόρηση ειδικότερα με τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις μιας εταιρίας.

Οι συγγραφείς ξεκινούν με ένα δείγμα 1.224 εταιριών του δείκτη Standard and Poor's 1500 με κύκλο εργασιών πάνω από \$10 εκατομμύρια το 2000. Περιλαμβάνουν και το 2003 στην ανάλυσή τους, με την αιτιολογία ότι τα δύο έτη αντιπροσωπεύουν διαφορετικές συνθήκες αγοράς και πληροφόρησης. Παίρνουν τα δεδομένα συναλλαγών για τους πρώτους έξι μήνες του 2000 και τους πρώτους έξι μήνες του 2003. Από το δείγμα εξαιρούνται εταιρίες του NASDAQ και εταιρίες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Από το αρχικό δείγμα των 1.224 εταιριών, τελικά 509 εταιρίες το 2000 και 498 εταιρίες το 2003 πληρούν τα κριτήρια αυτά και έχουν τα απαραίτητα δεδομένα για την ανάλυση.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η μελέτη χρησιμοποιεί τρεις τρόπους μέτρησης της ασύμμετρης πληροφόρησης: το αποτελεσματικό (effective) spread, την επίπτωση των συναλλαγών επί των τιμών (price impact of trades), και την πιθανότητα πληροφορημένων επενδυτών στις συναλλαγές.

Χρησιμοποιώντας αυτά τα μέτρα, οι εταιρίες του δείγματος κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες: σίγουρα περιορισμένες, πιθανά περιορισμένες, και μη περιορισμένες. Οι συγγραφείς εξακριβώνουν καταρχήν ότι, εσωτερικά των κατηγοριών, οι εταιρίες ταξινομούνται βάσει ιδιοτήτων όπως μέγεθος εταιρίας, όγκος συναλλαγών, μεταβλητότητα τιμής μετοχής, και λόγος μερίσματος/κερδών.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν μονομεταβλητή ανάλυση για να μελετήσουν πώς τα μέτρα χρηματοδοτικών περιορισμών σχετίζονται με παραδοσιακά μέτρα όπως το λόγο μερίσματος/κερδών.

Χρησιμοποιούν επίσης μια πολυμεταβλητή ανάλυση για να ερευνήσουν την επίπτωση της ασύμμετρης πληροφόρησης στην ευαισθησία κλιμακωτών επενδύσεων (scaled investment) προς αλλαγές σε κλιμακωτές χρηματοροές (scaled cash flows).

Το βασικό εύρημα της μελέτης είναι ότι εταιρίες με υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση έχουν μεγαλύτερη ευαισθησία επενδυτικών χρηματοροών, ειδικά όταν χρησιμοποιείται η πιθανότητα πληροφορημένων συναλλαγών για να ταξινομηθεί μια εταιρία ως περιορισμένη. Η μελέτη βρίσκει επίσης ότι

εταιρίες που χαρακτηρίζονται ως περιορισμένες έχουν χαμηλότερα επενδυτικά έξοδα. Επιπλέον, η ανάλυση των συγγραφέων δείχνει ότι τα μέτρα χρηματοδοτικών περιορισμών αφορούν μόνο σε περιπτώσεις υψηλών επιπέδων πληροφοριακών δυσκαμψιών. Τέλος, η μελέτη βρίσκει ότι η ευαισθησία επενδυτικών χρηματοροών των εταιριών με υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση είναι σημαντικά χαμηλότερη το 2003 σε σχέση με το 2000. Αυτή η μείωση της ευαισθησίας των επενδυτικών χρηματοροών αποδίδεται στη συνολική μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης λόγω της Πράξης Sarbanes-Oxley το 2002.

3.21 Η μελέτη των Officer, Poulsen και Stegemoller (2009)

Στη μελέτη τους, οι Officer et al. (2009) ερευνούν τη σχέση μεταξύ του τρόπου πληρωμής σε μια εξαγορά και τις αποδόσεις του αγοραστή.

Οι συγγραφείς δημιουργούν ένα δείγμα εξαγορών μη-εισηγμένων εταιριών από τη βάση δεδομένων Securities Data Corporation (SDC) Merger and Acquisitions. Από ένα αρχικό δείγμα 4.801 εταιριών που εξαγοράστηκαν από το 1995 έως το 2004, επιλέγονται οι συναλλαγές με αξία συμφωνίας \$50 εκατομμυρίων ή περισσότερο και που ο αγοραστής διαπραγματευόταν στα NYSE, Nasdaq ή AMEX. Τα κριτήρια αυτά πληρούν 1.296 συναλλαγές. Η αξία της συμφωνίας είναι το 10% των κεφαλαίων του αγοραστή σε 843 από αυτές τις εξαγορές μη-εισηγμένων (private) εταιριών-στόχων. Από αυτό τον αριθμό εξαιρούνται οι περιπτώσεις όπου σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα μετά την εξαγορά δεν μπορούν να βρεθούν στοιχεία που να περιγράφουν το στόχο και την εξαγορά. Οι συγγραφείς καταλήγουν σε ένα δείγμα 735 συναλλαγών που ικανοποιούν τα κριτήριά τους.

Για την ίδια περίοδο, οι συγγραφείς επιλέγουν ένα δείγμα ολοκληρωμένων εξαγορών εισηγμένων (publicly traded) εταιριών-στόχων. Ο αγοραστής σε αυτές τις περιπτώσεις είναι εταιρία των ΗΠΑ για την οποία υπάρχουν δεδομένα CRSP για το μήνα της εξαγοράς και πρέπει να έχει αποκτήσει τουλάχιστον το 50% των μετοχών του στόχου στην εξαγορά. Μετά την εξαγορά, ο αγοραστής πρέπει να κατέχει το 100% των μετοχών του στόχου. Ο στόχος πρέπει να έχει δεδομένα CRSP για το μήνα της εξαγοράς, η αξία

της συμφωνίας πρέπει να είναι τουλάχιστον \$1 εκατομμύριο και να έχει δεδομένα COMPUSTAT για το έτος της εξαγοράς. Βάσει αυτών των κριτηρίων, το συγκεκριμένο δείγμα καταλήγει να έχει 1.944 συναλλαγές.

Η μελέτη υπολογίζει τις μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστών για το διάστημα (-1, +1) γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς χρησιμοποιώντας την απόδοση της εταιρίας μείον την απόδοση του σταθμισμένου με αξίες (value-weighted) δείκτη CRSP. Το χρηματικό όφελος του αγοραστή είναι το γινόμενο της μη-κανονικής απόδοσης και της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών του αγοραστή πέντε ημέρες πριν την ανακοίνωση.

Οι συγγραφείς συνδυάζουν τις αποδόσεις αυτές με τους τρόπους πληρωμής που επιλέγει ο εκάστοτε αγοραστής για να ολοκληρώσει τη συναλλαγή. Συνδυάζουν επίσης τις αποδόσεις αυτές με μια σειρά χαρακτηριστικών του στόχου, όπως έξοδα έρευνας και ανάπτυξης ή υπεραξία.

Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι υπάρχουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση για αγοραστές που χρησιμοποιούν ανταλλαγή μετοχών, όταν ο στόχος είναι δύσκολο να εκτιμηθεί. Οι συγγραφείς εντοπίζουν αυτό το αποτέλεσμα κυρίως σε δείγματα εξαγορών μη-εισηγμένων εταιριών και το αποδίδουν στο ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των μερών και των συμμετεχόντων της αγοράς είναι πιθανότερο να είναι μονόπλευρη (σε σχέση με περιπτώσεις εξαγορών εισηγμένων εταιριών).

Οι συγγραφείς ερμηνεύουν τα αποτελέσματά τους στο πλαίσιο του μοντέλου ασύμμετρης πληροφόρησης του Hansen (1987): οι αγοραστές ανταμείβονται για τη χρήση μετοχών ως μέσου πληρωμής όταν ο στόχος είναι δύσκολο να εκτιμηθεί.

Επιπλέον, η θετική σχέση μεταξύ αποδόσεων αγοραστών και μέτρων της αδιαφάνειας της αξίας του στόχου, όταν ο τρόπος πληρωμής είναι μετοχές, είναι πιο σημαντική για το κομμάτι του δείγματος για το οποίο τα οικονομικά στοιχεία του στόχου δεν είναι δημοσιοποιημένα κατά το χρόνο της εξαγοράς. Με άλλα λόγια, οι αποδόσεις των αγοραστών είναι πιο θετικές όταν ο αγοραστής χρησιμοποιεί μετοχές ως τρόπο πληρωμής για στόχους που έχουν χαρακτηριστικά που δυσκολεύουν τους συμμετέχοντες της αγοράς να εκτιμήσουν το όφελος της εξαγοράς για τον αγοραστή.

4. Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία είναι μια βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με την ασύμμετρη πληροφόρηση και τις επιπτώσεις της στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Τα άρθρα που μελετήθηκαν, δείχνουν ότι πράγματι το επίπεδο πληροφόρησης που υπάρχει στο πλαίσιο μιας τέτοιας διαδικασίας παίζει σημαντικό ρόλο.

Μια από τις πιο σημαντικές επιπτώσεις του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι ότι επηρεάζει τις τιμές των μετοχών των εμπλεκόμενων μερών. Επιπλέον, διαφαίνεται ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του τρόπου πληρωμής των εξαγορών και ασύμμετρης πληροφόρησης.

Ακόμα παρατηρήθηκε διαφοροποίηση μεταξύ των διαφορετικών τύπων εταιριών (εισηγμένων και μη-εισηγμένων) σχετικά με τις υπεραποδόσεις αλλά και γενικότερα της επίδρασης της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Παρακάτω παραθέτουμε συνοπτικά και ομαδοποιημένα ανά θεματική ενότητα τα κυριότερα συμπεράσματα από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας.

➤ Τρόπος πληρωμής και Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Η λιγότερη πληροφόρηση που έχει ο αγοραστής για το στόχο τείνει να κάνει πιο πιθανή μια συναλλαγή με μετοχές (Hansen, 1987).

Οι αντιδράσεις των τιμών των μετοχών δεν σχετίζονται με τη μέθοδο πληρωμής στην περίπτωση που οι εξαγορές τερματίζονται από την εταιρία στόχο (Chang & Suk, 1998). Οι μετοχές των εταιριών-αγοραστών δεν καταγράφουν ζημιές κατά την ημέρα συναλλαγής εάν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά. Εάν όμως η συναλλαγή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών ή αν δίνεται η δυνατότητα επιλογής στους μετόχους του στόχου, οι μετοχές του αγοραστή έχουν απώλειες κατά την ημέρα ανακοίνωσης (Draper & Paudyal, 1999).

Το ίδιο σημειώνουν και οι Draper & Paudyal (1999) σχετικά με την σχέση τρόπου πληρωμής και υπεραποδόσεων· παρατηρείται διαφοροποίηση μόνο κατά την ημέρα ανακοίνωσης. Χαμηλότερες υπεραποδόσεις παρατηρούνται σε εταιρίες που η πληρωμή γίνεται αποκλειστικά με μετοχές. Οι υψηλότερες

υπεραποδόσεις γίνονται σε περιπτώσεις όπου οι μέτοχοι μπορούν να επιλέξουν τον τρόπο πληρωμής. Οι μη-κανονικές αποδόσεις του αγοραστή μειώνονται με την αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης όταν πρόκειται για την εξαγορά εισηγμένων εταιριών μέσω μετοχών και αυξάνονται με την εξαγορά μέσω μετρητών.

Όσον αφορά τις μη-κανονικές αποδόσεις του αγοραστή για εξαγορά μη-εισηγμένων εταιριών αυτές μειώνονται ή δεν μεταβάλλονται καθόλου όταν αυξάνεται η ασύμμετρη πληροφόρηση όταν η εξαγορά γίνεται με μετοχές (Moeller et. al., 2007)

Η σχέση όγκου συναλλαγών και τρόπου πληρωμής της εξαγοράς δείχνει υψηλότερο όγκο συναλλαγών κατά την ημέρα ανακοίνωσης όταν οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα επιλογής τρόπου πληρωμής ή όταν η συναλλαγή γίνεται με μετρητά. Αντίθετα όταν η συναλλαγή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών δεν παρατηρείται διαφορά στον όγκο συναλλαγών κατά την ημέρα ανακοίνωσης (Draper & Paudyal, 1999).

Οι αγοραστές ανταμείβονται για τη χρήση μετοχών ως μέσου πληρωμής όταν ο στόχος είναι δύσκολο να εκτιμηθεί. Με άλλα λόγια, οι αποδόσεις των αγοραστών είναι πιο θετικές όταν ο αγοραστής χρησιμοποιεί μετοχές ως τρόπο πληρωμής για στόχους που έχουν χαρακτηριστικά που δυσκολεύουν τους συμμετέχοντες της αγοράς να εκτιμήσουν το όφελος της εξαγοράς για τον αγοραστή (Officer et. al., 2009).

➤ **Αναθεωρήσεις των προβλέψεων των αναλυτών**

Οι αναλυτές αντιδρούν αποτελεσματικά ενσωματώνοντας τις πληροφορίες από τις προσφορές εξαγοράς στις προβλέψεις τους. Οι αναθεωρήσεις των προβλέψεων σχετικά με προσφορές εξαγοράς και αντίστασης στην εξαγορά αντικατοπτρίζουν σε ικανοποιητικό βαθμό τις πραγματικές μεταβολές των κερδών των εταιριών που εμπλέκονται σε μια διαδικασία εξαγοράς (Pound, 1998). Οι αμφίπλευρες ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ αγοραστών και

στόχων μπορούν να οδηγήσουν σε ένα βέλτιστο μείγμα μετρητών και μετοχών ως πληρωμή για την εξαγορά (Eckbo et. al., 1990).

Η μη ευνοϊκή πληροφόρηση που μεταφέρεται από ανακοινώσεις προσφοράς μετοχών από εταιρίες φαίνεται να επηρεάζει τις προβλέψεις για βραχυπρόθεσμα κέρδη αλλά όχι τις προβλέψεις για τα μακροπρόθεσμα κέρδη μιας εταιρίας (Brous, 1992). Οι αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών από αναλυτές κατά τη διάρκεια προσφορών εξαγορών σχετίζονται με την αποτίμηση των στόχων τουλάχιστον στις περιπτώσεις αποτυχημένων και αποτυχημένων εχθρικών προσφορών. οι αναθεωρήσεις προβλέψεων κερδών των αναλυτών κάνουν τους μετόχους των στόχων να διαμορφώνουν λογικές προσδοκίες σχετικά με την πραγματική αξία των εταιριών τους και ενισχύουν τη διαπραγματευτική τους ισχύ απέναντι στους αγοραστές (Sudarsanam et. al., 2002).

Οι αγοραστές που είναι υποεκτιμημένοι και έχουν υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση κερδίζουν περισσότερο από αγοραστές που είναι υπερεκτιμημένοι και έχουν χαμηλή ασύμμετρη πληροφόρηση. Οι περιστασιακοί αγοραστές, και ειδικά όσοι είναι υποεκτιμημένοι και έχουν υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση, έχουν μεγαλύτερες αυξήσεις στην αξία τους από τους συχνούς αγοραστές (Draper & Paudyal, 2008).

➤ **Καθεστώς εταιρίας-στόχου (εισηγμένη/μη-εισηγμένη)**

Η τιμή μιας μετοχής, της εταιρίας αγοραστής, αυξάνεται όταν ο στόχος-αγορά είναι μια μη-εισηγμένη εταιρία. Αντίθετα, η τιμή της μετοχής, της εταιρίας αγοραστής, μειώνεται όταν ο στόχος-αγοράς είναι μια εισηγμένη εταιρία (Chang, 1998). Αυτό συμβαίνει γιατί οι εξαγορές μεταξύ μιας εταιρείας αγοραστή και εισηγμένης εταιρείας στόχου-αγοράς είναι φιλικές και έτσι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση είναι μικρή. Οι αντιδράσεις των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση της πρότασης είναι χαμηλότερες για τις εταιρίες που κάνουν προσφορά σε μετοχές.

Βιβλιογραφία

- Akerlof, G. A. (1970) The market of “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.
- Alexandridis, G., Antoniou, A. and Petmezas, D. (2007) Divergence of opinion and post-acquisition performance, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (3) & (4), 439-460.
- Ascioglu, A., Hegde, S. P. and McDermott, J. B. (2008) Information asymmetry and investment-cash flow sensitivity, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1036-1048.
- Brous, P. A. (1992) Common stock offerings and earnings expectations: A test of the release of unfavorable information, *The Journal of Finance*, 47 (4), 1517-1536.
- Brous, P. A. and Kini, O. (1993) A reexamination of analysts' earnings forecasts for takeover targets, *Journal of Financial Economics*, 33, 201-225.
- Chang, S. (1998) Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns, *The Journal of Finance*, 53 (3), 773-784.
- Chang, S. and Suk, D. Y. (1998) Failed takeovers, methods of payment, and bidder returns, *The Financial Review*, 33, 19-34.
- Draper, P. and Paudyal, K. (1999) Corporate takeovers: Mode of payment, returns and trading activity, *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (5) & (6), 521-558.
- Draper, P. and Paudyal, K. (2008) Information asymmetry and bidders' gains, *Journal of Business Finance & Accounting*, 35 (3) & (4), 376-405.
- Eckbo, B. E., Giammarino, R. M. and Heinkel, R. I. (1990) Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests, *The Review of Finance*, 3 (4), 651-675.
- Fuller, K., Netter, J. and Stegemoller, M. (2002) What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, *The Journal of Finance*, 57 (4), 1763-1793.
- Grossman, S. J. and Hart, O. D. (1981) The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, 36 (2), 252-270.
- Hansen, R. G. (1987) A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions, *The Journal of Business*, 60 (1), 75-95.
- Houston, J. F. and Ryngaert, M. D. (1997) Equity issuance and adverse selection: a direct test using conditional stock offers, *The Journal of Finance*, 52 (1), 197-219.

- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360
- Loughran, T. and Marietta-Westberg, J. (2005) Divergence of opinion surrounding extreme events, *European Financial Management*, 11 (5), 579-601.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. and Stulz, R. M. (2007) How do diversity of opinion and information asymmetry affect acquirer returns?, *The Review of Financial Studies*, 20 (5), 2047-2078.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Officer, M. S., Poulsen, A. B. and Stegemoller, M. (2009) Target-firm information asymmetry and acquirer returns, *Review of Finance*, 13 (3), 467-493.
- Pound, J. (1988) The information effects of takeover bids and resistance, *Journal of Financial Economics*, 22, 207-227.
- Povel, P. and Singh, R. (2006) Takeover contests with asymmetric bidders, *The Review of Financial Studies*, 19 (4), 1399-1431.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T. and Viswanathan, S. (2005) Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 77, 561-603.
- Sudarsanam, S., Salami, A. and Alexandrou, G. (2002) Rational expectations, analysts' forecasts of earnings and sources of value gains for takeover targets, *Journal of Banking and Finance*, 26, 153-177.