https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF BUSINESS
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

Εξήγηση των Κερδών από Ιδιωτικές Εξαγορές μέσω της Θεωρίας των Ενδεχομένων Απαιτήσεων στις ΗΠΑ.

Μαρία Αμβράζη

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Ιούλιος, 2025

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Εγκρίνουμε την εργασία της
ΜΑΡΙΑΣ ΑΜΒΡΑΖΗ

……

ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ

……

ΣΠΥΡΟΣ ΣΠΥΡΟΥ

……

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ

……

ΙΟΥΛΙΟΣ, 2025

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΜΑΡΙΑ ΑΜΒΡΑΖΗ **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Ευχαριστίες

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών «Λογιστική και Χρηματοοικονομική» με εξειδίκευση στην κατεύθυνση «Χρηματοοικονομική, Επενδύσεις και Διαχείριση Κινδύνων» του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Με την ολοκλήρωσή της σηματοδοτείται το τέλος ενός ταξιδιού που ξεκίνησε πριν δύο χρόνια και οδήγησε στη δημιουργία ενός ατόμου με περισσότερα εφόδια στο ακαδημαϊκό περιβάλλον για το οικονομικό γίγνεσθαι. Θα ήθελα να ευχαριστήσω για αρχή τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Επίσκοπο για τη συμβολή του στο πόνημα αυτό και τη στήριξη του καθόλα τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής, την οικογένειά μου για τη στήριξή της στα δύο αυτά μακρά χρόνια με σκοπό να διευκολύνουν την καθημερινότητά μου ώστε να μείνω συγκεντρωμένη στην εκπαίδευσή μου, καθώς και τον στενό φιλικό μου κύκλο ο οποίος ήταν εκεί να ακούει τους προβληματισμούς και να με ενθαρρύνει να συνεχίζω. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω οικογένεια και φίλους για την υπομονή που έδειξαν και τη συμπαράστασή τους σε όλα τα εμπόδια αυτής της διαδρομής.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας περιεχομένων

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

1 Περίληψη

Σκοπό της παρούσας έρευνας αποτελεί η μελέτη των αποδόσεων μεταξύ των εξαγορών δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών - στόχων την ημέρα της ανακοίνωσης μίας εξαγοράς στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, μέσω της υιοθέτηση της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων. Η έρευνα χαρακτηρίζεται για την μοναδικότητά της, δεδομένου ότι αποτελεί την πρώτη μελέτη γεγονότων στον χώρο της Αμερικής για το χρονικό διάστημα από το 2010 έως και το 2019 η οποία επιχειρεί να προσφέρει μία νέα εξήγηση για τις διαφορές όπου έχουν παρατηρηθεί μεταξύ των μη - κανονικών αποδόσεων αναφορικά με την εξαγορά δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών – στόχων. Μέσω της θεωρίας παραγώγων, η εξαγορά χρησιμοποιείται ως μία αναλογία αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς, με την αξία του αγοραστή να αυξάνεται με την αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξής του. Η ανωτέρω ιδέα ελέγχθηκε μελετώντας τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης και των χαρακτηριστικών του αγοραστή ο οποίος είναι εισηγμένος σε μία χρηματιστηριακή αγορά και με τα εμπειρικά χαρακτηριστικά, να λειτουργούν ως υποκατάστατες μεταβλητές για τον έλεγχο ύπαρξης των προοπτικών ανάπτυξης.

Ο δεύτερος πυλώνας της έρευνας, επικεντρώνεται στη θεωρία των ενδεχόμενων πληρωμών οι οποίες συχνά λαμβάνουν μέρος σε μία συμφωνία εξαγοράς, ωστόσο η συστηματική μελέτης τους βρίσκεται σε ένα πρώιμο στάδιο και τα μέχρι τώρα δεδομένα που έχουν συλλεχθεί και επεξεργαστεί είναι κατακερματισμένα. Για τον λόγο αυτόν, κρίθηκε σκόπιμη η περαιτέρω μελέτη τους η οποία παρουσιάζει ένα σημαντικό ερευνητικό ενδιαφέρον, καθώς η χρήση των ενδεχόμενων πληρωμών φαίνεται να διαδραματίζει ένα ρόλο γεφύρωσης μεταξύ της ασσυμετρίας της πληροφόρησης ενός αγοραστή και μίας εξαγοραζόμενης εταιρείας, με πιθανή εκδήλωση του φαινομένου αυτού να αντανακλάται και στις αποδόσεις που πραγματοποιούνται την ημέρα της ανακοίνωσης.

Ένα από τα βασικότερα συμπεράσματα της μελέτης αυτής, αποτελεί η εύρεση προοπτικών ανάπτυξης σε αγοραστές δημόσιων εταιρειών – στόχων, σε αντιδιαστολή με τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων η οποία υποστηρίζει ότι οι προοπτικές αυτές είναι επικρατέστερες σε εξαγορές ιδιωτικών στόχων και εξηγούνε τις θετικές αποδόσεις που έχουν παρατηρηθεί την ημέρα της ανακοίνωσης για ιδιωτικές εξαγορές, έναντι των αρνητικών ή μηδενικών αποδόσεων των δημόσιων εξαγορών. Στην ουσία, οι προοπτικές ανάπτυξης αντικατοπτρίζουν μία ξαφνική και γρήγορη άνοδο της τιμής της μετοχής του αγοραστή για σύντομο χρονικό διάστημα πριν την ημερομηνία της εξαγοράς. Ομοίως, παρατηρήθηκε πως οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα μόχλευσης χωρίς ωστόσο να επιβραβεύονται από την αγορά για αυτό, αποτέλεσμα το οποίο δεν είναι εναρμονισμένο με τη θεωρία των παραγώγων.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Στον αντίποδα των ως άνω αποτελεσμάτων, βρέθηκε ότι οι ιδιωτικές εταιρείες – στόχοι οι οποίες είναι νεότερες σε ηλικία και με λιγότερους αναλυτές να τις παρακολουθούν, απολαμβάνουν υψηλότερων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης, επιβεβαιώνοντας ότι η ύπαρξη υψηλής αβεβαιότητας οδηγεί σε μία αύξηση της τιμής ενός δικαιώματος αγοράς όσο πλησιάζει στη λήξη, όπου βρίσκεται σε μία μερική αρμονία με τις προσταγές της θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων. Το τελευταίο σημαντικό εύρημα, αποτελεί η παρατήρηση ότι ο συνδυασμός χρήσης μετρητών και ενδεχόμενων πληρωμών πραγματοποιούνται κατά πλειοψηφία σε ιδιωτικές εξαγορές οι οποίες μάλιστα εμφανίζουν και υψηλότερες σημαντικά θετικές μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, συμβαδίζοντας με παρόμοιες μελέτες οι οποίες επιβεβαιώνουν ότι η εφαρμογή ενδεχόμενων πληρωμών είναι επικρατέστερη στις ιδιωτικές εξαγορές.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

2 Εισαγωγή

Στον χώρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει παρατηρηθεί ήδη από τις πρώτες έρευνες πως οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων απολαμβάνουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης έναντι των εταιρειών που εξαγοράζουν δημόσιου στόχους. Έχουν πραγματοποιηθεί διάφορες απόπειρες διερεύνησης του φαινομένου αυτού ανά τα χρόνια, όπως η προσπάθεια επεξήγησής του μέσω του μεγέθους των εταιρειών, της έκπτωση λόγω ρευστότητας, του φαινόμενου των μεγαλομετόχων όταν χρησιμοποιούνται μετοχές στην εξαγορά, του τρόπου πληρωμής ως ρόλου μέτρησης της ασυμμετρίας της πληροφόρησης και του επιπέδου προστασίας των επενδυτών στην χώρα της εταιρείας – στόχου, χωρίς ωστόσο να μπορούν να προσφέρουν μία καθολική εξήγηση η οποία να ισχύει στο γενικότερο χώρο των διάφορων αγορών.

Σκοπός της έρευνας αυτής, αποτελεί η επιβεβαίωση ή μη της ομώνυμης μελέτης των (Doukas et al., 2014) και στον χώρο της Αμερικής, δεδομένου της ύπαρξης δομικών διαφορών στις διάφορες αγορές και στο επίπεδο του ανταγωνισμού μεταξύ Η.Π.Α. και Ευρώπης, συνεισφέροντας στην βιβλιογραφία μέσω μίας διαφορετικής επεξήγησης των θετικών αποτελεσμάτων των ιδιωτικών εξαγορών την ημέρα της ανακοίνωσης μέσω της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων. Βασικό χαρακτηριστικό της εν λόγω θεωρίας - η οποία προέρχεται από τον χώρο των παραγώγων - αποτελεί η αβεβαιότητα για τις προοπτικές ανάπτυξης ενός αγοραστή ο οποίος προβαίνει σε εξαγορά ενός ιδιωτικού ή δημόσιου στόχου. Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή, κρίθηκε σκόπιμο να διερευνηθεί και η θεωρία των ενδεχόμενων πληρωμών η οποία ακόμα είναι κατακερματισμένη στο σύνολό της, ωστόσο με βάση τις υπάρχουσες έρευνες έχει επιβεβαιωθεί πως η χρήση τους παρατηρείται κατά κύριο λόγο στις ιδιωτικές εξαγορές όπου και συνδέονται και με θετικές μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης.

Η απόφαση εξαγοράς μίας εταιρείας μπορεί να ιδωθεί ως μία στρατηγική πραγματοποίησης και επέκτασης των εν δυνάμει προοπτικών ανάπτυξης ενός αγοραστή. Στην ουσία, αναλογεί με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς ενός περιουσιακού στοιχείου η αξία του οποίου αναμένεται να αυξηθεί μέσω της αντιλαμβανόμενης αβεβαιότητας από τον επενδυτή. Βασική υπόθεση της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων αποτελεί ότι οι προοπτικές ανάπτυξης του αγοραστή αυξάνουν περισσότερο σε αξία για ιδιωτικούς στόχους έναντι δημόσιους, λόγω του ότι δημιουργούν περισσότερο κίνδυνο για τον αγοραστή υπονοώντας πως οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης θα πρέπει να είναι υψηλότερες για τις ιδιωτικές εξαγορές. Η μεγαλύτερη διασπορά στις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης των αγοραστών, πιθανόν να αντανακλά μεγαλύτερη αβεβαιότητα για τις ιδιωτικές εξαγορές από ότι για τις δημόσιες.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Η συλλογή ειδικών χαρακτηριστικών για τις εταιρείες – στόχους είναι δυσεύρετη λόγω έλλειψης δεδομένων, και ως εκ τούτου, δεν είναι εφικτό να πραγματοποιηθεί μια ολιστική συγκριτική μελέτη μεταξύ των δημόσιων και ιδιωτικών εξαγορών. Το γεγονός πως στην Αμερική η πληθώρα των εξαγορών περιλαμβάνουν ιδιωτικούς στόχους, θα μπορούσε να υπονοεί ότι οι αγοράστριες εταιρείες αντιλαμβάνονται ότι οι ιδιωτικές εξαγορές έχουν υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης. Να σημειωθεί σε αυτό το σημείο πως η χρήση της θεωρίας παραγώγων στην αξιολόγηση εξαγορών χρησιμοποιήθηκε πρώτα από τον (Margrabe, 1978) ο οποίος βασίστηκε στα μοντέλα των (Black and Scholes, 1973) και (Merton, 1973), όπου η αξία ενός δικαιώματος μπορεί είτε να αυξήσει είτε να μειώσει τον κίνδυνο εξαρτώμενη από τη φύση του πραγματικού δικαιώματος στην νέα οντότητα που θα προκύψει από την εξαγορά. Σύμφωνα με την παραδοσιακή ανάλυση μέσω προεξόφλησης των ταμειακών ροών υποστηρίζεται ότι ο υψηλότερος κίνδυνος οδηγεί σε χαμηλότερη αξία της εταιρείας, καθώς γίνεται χρήση μεγαλύτερων συντελεστών προεξόφλησης, σε αντιδιαστολή με τη θεωρία των πραγματικών δικαιωμάτων όπου ο υψηλότερος κίνδυνος οδηγεί σε μεγαλύτερη αξία, λόγω της υψηλότερης αξίας του δυνητικού δικαιώματος. Η αβεβαιότητα περί της υποκείμενης αξίας της αγοράστριας εταιρείας και το αποτέλεσμα της εξαγοράς η οποία αποτελεί ένα δικαίωμα αγοράς, θα πρέπει να αυξήσει την αξία των ιδίων κεφαλαίων και να μειώσει την αξία του χρέους.

Υπάρχουν διάφορα χαρακτηριστικά του αγοραστή τα οποία υποστηρίζουν μία μεγαλύτερη αποτίμηση για εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών – στόχων. Αναλυτικότερα, το πρώτο χαρακτηριστικό αποτελούν τα επίπεδα χρέους του αγοραστή ήτοι η μόχλευσή του, όπου σε συνάρτηση με τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων, οι θετικές αποδόσεις του αγοραστή την ημέρα της ανακοίνωσης θα πρέπει να αυξηθούν με μία μείωση του χρέους του, καθώς για να αγοραστεί ένα δικαίωμα προοπτικής χρειάζονται μετρητά και μία εταιρεία με υψηλή μόχλευση το πιθανότερο είναι πως θα δυσκολευτεί να συγκεντρώσει το απαιτούμενο ποσό. Το δεύτερο χαρακτηριστικό βασίζεται στην αβεβαιότητα της αγοράς αναφορικά με την επενδυτική απόφαση του αγοραστή, δεδομένου ότι υπάρχει μία έλλειψη πληροφόρησης για την αγοράστρια εταιρεία και καμία πληροφόρηση για την εξαγορά μίας ιδιωτικής εταιρείας, αυξάνοντας την αβεβαιότητα αναφορικά με τις προοπτικές της εξαγοράς και της κερδοφορίας της αγοράστριας εταιρείας και εν γένει αυξάνοντας την συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων του αγοραστή. Αν τα ιδία κεφάλαια ερμηνευτούν ως ένα δικαίωμα αγοράς, η αξία τους θα πρέπει να αυξηθεί αν η αντίληψη της αγοράς για υποβόσκοντες κινδύνους αυξηθεί την ημέρα της ανακοίνωσης.

Στην πορεία θα εξεταστούν οι βασικές αρχές της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων για τις διαφορές που παρατηρούνται στις αποδόσεις την ημερομηνία της ανακοίνωσης μεταξύ εισηγμένων αγοραστών δημόσιων και ιδιωτικών στόχων, μέσω της ανάλυσης ενός δείγματος εξαγορών των Η.Π.Α. για τη χρονική περίοδο 2010 έως και 2019. Η εμπειρική ανάλυση της έρευνας βασίζεται σε ένα τελικό

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

δείγμα 71 εξαγορών, λόγω μη - ύπαρξης δεδομένων των μεταβλητών για την ποσοτικοποίηση ενός δικαιώματος αγοράς, και στη χρήση των πλατφορμών LSEG Datastream, Worldscope και I/E/B/S. Σε συμφωνία με τις προηγούμενες μελέτες, βρέθηκε πως ο μέσος και η διάμεσος των μη - κανονικών αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης είναι υψηλότερα για ιδιωτικές εξαγορές έναντι δημόσιων εξαγορών, και συγκεκριμένα, ενώ οι ιδιωτικές εξαγορές εμφανίζουν σημαντικές θετικές μη - κανονικές αποδόσεις, οι δημόσιες εξαγορές εμφανίζουν τις πλέον αρνητικές (*μη - κανονικές*) αποδόσεις.

Σε αντίθεση με τη ομώνυμη έρευνα στην Ευρώπη, βρέθηκε ότι οι αγοραστές δημόσιων εταιρειών - στόχων εμφανίζουν υψηλότερες ξαφνικές ανόδους στην τιμή της μετοχής τους πριν την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς, χωρίς να επιβεβαιώνεται η ύπαρξη υψηλότερων προοπτικών ανάπτυξης για τις ιδιωτικές εξαγορές. Ωστόσο, παρατηρήθηκε πως οι αγοράστριες εταιρείες ιδιωτικών στόχων είναι όντως νεότερες σε ηλικία και παρακολουθούνται από μικρότερο αριθμό αναλυτών, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο την αντίληψη της αγοράς περί αυξημένης αβεβαιότητας σχετικά με τις προοπτικές στρατηγικών των εξαγορών τους και με τον χαμηλό αριθμό των αναλυτών να οδηγεί σε χαμηλότερη διαύγεια και μικρότερο εξωτερικό έλεγχο. Αναφορικά με τη χρήση των ενδεχόμενων πληρωμών επιβεβαιώνονται τα βασικά ερευνητικά αποτελέσματα, και συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε πως στην Αμερική οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών – στόχων κάνουν συχνότερη χρήση των ενδεχόμενων πληρωμών από ότι οι αγοραστές δημόσιων στόχων, όπου στην περίπτωση των ιδιωτικών εξαγορών οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης ήταν μεγαλύτερες όταν ως τρόπο πληρωμής χρησιμοποιήθηκε ένας συνδυασμό μετρητών και ενδεχόμενων πληρωμών. Τονίζεται πώς έχουν ληφθεί διάφορα μέτρα ελέγχου ως προς τον τρόπο πληρωμής και περιορισμού της επίδρασής τους στα αποτελέσματα.

Στη συνέχεια της παρούσας έρευνας παρουσιάζονται και αναλύονται στις κάτωθι ενότητες με λεπτομέρειες τόσο το ερευνητικό πλαίσιο όσο και τα αποτελέσματα των μεθόδων υπολογισμού που χρησιμοποιήθηκαν, ήτοι στην Ενότητα 3 παρατίθεται μία αναλυτική επισκόπηση της προηγούμενης βιβλιογραφίας αναφορικά με τις εξαγορές δημόσιων και ιδιωτικών στόχων, της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων και της θεωρίας των ενδεχόμενων πληρωμών, στην Ενότητα 4 αναλύεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε και τα δεδομένα που συλλέχθηκαν για τους σκοπούς της έρευνας, στην Ενότητα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μεθοδολογίας η οποία χρησιμοποιήθηκε για τις αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, στην Ενότητα 6 παρατίθεται μία συγκριτική ανάλυση των βασικών ερευνητικών αποτελεσμάτων με τη βιβλιογραφία και τέλος, στην Ενότητα 7 συνοψίζονται τα βασικά αποτελέσματα της μελέτης.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

3 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

3.1 Κέρδη από ιδιωτικές εξαγορές

Πρωταρχικός σκοπός της αρχικής ενότητας της βιβλιογραφικής επισκόπησης, αποτελεί η διερεύνηση των αποδόσεων δημόσιων και ιδιωτικών εξαγορών, εστιάζοντας τόσο στους αγοραστές όσο και στους εξαγοραζόμενους. Μέσω ποικίλων εμπειρικών μελετών, όπως παρουσιάζονται και αναλύονται στη συνέχεια, έχει παρατηρηθεί ότι οι εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων παρουσιάζουν συστηματικά υψηλότερες μη - κανονικές αποδόσεις σε σύγκριση με τις εξαγορές δημόσιων στόχων, φαινόμενο το οποίο έχει αποδοθεί σε παράγοντες όπως η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, ο περιορισμένος αριθμός μετόχων και η απουσία πίεσης από τις αγορές. Έχει, επιπλέον, παρατηρηθεί πως ο τρόπος πληρωμής με μετρητά ή μετοχές, έχει μικρότερη επίδραση στις ιδιωτικές εξαγορές, αντιθέτως με τις δημόσιες στις οποίες η χρήση των μετοχών έχει συνδεθεί με αρνητικές αποδόσεις λόγω ασυμμετρίας της πληροφόρησης και του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής[1].

Στην έρευνα του (Chang, 1998), όπου διερευνήθηκαν οι αποδόσεις των πιθανών αγοραστών την ημερομηνία της ανακοίνωσης για ιδιωτικές εξαγορές σε ένα δείγμα 281 συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Αμερική κατά την περίοδο 1981 - 1992, βρέθηκε πως όταν ως τρόπος πληρωμής χρησιμοποιούνταν οι μετοχές, οι πιθανοί αγοραστές εμφάνιζαν θετικές μη - κανονικές αποδόσεις, σε αντίθεση με τις αρνητικές αποδόσεις των δημόσιων εξαγορών, ενώ στην περίπτωση των μετρητών ως τρόπου πληρωμής, δεν υπήρχαν μη - κανονικές αποδόσεις. Οι θετικές αυτές (*μη - κανονικές*) αποδόσεις, οφείλονται στο γεγονός πως η χρηματοδότηση των εξαγορών μη - εισηγμένων εταιρειών παρομοιάζει μία ιδιωτική τοποθέτηση μετοχικού κεφαλαίου, καθώς υπάρχει υψηλός βαθμός συγκέντρωσης ιδιοκτητών, όσο και μία τάση δημιουργίας μεγαλομετόχων[2] οι οποίοι μπορούν περισσότερο αποτελεσματικά να ελέγχουν την απόδοση των στελεχών της διοίκησης ή αλλιώς των μάνατζερς.

Η μελέτη των (Ang and Kohers, 2001) επικεντρώνεται στην ανάλυση 5.302 δημόσιων και 7.070 ιδιωτικών εξαγορών ομοίως στην Αμερική για τα έτη 1984 – 1996, με διαστάσεις αναφορικά με τον τρόπο πληρωμής, πιθανό υπερτίμημα ή αλλιώς premium[3] που μπορεί να δοθεί από τον αγοραστή και τον πλούτο των αγοραστών, με σημαντικό ρόλο να διαδραματίζει η αντίδραση της αγοράς αναφορικά με την αντίληψη για το αν το ποσό της εξαγοράς ήταν υψηλό ή χαμηλό την ημέρα της ανακοίνωσης. Η βασική

[1]Στον κλάδο των οικονομικών το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής ή αλλιώς adverse selection, αναφέρεται σε μία κατάσταση όπου το ένα μέρος μίας συναλλαγής έχει περισσότερες ή καλύτερες πληροφορίες από το άλλο, με αποτέλεσμα τη δημιουργία ανισορροπίας και ενδεχομένως αρνητικές συνέπειες για το λιγότερο ενημερωμένο μέρος.
[2] Blockholders
[3] Το premium σε μία εξαγορά αναφέρεται στην επιπλέον τιμή που πληρώνει ένας αγοραστής για την εξαγορά μιας εταιρείας σε σχέση με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας πριν την εξαγορά.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

λογική του μοντέλου τους επαφίεται στο γεγονός ότι οι έμπειροι επενδυτές θα αντιδράσουν θετικά (αρνητικά) σε μια εξαγορά όπου η αντιλαμβανόμενη τιμή είναι χαμηλή (υψηλή), με κρίσιμη συνιστώσα για την εξαγορά να αποτελεί το premium που δόθηκε. Το θεμελιώδες συμπέρασμα που εξήγαγαν οι συγγραφείς, ήταν πως οι ιδιωτικές εξαγορές εμφανίζουν σημαντικά κέρδη και για τον αγοραστή και για τον εξαγοραζόμενο, ανεξαρτήτως του τρόπου πληρωμής, ενώ οι ιδιοκτήτες της εταιρείας - στόχου τείνουν να λαμβάνουν μεγαλύτερο premium για όλες τις μεθόδους πληρωμής αυξάνοντας τη διαπραγματευτική τους δύναμη.

Παρατηρήθηκε επιπροσθέτως, πως κατά μέσο όρο ο αγοραστής ενός ιδιωτικού στόχου είναι μικρότερος σε μέγεθος από τον αγοραστή ενός δημόσιου στόχου, η προσφορά μετοχών είναι πιο ελκυστική όταν ο στόχος ανήκει στον ίδιο κλάδο με τον αγοραστή και οι αλλοδαποί αγοραστές είναι πιο πιθανόν να εξαγοράσουν έναν στόχο με τη χρήση μετρητών. Οι ιδιωτικές εταιρείες - στόχοι εξαγοράς σε αντίθεση με τους δημόσιους, έχουν μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, μικρό πρόβλημα αντιπροσώπευσης[4] όσο αφορά τις προσφορές πιθανών αγοραστών και δεν δέχονται πιέσεις από λιγότερο πληροφορημένους επενδυτές να πουλήσουν σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή, γεγονός που οδηγεί σε μεγαλύτερο premium. Αξίζει να σημειωθεί ότι στο μακροχρόνιο ορίζοντα, βρέθηκε πως τα αρχικά κέρδη των μετόχων του αγοραστή μίας ιδιωτικής εταιρείας - στόχου δεν αντιστρέφονται στον χρόνο και αποδίδουν όπως αναμένεται από την αγορά.

Ενώ η πλειονότητα των μελετών επικεντρώνεται στον πλούτο των μετόχων της εξαγοραζόμενης εταιρείας, δίνεται λιγότερη έμφαση στους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας, οι οποίοι, όπως αναφέρουν οι (Fuller et al., 2002), παρουσιάζουν κατά μέσο όρο μηδενικές μη - κανονικές αποδόσεις, συνοδευόμενες ωστόσο από υψηλή διακύμανση. Σε ένα δείγμα όπου η αγοράστρια εταιρεία πραγματοποιεί κατ' ελάχιστον πέντε επιτυχημένες εξαγορές στην δεκαετία από το 1990 έως το 2000 στις Η.Π.Α., γεγονός που επιτρέπει να εξεταστεί το μοτίβο των αποδόσεων την ημερομηνία εξαγοράς, παρατηρήθηκε ότι ο αγοραστής έχει αρνητικές αποδόσεις όταν εξαγοράζει μία δημόσια επιχείρηση και σημαντικά θετικές αποδόσεις σε μία εξαγορά ιδιωτικής ή θυγατρικής εταιρείας.

Αναλόγως του τρόπου πληρωμής, η εξαγορά ενός δημόσιου στόχου οδηγεί σε αμελητέες αποδόσεις για τον αγοραστή, όταν χρησιμοποιούνται τα μετρητά ή ένας συνδυασμός μετρητών και μετοχών, ενώ οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικά αρνητικές όταν η πληρωμή γίνεται με μετοχές, εν αντιθέσει με την εξαγορά ενός ιδιωτικού στόχου όπου επιβεβαιώνεται και με την έρευνα των (Ang and Kohers, 2001), με τον τρόπο πληρωμής να διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο και με τις αποδόσεις

[4]Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης ή αλλιώς agency problem, αναφέρεται σε μία σύγκρουση συμφερόντων σε μία επιχειρηματική σχέση στην οποία το ένα μέρος δεν ενεργεί προς το συμφέρον του άλλου μέρους. Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης προκύπτουν από το γεγονός ότι ο αντιπρόσωπος δεν ενεργεί προς το συμφέρον του εντολέα, λόγω οικονομικών κινήτρων.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

να είναι θετικές και μεγαλύτερες για εξαγορές που χρηματοδοτήθηκαν με ιδία κεφάλαια αντί με μετρητά. Τα κέρδη ή ζημίες είναι μεγαλύτερες όταν ο στόχος είναι και αυτός μεγαλύτερος σε μέγεθος και ο αγοραστής χρησιμοποιεί μετοχές. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, μία πιθανή εξήγηση για το φαινόμενο αυτό αποτελεί η έλλειψη ρευστότητας που χαρακτηρίζει τις ιδιωτικές εταιρείες, οι λίγοι μέτοχοι που την απαρτίζουν, η πιθανότητα δημιουργίας μεγαλομετόχων ή blockholders οι οποίοι δρουν ως ελεγκτές για τη διοίκηση, αλλά και η αναβαλλόμενη φορολογία για τους ιδιοκτήτες της εξαγοραζόμενης εταιρείας όταν χρησιμοποιούνται οι μετοχές σαν νόμισμα πληρωμής, έχοντας ως αποτέλεσμα οι ιδιοκτήτες να δεχθούν μια έκπτωση στην τιμή αγοράς η οποία θα αυξήσει τις αποδόσεις του αγοραστή.

Σε αντιδιαστολή με τις παραπάνω μελέτες αναφορικά με το πως ο τρόπος πληρωμής μπορεί να επηρεάσει τις αποδόσεις σε μία εξαγορά, οι (Moeller et al., 2004) συλλέξαν ένα δείγμα 12.023 δημόσιων εξαγορών για τη χρονική περίοδο από το 1980 μέχρι και το 2011, με σκοπό να συγκρίνουν το μέγεθος της επιχείρησης και πως αυτό επιδράει στα κέρδη της εν λόγω εξαγοράς. Αναλυτικότερα, παρατηρήθηκε ότι ενώ η σταθμισμένη μη - κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης είναι θετική, οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας χάνουν αξία το οποίο υποδεικνύει την ύπαρξη μίας «επίδρασης μεγέθους[5]», καθώς και ότι οι αποδόσεις των μετόχων της εξαγοράζουσας εταιρείας, είναι υψηλότερες για μικρούς αγοραστές ανεξαρτήτως του τρόπου χρηματοδότησης και του νομικού καθεστώτος της εταιρείας – στόχου, δημόσια ή ιδιωτική. Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι όταν γίνεται αναφορά σε μικρούς αγοραστές, εννοείται ότι η κεφαλοποίησή τους είναι μικρότερη του 25^{ου} εκατοστημόριου της χρηματιστηριακής αγοράς της Αμερικής του NYSE[6], και ενώ οι εξαγορές τους είναι περισσότερο κερδοφόρες για τους μετόχους τους, παραμένουν μικρές σε μέγεθος με μικρή αξία σε αντίθεση με τις μεγάλες εταιρείας όπου η αξία των εξαγορών είναι μεγαλύτερη και επομένως οδηγούν σε μεγαλύτερες ζημίες.

Σύμφωνα με τους (Faccio et al., 2006), παρατηρήθηκε πως στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης για τα έτη 1996 – 2001, στις ημέρες γύρω από την ημερομηνία εξαγοράς, ο αγοραστής μίας εισηγμένης εταιρείας κερδίζει αισθητά μικρότερες, μηδενικές ή ακόμα και αρνητικές μη - κανονικές αποδόσεις, σε αντιδιαστολή με τον αγοραστή μίας μη εισηγμένης εταιρείας, μετά την αφαίρεση της επίδρασης του τρόπου πληρωμής της εταιρείας - στόχου, του μεγέθους του αγοραστή, του δείκτη Tobin's Q[7] και πιθανής διαρροή πληροφορίας σχετικά με την εξαγορά πριν αυτή λάβει χώρα. Τα αποτελέσματα

[5] Η επίδραση του μεγέθους ή αλλιώς size effect, αναφέρεται στο φαινόμενο που έχει παρατηρηθεί ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις μεγαλύτερες κατά μέσο όρο σε μεγάλους χρονικούς ορίζοντες.
[6] New York Stock Exchange
[7] Ο δείκτης Tobin's Q συγκρίνει την αγοραία αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ή μίας εταιρείας με το κόστος αντικατάστασής του και χρησιμοποιείται για να αξιολογήσει αν μια εταιρεία είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με την αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

παρέμειναν τα ίδια και στην περίπτωση που το δείγμα των μη - εισηγμένων εταιρειών διαχωριζόταν σε θυγατρικές και αυτόνομες επιχειρήσεις, με το δείκτη CAR[8] να μένει θετικός και συγκριτικά μεγαλύτερος από εκείνο των εισηγμένων εταιρειών. Τα ανωτέρω συμπεράσματα είναι σύμφωνα και με τις παλαιότερες μελέτες στον οικονομικό χώρο της Αμερικής.

Ομοίως, με βάση τους (Draper and Paudyal, 2006) οι οποίοι μελέτησαν τις εξαγορές ιδιωτικών και δημόσιων εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο για τα έτη 1981 – 2001 για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις στον κίνδυνο[9] των εισηγμένων αγοραστών στην Αγγλία, επιβεβαιώνουν την μελέτη των ανωτέρω, όπου οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν σημαντικές μη - κανονικές αποδόσεις ανεξαρτήτως του τρόπου πληρωμής, με τους αγοραστές οι οποίοι χρησιμοποιούν μετοχές να έχουν τις πλέον μεγαλύτερες μη - κανονικές αποδόσεις, σε αντίθεση με τις δημόσιες εξαγορές όπου εμφανίζουν ζημίες. Οι κυριότεροι λόγοι που παρατηρείται αυτή η διαφορά στις αποδόσεις, αποτελούν τα κίνητρα των διοικητικών στελεχών σε μια ιδιωτική εξαγορά που αποβλέπουν σε πιθανές συνεργίες και όχι στην αύξηση του πλούτου της διοίκησης, η απουσία ρευστότητας όπου δίνει πλεονέκτημα στον πιθανό αγοραστή για έκπτωση στην τιμή και η διαπραγματευτική δύναμη της εξαγοράζουσας εταιρείας η οποία προκύπτει από το στενό έλεγχο της συμφωνίας εξαγοράς. Αναφορικά με τη ρευστότητα, η μελέτη των (Officer et al., 2006) επικεντρώθηκε στις εξαγορές σε τιμή έκπτωσης[10] για ιδιωτικές και θυγατρικές τους εταιρείες σε ποσοστό 15 - 30%, σε σύγκριση με εξαγορές δημόσιων εταιρειών και ανέδειξε πως η τιμή πώλησης του στόχου επηρεάζεται από την ανάγκη και τη διαθεσιμότητα για ρευστότητα και αποτελεί καθοριστικό παράγοντα στη διαμόρφωση της τιμής της εξαγοράς.

Μια ενδιαφέρουσα οπτική για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές προσφέρουν οι (Doukas and Petmezas, 2007) οι οποίοι εξετάζουν την αυτοπεποίθηση των στελεχών της διοίκησης και την προκατάληψη της αυτό – απόδοσής, ή αλλιώς self – attribution bias[11], και πως αυτά τα χαρακτηριστικά επηρεάζουν βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα μια εξαγορά. Μέσω ενός δείγματος από το Ηνωμένο Βασίλειο για εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών, η πρώτη στο είδος της δεδομένου ότι οι παλαιότερες μελέτες επικεντρώνονταν σε δημόσιες εξαγορές, εξήγαγαν τα συμπεράσματα ότι οι μάνατζερς με υπερβολική αυτοπεποίθηση, ήτοι εκείνοι που προβαίνουν σε πέντε ή περισσότερες εξαγορές εντός μίας τριετίας, τείνουν να υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους και τις εκτιμήσεις τους για μία εξαγορά και ως επακόλουθο αυτές οι εξαγορές παρουσιάζουν χαμηλότερες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, με τη χαμηλή

[8] Cumulative Abnormal Return
[9] Risk Adjusted Returns
[10] Acquisition at discount
[11] Το self - attribution bias αναφέρεται στον κλάδο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και αποτελεί την τάση των επενδυτών να αποδίδουν γεγονότα που επιβεβαιώνουν τις πεποιθήσεις τους στην υψηλή τους ικανότητα, ενώ γεγονότα που δεν τις επιβεβαιώνουν αποδίδονται στην τύχη ή τον θόρυβο.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

αυτή επίδοση να συνεχίζεται και μακροπρόθεσμα. Αναφορικά με την προκατάληψη της αυτό – απόδοσης, οι συγγραφείς βρήκαν πως οδηγεί τους μάνατζερς να αποδίδουν τις επιτυχίες τους στις προσωπικές ικανότητές τους και να αγνοούν εξωτερικούς παράγοντες, και ως εκ τούτου, να οξύνεται η αυτοπεποίθησή τους και να οδηγούνται σε συνεχόμενες εξαγορές ακόμα και με μηδενική αξία. Σχετικά με τους μετόχους αυτών των εταιρειών, τα ευρήματα της μελέτης τους έδειξαν ότι οι ανωτέρω συμπεριφορές έχουν αρνητικό αποτέλεσμα για εκείνους, καθώς και πως τα κλασικά εργαλεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν στο έπακρο αυτές τις συμπεριφορές, καταρρίπτοντας την παλαιότερη ιδέα ότι οι πιο δραστήριες εταιρείες είναι εκείνες οι οποίες διακρίνουν και επιλέγουν περισσότερες ευκαιρίες. Αντιθέτως, η υψηλή αυτή συχνότητα των εξαγορών αποτελεί δείκτη υπερβάλλουσας αυτοπεποίθησης της διοίκησης και όχι στρατηγικής εξειδίκευσης.

Σύμφωνα με τους (Capron and Shen 2007), η απουσία επαρκούς πληροφόρησης κατά την εξαγορά μιας ιδιωτικής εταιρείας ενέχει αυξημένο κίνδυνο εσφαλμένης αποτίμησης των περιουσιακών της στοιχείων. Αυτή η ίδια η πληροφοριακή ασυμμετρία ενδέχεται να προσφέρει στρατηγικό πλεονέκτημα, καθώς επιτρέπει την αξιοποίηση ιδιωτικής πληροφόρησης που δεν είναι διαθέσιμη στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Μέσω εμπειρικής έρευνας[12] για τις αποδόσεις του αγοραστή για 101 εισηγμένες επιχειρήσεις σε κάποια αγορά και ενός ερωτηματολογίου απευθυνόμενο προς τις εταιρείες - στόχους μετά την εξαγορά, τα βασικά συμπεράσματά τους αναφέρουν ότι οι αγοραστές επιλέγουν τις εταιρείες - στόχους με βάση τα κριτήρια πληροφόρησης των χαρακτηριστικών της ίδιας της συμφωνίας, δηλαδή ευνοούν τις ιδιωτικές εξαγορές όταν παραμένουν σε οικείο κλάδο και τις δημόσιες εξαγορές για να εισέλθουν σε έναν καινούργιο, οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών έχουν καλύτερες αποδόσεις την ημερομηνία της ανακοίνωσης, καθώς και ότι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών αποδίδουν καλύτερα από ότι αν είχαν αποκτήσει μια δημόσια εταιρεία και οι αγοραστές δημόσιων εταιρειών αποδίδουν καλύτερα από ότι αν είναι αποκτήσει μια ιδιωτική εταιρεία. Επιπλέον, με βάση τους (Bargeron et al., 2008), οι οποίοι συλλέξαν δεδομένα για τα έτη 1980 – 2005 για δημόσιες εταιρείες - στόχους και πιθανούς αγοραστές ενταγμένους σε κάποιο χρηματιστήριο των Η.Π.Α. με τρόπο πληρωμής μόνο τα μετρητά, βρήκαν ότι οι μέτοχοι των δημόσιων εταιρειών - στόχων λάμβαναν μεγαλύτερο premium όταν ο αγοραστής ήταν δημόσια εταιρεία σε σύγκριση με όταν ο αγοραστής ήταν ιδιωτική εταιρεία.

Μια διαφορετική οπτική είναι των (John et al., 2010) οι οποίοι προχώρησαν στη συλλογή και ανάλυση δεδομένων σχετικά με τις αποδόσεις του αγοραστή την ημέρα της ανακοίνωσης καθώς και της αξίας της εταιρείας – στόχου για διασυνοριακές εξαγορές από Αμερικάνικες επιχειρήσεις, και σύγκριναν τα αποτελέσματα μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών στόχων δίνοντας έμφαση στη νομική προστασία των

[12] Event study

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

μετόχων μειοψηφίας[13] στην χώρα της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Απόρροια της ανωτέρω ερευνάς αποτελεί ότι, για τις χώρες των εταιρειών - στόχων που παρουσίαζαν μεγάλη νομική προστασία, οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης του αγοραστή ήταν αρνητικές για δημόσιες εταιρείες και θετικές για ιδιωτικές, γεγονός που συμβαδίζει με παρόμοιες μελέτες, ωστόσο για χώρες με χαμηλή νομική προστασία, οι αποδόσεις ήταν θετικές και ασήμαντα διαφορετικές από το μηδέν αντιστοίχως. Αναλόγως του βαθμού προστασίας των επενδυτών για εξαγορές δημόσιων εταιρειών, παρατηρείται ότι οι αποδόσεις του αγοραστή μειώνονται ενώ η αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας και το premium αυξάνονται συγκριτικά, σε αντίθεση με μία εξαγορά ιδιωτικού στόχου όπου η προστασία των επενδυτών δεν διαδραματίζει κάποιο ουσιαστικό ρόλο. Επιπλέον βρέθηκε ότι, αναλόγως της προστασίας των πιστωτών στην χώρα – στόχο, οι αποδόσεις των αγοραστών μειώνονται, ενώ αντίθετα αυξάνονται εν συναρτήσει της ποιότητας των λογιστικών προτύπων που εφαρμόζονται. Ένα τελευταίο εύρημα που αξίζει να σημειωθεί, αποτελεί το γεγονός ότι στις χώρες με χαμηλή νομική προστασία, οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης προσπαθούν να εξισορροπήσουν τα χαμηλά αυτά επίπεδα προστασίας.

Με βάση τις περισσότερες μελέτες που έχουν διεξαχθεί, κατά γενική ομολογία, οι εταιρείες που εξαγοράζουν δημόσιες επιχειρήσεις έχει παρατηρηθεί πως οι αποδόσεις τους την ημέρα της ανακοίνωσης είναι στην καλύτερη περίπτωση μηδενικές, αν όχι αρνητικές. Οι (Alexandridis et al., 2010) συνέλλεξαν ένα δείγμα παγκόσμιων εξαγορών για τη χρονική περίοδο από το 1990 μέχρι και το 2007 για 39 χώρες, με τουλάχιστον μερίδιο εξαγοράς να φτάνει το 50% και οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα πως τα μέχρι τώρα πορίσματα δεν παρουσιάζουν ομοφωνία και είναι κυρίως εμφανή στις πιο ανταγωνιστικές αγορές. Αναλυτικότερα, οι αγοραστές εκτός των πλέον ανταγωνιστικών αγορών όπως είναι της Αμερικής, της Αγγλίας και του Καναδά, πληρώνουν χαμηλότερο premium, και όταν τρόπος πληρωμής είναι η ανταλλαγή μετοχών δεν καταστρέφεται η αξία για τους μετόχους, αντιθέτως οι μέτοχοι των εταιρειών – στόχων κερδίζουν αισθητά λιγότερο, υποδηλώνοντας ότι οι ωφέλειες από την εξαγορά επιμερίζονται μεταξύ των δύο μερών. Βρήκαν επίσης, ότι ο βαθμός του ανταγωνισμού είναι αρνητικά συνδεδεμένος με τις αποδόσεις των αγοραστών και θετικά με τις αποδόσεις και το premium των εταιρειών – στόχων. Γενικότερα, εξήγαγαν το συμπέρασμα, πως ενώ οι δημόσιες εξαγορές όντως παράγουν κέρδη, η κατανομή τους εξαρτάται από το βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά σχετικά τον εταιρικό έλεγχο.

Σύμφωνα με την μελέτη των (Erel et al., 2012), σε ένα δείγμα 56.978 διασυνοριακών εξαγορών εκτός Αμερικής για τα έτη από το 1990 μέχρι και το 2007, βρέθηκε ότι η γεωγραφική εγγύτητα, η ποιότητα των λογιστικών προτύπων και η εξέλιξη της οικονομίας αυξάνουν την πιθανότητα των

[13] Minority shareholders

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

εξαγορών στις δύο αυτές χώρες. Επιπλέον, εταιρείες στις χώρες των οποίων η χρηματιστηριακή αγορά έχει αυξηθεί, το νόμισμά τους έχει ανατιμηθεί και έχουν μεγάλη χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία, τείνουν να λαμβάνουν τον ρόλο του αγοραστή, ενώ εταιρείες από λιγότερο δυνατές αγορές σε επίπεδο απόδοσης, τείνουν να αποτελούν τις εταιρείες - στόχους. Στην ουσία, οι εταιρείες με μεγαλύτερη αξία εξαγοράζουν εταιρείες με μικρότερη αξία, δηλαδή οι επιχειρήσεις από χώρες με μεγάλο πλούτο εξαγοράζουν επιχειρήσεις που είναι πιο φτωχές, εξαιτίας της «επίδρασης του πλούτου[14]» όπου οφείλεται στο μικρότερο κόστος κεφαλαίου.

Οι (Lebedev et al., 2015) επικεντρώνουν την έρευνά τους στις συγχωνεύσεις και εξαγορές σε αναδυόμενες οικονομίες, καθώς υπάρχουν σημαντικές διαφορές στα θεσμικά περιβάλλοντα, στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και εν γένει στις αγορές μεταξύ αυτών και των αναπτυγμένων οικονομιών, όπου γίνονται η πλειονότητα των ερευνών. Βρέθηκε πως οι εταιρείες από αναδυόμενες οικονομίες χρησιμοποιούν τις εξαγορές ως ένα μέσο για να αποκτήσουν σημαντικά περιουσιακά στοιχεία όπως τεχνογνωσία, εταιρική επωνυμία και παρουσία σε αναπτυγμένες αγορές, όπως και ως μέσο για να ξεπεράσουν θεσμικά προβλήματα στην εγχώρια αγορά και το μειονέκτημα της καθυστερημένης εισόδου σε μία διαφορετική αγορά. Αναφορικά με τις αποδόσεις των εξαγορών αυτών, τα πορίσματα είναι αμφίσημα καθώς εμφανίζουν τόσο αρνητικές όσο και θετικές αποδόσεις, γεγονός το οποίο περισσότερο οφείλεται σε χαρακτηριστικά που αφορούν τη θεσμική ανάπτυξη, το καθεστώς ιδιοκτησίας όπως και μορφές κυβερνητικής παρέμβασης τόσο της χώρας του αγοραστή όσο και της εταιρεία - στόχου.

Σε μία έρευνα όπου είναι η πρώτη στο είδος της, οι (Shams and Gunasekarage, 2016) μελέτησαν και εκείνοι με τη σειρά τους αν όντως οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών – στόχων αποδίδουν καλύτερα από τους αγοραστές δημόσιων στόχων και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, επικεντρωμένοι στην αγορά της Αυστραλίας. Συλλέξαν ένα δείγμα της τάξεως των 471 εξαγορών για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2003 μέχρι και τον Ιούνιου του 2011 και σύγκριναν τις μη - κανονικές αποδόσεις και ταμειακές ροές των αγοραστών από δημόσιες και ιδιωτικές εξαγορές στο βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τα βασικά ευρήματα της έρευνάς τους συμφωνούν με εκείνα των (Ang and Kohers, 2001) στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και επιβεβαιώνουν ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων κερδίζουν συγκριτικά υψηλότερες μη - κανονικές αποδόσεις την περίοδο της ανακοίνωσης σε σύγκριση με τους αγοραστές δημόσιων εταιρειών και, μακροπρόθεσμα διατηρούν μία μεγαλύτερη λειτουργική απόδοση από τους αγοραστές δημόσιων εταιρειών. Αξίζει να σημειωθεί ωστόσο, ότι η διαφορά στην απόδοσή τους είναι

[14] Το wealth effect αφορά τον κλάδο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και αφορά την τάση των ανθρώπων να ξοδεύουν περισσότερο όσο η αξία των περιουσιακών τους στοιχείων αυξάνεται.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

περισσότερο έντονη όταν ως κλίμακα των ταμειακών ροών χρησιμοποιείται η χρηματιστηριακή αξία[15] του αγοραστή.

Σε μία πιο σύγχρονη μελέτη, οι (Golubov and Xiong, 2020) αξιολόγησαν την απόδοση των αγοραστών οι οποίοι είναι ιδιωτικές εταιρείες την περίοδο μετά την εξαγορά για την αγορά της Αμερικής για τα έτη 1997 έως και 2014. Όπως έχει παρατηρηθεί και σε παλαιότερες έρευνες, οι ιδιωτικές εξαγοράζουσες εταιρείες απολαμβάνουν συγκριτικά υψηλότερης λειτουργικής απόδοσης μετά την εξαγορά, γεγονός το οποίο δεν οφείλεται στη διαφορά των εταιρειών – στόχων, ούτε στη λογιστική αποτίμηση της εξαγοράς, ούτε σε χρηματοδοτικούς περιορισμούς, αλλά σε χαμηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Το χαμηλότερο αυτό κόστος αντιπροσώπευσης δημιουργείται από αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών οι οποίοι διαθέτουν έναν διευθύνοντα σύμβουλο με μεγάλη ιδιοκτησία και λιγότερους περιορισμούς σχετικά με τα μετοχικά δικαιώματα, και στην ουσία οι ιδιωτικοί αγοραστές όχι μόνο πληρώνουν χαμηλότερες τιμές για τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας, αλλά έχει βρεθεί ότι μπορούν να τις λειτουργήσουν περισσότερο αποδοτικά περιορίζοντας τα γενικά έξοδα και τις κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Μέσω της ανάλυσης των αποδόσεων των ιδιωτικών εξαγορών, γίνεται αντιληπτό πως αποτελούν ένα ιδιαίτερο κομμάτι της μελέτης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, με χαρακτηριστικά τα οποία ευνοούν την επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων για τους αγοραστές οι οποίες ενισχύονται από τις πιθανές συνέργιες, τον περιορισμένο κίνδυνο αντιπροσώπευσης και την μεγαλύτερη ευελιξία διαπραγματεύσεων. Οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων απολαμβάνουν, κατά μέσο όρο, θετικές μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης οι οποίες διατηρούνται και μακροπρόθεσμα σε αντίθεση με τις εξαγορές δημοσίων εταιρειών - στόχων, με το σύνολο της βιβλιογραφίας να επιβεβαιώνει ότι οι ιδιωτικές εξαγορές εμφανίζουν ευνοϊκότερα χαρακτηριστικά ως προς την δημιουργούμενη αξία για τον αγοραστή.

[15] Market value

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

3.2 Θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων

Στην εν θέματι ενότητα αναλύεται η θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων ή αλλιώς contingent claims hypothesis και η συνεισφορά της στην κατανόηση και αποτίμηση επενδυτικών αποφάσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας. Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης, η κάθε εξαγορά αντιμετωπίζεται ως ένα πιθανό δικαίωμα αγοράς το οποίο ένας επενδυτής έχει το δικαίωμα να το εξασκήσει ή όχι, όπως και στην θεωρία των παραγώγων. Η μαθηματική θεμελίωση των μοντέλων βασίζεται σε τροποποιημένες μορφές της εξίσωσης των Black – Scholes και Merton, προσφέροντας ένα συνεκτικό εργαλείο αποτίμησης επενδύσεων με μη - αναστρέψιμο κόστος και πιθανές συνέργιες, εξετάζοντας την εφαρμογή της θεωρίας σε περιπτώσεις εξαγορών, διαφοροποίησης, καθώς και στην στρατηγική χρονική στιγμή άσκησης ενός δικαιώματος επένδυσης όπως αυτή προσδιορίζεται υπό το πρίσμα του ανταγωνισμού και της ασυμμετρίας της πληροφόρησης.

Μία από τις πρώτες μελέτες που εισήγαγαν τον όρο ενδεχόμενη απαίτηση στην αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων ήταν εκείνη του (Margrabe, 1978), μέσω της ανάπτυξης μίας εξίσωσης για την αξία ανταλλαγής ενός Ευρωπαϊκού και Αμερικάνικου τύπου δικαιώματος ενός ριψοκίνδυνου στοιχείου του Ενεργητικού με ένα άλλο βασιζόμενη στα μοντέλα των (Black and Scholes, 1973) και (Merton, 1973). Πεμπτουσία αποτελεί πως το δικαίωμα ανταλλαγής[16] αξίζει περισσότερο «ζωντανό» υποδηλώνοντας ότι ο κάτοχός του δεν θα το εξασκήσει μέχρι την τελευταία δυνατή στιγμή. Μετά από μία δεκαετία οι (Hull and White, 1988) προσπάθησαν να συγκεντρώσουν την μέχρι τότε βιβλιογραφία αναφορικά με τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων διαμορφώνοντας το πλαίσιο ορισμού της. Μια ενδεχόμενη απαίτηση προσδιορίζεται από ένα αξιόγραφο του οποίου η αξία εξαρτάται από την αξία πιο στοιχειωδών μεταβλητών και αποτελεί την παρούσα αξία των αναμενόμενων πληρωμών προεξοφλημένων με το ακίνδυνο επιτόκιο. Οι περισσότερες εξισώσεις που έχουν δημιουργηθεί άγονται στην επαλήθευση της κάτωθι διαφορικής εξίσωσης (1) που πρέπει να ικανοποιείται από ένα αξιόγραφο σύμφωνα με τους περιορισμούς της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας[17]:

$$d\theta 1 = mi\theta idt + si\theta idz, \qquad \textbf{(1)}$$

όπου οι παράμετροι $\mathbf{m_i}$ και $\mathbf{s_i}$ είναι ο στιγμιαίος μέσος και τυπική απόκλιση της μεταβολής της μεταβλητής $\boldsymbol{\theta_i}$ και **dz** είναι μία διαδικασία Wiener[18].

[16] Option
[17] Arbitrage
[18] Η διαδικασία Wiener ή κίνηση Brown, είναι μια στοχαστική διαδικασία συνεχούς χρόνου με πραγματική αξία η οποία χρησιμοποιείται στα χρηματοοικονομικά, και ειδικότερα στη θεωρία παραγώγων.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Στην έρευνά του ο (Chung, 1993) επικεντρώνεται σε μία νέα προσέγγιση αξιολόγησης επενδυτικών έργων μέσω της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων αναφορικά με τα έργα στα οποία οι κεφαλαιουχικές τους δαπάνες γίνονται σταδιακά, σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας, όπου οι παραδοσιακές μέθοδοι χρηματοοικονομικής αποτίμησης όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία[19] των αναμενόμενων ταμειακών ροών, δεν αποτιμούν επαρκώς αυτά τα έργα, αλλά αντιθέτως βρέθηκε πως υποτιμούν την αξία τους, καθώς αγνοούνε τη δυνατότητα επιλογής να συνεχίσει η εταιρεία ή να σταματήσει το έργο με βάση τις νέες πληροφορίες. Η υποτίμηση αυτή είναι μεγαλύτερη όταν η συσχέτιση μεταξύ της αξίας του μελλοντικού περιουσιακού στοιχείου και τους κόστους της επένδυσης είναι μικρή και όταν ο ρυθμός αύξησης της απαιτούμενης επένδυσης είναι υψηλός. Ωστόσο, μέσω της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων, η επενδυτική απόφαση αποτελεί ένα δικαίωμα προαίρεσης όπου στην αρχή επενδύεις ένα ποσό ώστε να αποκτήσεις το δικαίωμα, και όχι την υποχρέωση, να επενδύσεις περισσότερα στη συνέχεια υπό τις κατάλληλες συνθήκες, με την αξία του έργου να ανεβαίνει σημαντικά δεδομένου ότι πλέον λαμβάνεται υπόψιν η λειτουργική ευελιξία, ήτοι η δυνατότητα να «περιμένεις και να δεις» πριν προχωρήσεις σε επόμενες ενέργειες:

$$dX(t) = X(t)[(\mu + \delta)dt + \sigma dw], \qquad \textbf{(2)}$$

όπου **X(t)** είναι οι ταμειακές ροές που θα δημιουργηθούν από την επένδυση, **μ** είναι το στιγμιαίο ποσοστό απόδοσης ισορροπίας ενός τίτλου ή χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων των οποίων η τιμή συσχετίζεται απόλυτα με το X(t), **μ + δ** είναι ο στιγμιαίος ρυθμός ανάπτυξης του X(t), **σ** είναι η στιγμιαία τυπική απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης του X(t) και **dw** είναι μια διαδικασία Wiener.

$$dI(t) = I(t)[(\Omega + \tau)dt + \varphi dv], \qquad \textbf{(3)}$$

όπου **I(t)** είναι οι απαιτούμενες κεφαλαιουχικές δαπάνες, **Ω** είναι ο στιγμιαίος ρυθμός απόδοσης ισορροπίας ενός τίτλου ή χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων των οποίων η τιμή συσχετίζεται απόλυτα με το I(t), **Ω + τ** είναι ο στιγμιαίος αναμενόμενος ρυθμός αύξησης του I(t), **φ** είναι η στιγμιαία τυπική απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης του I(t) και **dv** είναι μια διαδικασία Wiener.

$$G(t) = X(0)e^{\delta\tau}N(d_{1t}) - I(0)e^{\tau t}N(d_{2t}), \qquad \textbf{(4)}$$

[19] Κ.Π.Α. ή Net Present Value ή NPV

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

όπου **G(t)** είναι η επενδυτική ευκαιρία ως ένα Ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματος αγοράς, $\mathbf{d_{1t}}$ = [In {X(0)/I(0)} + (δ – τ)t] / θ√t + (1/2)θ√t, $\mathbf{d_{2t}}$ = [In {X(0)/I(0)} + (δ – τ)t] / θ√t - (1/2)θ√t, **N** είναι η αθροιστική συνάρτηση κατανομής μιας τυπικής, κανονικής και τυχαίας μεταβλητής, $\boldsymbol{\theta^2} = \sigma^2 – 2\sigma\varphi r_{12} + \varphi^2$ και $\mathbf{r_{12}}$ είναι η συσχέτιση μεταξύ των δύο διαδικασιών dw και dv.

Σύμφωνα με τους (Glosten and Jagannathan, 1994), η θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων μπορεί να εφαρμοστεί και στην αξιολόγηση της απόδοσης μίας εταιρείας σε σύγκριση με ένα πορτοφόλιο δείκτη, και ειδικότερα οι συγγραφείς αξιολόγησαν την απόδοση 130 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1968 μέχρι και 1982 και βρήκαν ότι η σχετική απόδοση τους είναι αδιάφορη του δείκτη, ακόμα και αν η πραγματική απόδοση του διαχειριστή του πορτοφολιού εξαρτάται από αυτόν.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν μια επενδυτική απόφαση την οποία θα κληθεί να λάβει η ανώτατη διοίκηση, με αποτέλεσμα την αλλαγή των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, την αξιολόγηση των ταμειακών ροών και των προοπτικών ανάπτυξής της, σύμφωνα με τους (Berk et al., 1999). Ως αποτέλεσμα, γεννάται μια προβλεψιμότητα στην μεταβολή του συστηματικού κινδύνου της εταιρείας και των αναμενόμενων αποδόσεών της, όπου οι αλλαγές στον κίνδυνο οδηγούν σε μεταβολές στον δείκτη Λογιστική προς Τρέχουσα Αξία η οποία αντιπροσωπεύει το ρίσκο και την αλλαγή στα περιουσιακά στοιχεία, με τα καλά νέα να συνδέονται με χαμηλότερο ρίσκο και αντίστροφα, και ο κύκλος εργασιών οδηγεί σε έναν επεξηγηματικό ρόλο αναφορικά με τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας, καθώς μεταβάλει τις προοπτικές ανάπτυξής της και των υπαρχόντων περιουσιακών της στοιχείων. Εντός του μοντέλου που δημιουργήσαν οι συγγραφείς, η ανακύκλωση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αποτελεί μία επενδυτική απόφαση με διαφοροποιημένο κίνδυνο και με τα τωρινά περιουσιακά στοιχεία να «λήγουν», τα επιτόκια να μεταβάλλονται και με τις εταιρείες να απαντούν με τη βέλτιστη επιλογή μέσω των επενδυτικών τους ευκαιριών.

Η έρευνα των (Mansi and Reeb, 2002) επικεντρώνεται στο κομμάτι της βιβλιογραφίας που υποστηρίζει ότι οι διαφοροποιημένες εταιρείες πουλάνε σε έκπτωση σε σχέση με την αξία των επιμέρους τμημάτων τους και εξάγουν το συμπέρασμα πως αυτό πηγάζει από το μειωμένο ρίσκο που αντλείται από τη διαφοροποίηση. Υπό το πρίσμα των ενδεχόμενων απαιτήσεων, ο μειωμένος αυτός κίνδυνος, ενώ μειώνει την αξία των μετόχων αυξάνει, ωστόσο, την αξία των ομολογιούχων εξαρτώντας παράλληλα από το επίπεδο μόχλευσης της εταιρείας. Ενώ με βάση τη θεωρία, η διαφοροποίηση έχει ταυτόχρονα ένα θετικό και ένα αρνητικό αποτέλεσμα στην αξία των μετόχων, με βάση τα εμπειρικά δεδομένα και σε ένα πλαίσιο ενδεχόμενων απαιτήσεων, εξάγεται το συμπέρασμα ότι με τη διαφοροποίηση η αξία της εταιρείας μειώνεται, καθώς τα ιδία κεφάλαια αποτελούν ένα δικαίωμα αγοράς δηλαδή ένα call option, το οποίο θα εξασκηθεί όταν η αξία των περιουσιακών στοιχείων είναι μεγαλύτερη του χρέους. Με τη

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

μείωση του κινδύνου της εταιρείας, μειώνεται και η αξία του call option και ως αποτέλεσμα αυξάνεται (μειώνεται) η αξία των ομολογιούχων (μετόχων).

Η έρευνα του (Grenadier, 2002) επικεντρώνεται στο γεγονός ότι σε μία πραγματική αγορά περιουσιακών στοιχείων[20], οι στρατηγικές εξάσκησης ενός πραγματικού δικαιώματος ή αλλιώς real option[21], δεν μπορούν να υπολογιστούν χωρίς να προσμετρηθούν και οι αλληλεπιδράσεις με τον ανταγωνισμό, αλλά αντιθέτως θα πρέπει να υπολογιστούν ως μέρος ενός σημείου στρατηγικής ισορροπίας ή ενός equilibrium, σύμφωνα με το μοντέλο ολιγοπωλίου των Cournot – Nash[22]:

$$P(t) = D[X(t), Q(t)], \quad \textbf{(5)}$$

όπου **D** είναι η αντίστροφη συνάρτηση ζήτησης, **X(t)** είναι ένα εξωγενές σοκ στη ζήτηση το οποίο ακολουθεί τον τύπο (1) και $\boldsymbol{Q(t)} = \sum_{j=1}^{n}(qj(t))$ είναι η συνάρτηση προσφοράς.

Με βάση ένα κλασικό μοντέλο πραγματικών δικαιωμάτων, ένα δικαίωμα αναμονής[23], δηλαδή η καθυστέρηση μίας απόφασης σε μεταγενέστερο χρόνο, οδηγεί τις εταιρείες στο να επενδύουν μόνο σε μια σημαντική Καθαρή Παρούσα Αξία, ενώ με βάση το equilibrium που προτείνει ο συγγραφέας, η ύπαρξη του ανταγωνισμού αλλοιώνει το δικαίωμα αναμονής, και αντιθέτως οδηγεί στην εξάσκηση ενός δικαιώματος στο κατώφλι μίας μηδενικής Παρούσας Αξίας. Στην ουσία, το ερευνητικό άρθρο αναγνωρίζει την ισορροπία αυτή ως ένα παίγνιο προς επίλυση το οποίο ταιριάζει καλύτερα με την συμπεριφορά της αγοράς και με σημαντική επίδραση στην Κ.Π.Α. η οποία πλέον αποτελεί ένα περισσότερο αντιπροσωπευτικό μέτρο αναφορικά με την επενδυτική απόφαση. Ομοίως όπως και σε αγορές όπου μία επένδυση ξεκινάει με ένα μικρό premium επιλογής, είναι πιο πιθανόν να παρατηρηθεί σε επόμενες περιόδους η αξία αυτή της επένδυσης να είναι χαμηλότερη από το αρχικό κόστος, κάτι που δεν θα συμβεί ευκολά με το κλασικό μοντέλο ενός δικαιώματος προαίρεσης.

Σύμφωνα με τους (Diether et al., 2002) οι μετοχές με μεγαλύτερη διασπορά στις προβλέψεις κερδών από αναλυτές έχουν σημαντικά μικρότερες μελλοντικές αποδόσεις, και παρατηρείται εντονότερα σε μικρές μετοχές και μετοχές οι οποίες έχουν χαμηλή απόδοση στον τελευταίο χρόνο. Η πρόβλεψη των αναλυτών χρησιμοποιείται ως υποκατάστατη μεταβλητή, ή αλλιώς ως proxy, για τις

[20] Asset market
[21] Αποτελεί ένα δικαίωμα επιλογής, και όχι υποχρέωση, ένα άτομο να αναλάβει μία συγκεκριμένη επιχειρηματική απόφαση και αφορά ενσώματα περιουσιακά στοιχεία, έναντι χρηματοοικονομικών (π.χ. αποθέματα, μηχανήματα, κτίρια).
[22] Το μοντέλο του ολιγοπωλίου Cournot - Nash υποθέτει ότι οι ανταγωνίστριες εταιρείες παράγουν ένα ομοιογενές προϊόν και κάθε μία προσπαθεί να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της επιλέγοντας την ποσότητα που θα παράξει. Όλες οι επιχειρήσεις επιλέγουν την παραγωγή (ποσότητα) ταυτόχρονα. Βασική υπόθεση του μοντέλου αποτελεί ότι κάθε επιχείρηση επιλέγει την ποσότητα της, λαμβάνοντας ως δεδομένη την ποσότητα των ανταγωνιστών της.
[23] Option to wait

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

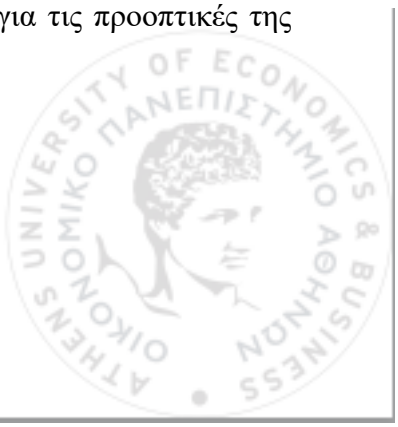
διαφορές απόψεων σε σχέση με μία μετοχή και η βασική υπόθεση στηρίζεται στο γεγονός ότι οι τιμές θα αντικατοπτρίζουν ένα αισιόδοξο σενάριο όταν οι επενδυτές που δίνουν τη μικρότερη αξιολόγηση δεν συναλλάσσονται. Ωστόσο, το γεγονός αυτό βρίσκεται σε αντιδιαστολή με τη θεωρία ότι η διασπορά των προβλέψεων των κερδών μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατη μεταβλητή για το ρίσκο, καθώς η σχέση μεταξύ της διασποράς αυτής και των μελλοντικών αποδόσεων είναι αρνητική. Είναι σημαντικό να σημειωθεί πως, αν οι προσδοκίες για τη διασπορά των κερδών μπορούν να ελεγχθούν από την ίδια την εταιρεία, μπορεί η ίδια να ωφεληθεί από ένα μικρότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων, αυξάνοντας τις διαφωνίες και κατ' επέκταση τη διασπορά.

Ο (Johnson, 2004) με σκοπό να προσφέρει μία εξήγηση για την έρευνα των (Diether et al., 2002), υποστηρίζει ότι η διασπορά αποτελεί υποκατάστατη μεταβλητή για τον κίνδυνο της πληροφορίας ο οποίος προκύπτει όταν η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι μη - παρατηρήσιμη και η σχέση αυτή ακολουθεί ένα δικαίωμα προαίρεσης[24]. Η αβεβαιότητα της πληροφορίας αποτελεί έναν ακόμη παράγοντα ιδιοσυγκρατικού κινδύνου για μια επιχείρηση η οποία μπορεί να αυξήσει την αξία των ιδίων κεφαλαίων εις βάρος των πιστωτών. Όσον αφορά τις μοχλευμένες εταιρείες οι αναμενόμενες αποδόσεις θα πρέπει να μειώνονται αναλόγως του επιπέδου του ενδογενούς κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου, ενώ αν προσθέσουν την ιδιοσυγκρατική αβεβαιότητα αναφορικά με τις ταμειακές τους ροές τότε θα μπορέσουν να αυξήσουν την τιμή επιλογής των ιδίων κεφαλαίων.

Σε παρόμοιο μονοπάτι, σχετικά με την αβεβαιότητα και την αξία μίας εταιρείας, οι (Doukas and Kan, 2006) στην έρευνά τους μελέτησαν ένα δείγμα διασυνοριακών εξαγορών για τα έτη 1992 – 1997 με αγοραστές στην Αμερική, με σκοπό να μελετήσουν την επίδραση τους στην αξία των μετόχων με βάση τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων. Μέσω μίας καθολικής διαφοροποίησης[25] το ρίσκο μειώνεται και επομένως μειώνεται και η αξία των μετόχων, ήτοι το δικαίωμα αγοράς, και αντιθέτως αυξάνεται η αξία του χρέους. Τα βασικά συμπεράσματα που εξήγαγαν οι ως άνω συγγραφείς είναι πως η αξία των μετοχών που «χάθηκε» λόγω της παγκόσμιας διαφοροποίησης συνδέεται άμεσα με τη μόχλευση της εταιρείας, οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται σχεδόν αποκλειστικά με Ιδιά Κεφάλαια δεν συναλλάσσονται σε έκπτωση και η χρήση της λογιστικής αξίας του χρέους με σκοπό τον προσδιορισμό της υπερβάλλουσας αξίας[26] προκαλεί μία προκατάληψη στις παγκόσμια διαφοροποιημένες επιχειρήσεις.

Με βάση τη θεωρία, οι μη - κανονικές αποδόσεις του αγοραστή είναι αρνητικά συσχετισμένες με την ασυμμετρία της πληροφόρησης και με τη διαφορετικότητα των απόψεων για τις προοπτικές της

[24] Option pricing
[25] International diversification
[26] Excess value



https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

εταιρείας – στόχου η οποία μετριέται με υποκατάστατη μεταβλητή, για προσφορές με μετοχές αλλά όχι με μετρητά, γεγονός που αίρεται στην πιθανή αγορά μίας υπερτιμημένης μετοχής και στην καμπύλη ζήτησης η οποία αυξάνεται με την ποικιλία απόψεων μεταξύ των επενδυτών. Αντιθέτως, με την ερευνά των (Moeller et al., 2007) βρέθηκε πως δεν υπάρχει κάποια διαφοροποίηση στις μη - κανονικές αποδόσεις μεταξύ του τρόπου πληρωμής με μετρητά ή μετοχές για δημόσιες εταιρείες και με μετοχές για ιδιωτικές εταιρείες, αφότου λήφθηκε υπόψιν ο ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος.

Οι (Hackbarth and Morellec, 2008) μελέτησαν ένα δείγμα δημόσιων εξαγορών της τάξεως των 1.086 εταιρειών στην Αμερική για τα έτη 1985 μέχρι και 2002, με σκοπό να δημιουργήσουν ένα πλαίσιο πραγματικών δικαιωμάτων και να αναλύσουν τις αποδόσεις των μετοχών στο πλαίσιο συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων λαμβάνουν κάθε μέρα αποφάσεις οι οποίες αφορούν την διαβίωσή τους στο βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα, με μία από αυτές να είναι και πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς με την βιβλιογραφία να είναι εκτενέστατη ως προς του λόγους που προβαίνει η διοίκηση σε αυτή την επιχειρηματική απόφαση, αλλά να υστερεί στα μοντέλα αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων που λαμβάνουν χώρα προκειμένου εκείνη να ληφθεί από την εταιρεία. Για το μοντέλο τους έκαναν δύο σημαντικές υποθέσεις ως προς τα χαρακτηριστικά μίας επενδυτικής απόφασης, με την πρώτη να θεωρεί ότι υπάρχει αβεβαιότητα ως προς τα οφέλη τους και με τη δεύτερη, οι αποφάσεις αυτές, να είναι τουλάχιστον μερικώς μη - αναστρέψιμες. Στην ουσία, η ίδια η απόφαση μίας επιχείρησης να προβεί σε μία εξαγορά αποτελεί την εξάσκηση ή όχι ενός πραγματικού δικαιώματος, λειτουργώντας ως ένα παίγνιο μεταξύ των πιθανών αγοραστών και του εξαγοραζόμενου, εφόσον θα πρέπει να λάβουν υπόψιν τους την πιθανή στρατηγική που θα ακολουθηθεί από κάθε έναν παίκτη, με αποτέλεσμα του παιγνίου να αποτελεί ο χρόνος και οι όροι της εξαγοράς. Οι συγγραφείς παρουσιάζουν ότι στο πλαίσιο ενός πραγματικού δικαιώματος είναι πιθανό να αναμένονται σημαντικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, καθώς υπάρχουν αλλαγές στα επίπεδα κινδύνου (*betas*) του αγοραστή λόγω της εξαγοράς.

Η θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για την εκτίμηση της αγοραίας αξίας ενός δικαιώματος ψήφου μίας κοινής μετοχής Αμερικάνικου τύπου, όπως αναφέρουν και στο άρθρο τους οι (Kalay et al., 2009) η οποία αυξάνεται σε μία πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς πριν την πραγματοποίηση ενός τέτοιου γεγονότος οι κάτοχοι ενός «εντός χρήματος» ή «in the money» δικαιώματος αγοράς θα το εξασκήσουν. Την ημέρα της ανακοίνωσης, βρέθηκε ότι η αξία του δικαιώματος αυξάνεται λόγω της αυξημένης ρευστότητας, ωστόσο παρατηρήθηκε ότι μετά την ολοκλήρωση μίας εξαγοράς, υπήρξε μία σημαντική μείωση στην αξία του δικαιώματος ψήφου το οποίο λειτουργεί ως μέρισμα το οποίο δημιουργεί κίνητρα στους κατόχους ενός call option να το εξασκήσουν νωρίτερα.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Στις ιδιωτικές εξαγορές είναι πιο σύνηθες να παρουσιαστεί αβεβαιότητα αξιολόγησης του στόχου ως προς τον τρόπο πληρωμής αλλά και ως προς την αντίδραση της αγοράς όπως αναφέρουν και οι (Officer et al., 2009). Όπως έχει ήδη παρατηρηθεί και στις προηγούμενες μελέτες, υπάρχει σχέση μεταξύ του τρόπου πληρωμής και των αποδόσεων του αγοραστή, καθώς και στον οικονομικό κλάδο είναι ευρέως αποδεκτό ότι η εξαγορά με μετοχές ενός δημόσιου στόχου επιφέρει αρνητικές αποδόσεις οι οποίες οφείλονται στο πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής όπου οι μάνατζερς χρησιμοποιούν τις μετοχές ως νόμισμα στις περιπτώσεις που μία μετοχή είναι υπερτιμημένη. Ένα από τα σημαντικότερα ευρήματα της έρευνας τους, είναι πως η μέθοδος πληρωμής επηρεάζει τις αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης όταν η εταιρεία - στόχος είναι δύσκολη ως προς την αξιολόγησή της ανεξαρτήτως αν είναι εισηγμένη ή μη. Μια εταιρεία χαρακτηρίζεται δύσκολη προς αξιολόγηση όταν έχει χαμηλό αριθμό πωλήσεων, τα έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης υπερβαίνουν τις πωλήσεις ή / και όταν ο ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος είναι μεγάλος. Λόγω του ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των δύο μερών μίας ιδιωτικής εξαγοράς, υπάρχει μια επιβράβευση για τον αγοραστή όταν χρησιμοποιεί μετοχές ως νόμισμα για την εξαγορά μίας δύσκολης εταιρείας - στόχου, δηλαδή όταν χρησιμοποιεί έναν ενδεχόμενο τρόπο πληρωμής, καθώς επιμερίζει τον πιθανό κίνδυνο υπερπληρωμής για τον αγοραστή.

Σύμφωνα με την έρευνα των (Doukas et al., 2014) οι οποίοι μελέτησαν τις αποδόσεις την ημέρα της εξαγοράς για τη χρονική περίοδο από το 1996 έως και το 2008 της Δυτικής Ευρώπης υπό το πρίσμα των ενδεχόμενων απαιτήσεων, η εξαγορά προσομοιάζει ένα δικαίωμα αγοράς και η αξία του αγοραστή μεγαλώνει με την αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τις προσδοκίες ανάπτυξής του. Σε συμφωνία με τη υπόθεση των ενδεχόμενων απαιτήσεων, τα κέρδη από ιδιωτικές εξαγορές σχετίζονται με τον συνδυασμό της ύπαρξης προοπτικών ανάπτυξης, με τη χαμηλή μόχλευση και με την ύπαρξη αβεβαιότητας. Παρατηρήθηκε πως οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης σε σύγκριση με τους αγοραστές δημόσιων εταιρειών, με τις θετικές αυτές αποδόσεις να είναι συνδεδεμένες με μία αύξηση στην αξιολόγηση των προοπτικών ανάπτυξης με βάση την αγορά. Επιπλέον βρέθηκε ότι για τους αγοραστές με μεγαλύτερη αβεβαιότητα - δεδομένου ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τα Ιδιά Κεφάλαια ως ένα δικαίωμα αγοράς - η αξία του δικαιώματος αυξάνεται με την αύξηση του αντιλαμβανόμενου κινδύνου και επομένως οι αποδόσεις τους είναι μεγαλύτερες. Επιπρόσθετα και σύμφωνα με τη θεωρία της ασυμμετρίας της πληροφόρησης, αν ως τρόπο πληρωμής χρησιμοποιηθούν οι μετοχές τότε η αγορά αντιμετωπίζει την μετοχή του αγοραστή ως υπερτιμημένη και οι αποδόσεις είναι αρνητικές ή έστω μηδενικές, ενώ αν τρόπος πληρωμής είναι τα μετρητά η αγορά θεωρεί ότι η μετοχή του αγοραστή αξίζει περισσότερο από την τρέχουσας αξία της και οι αποδόσεις είναι θετικές.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Οι (Mazzariol and Thomas, 2016) χρησιμοποίησαν διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης σε μία εξαγορά με σκοπό να ελεγχθεί πως μπορούν να επηρεάσουν το premium που θα δοθεί στην εξαγοραζόμενη εταιρεία. Γενικά είναι αποδεκτό τόσο από την ακαδημαϊκή κοινότητα όσο και από την αγορά ότι κινητήρια δύναμη για την εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης αποτελούν το κυκλοφορούν ενεργητικό και οι μελλοντικές ταμειακές ροές, επομένως το premium εξαρτάται από μη άυλους παράγοντες οι οποίοι εξαρτώνται με τη σειρά τους από την αντιλαμβανόμενη αξία. Οι τρεις βασικές προσεγγίσεις στην αξιολόγηση μίας εξαγοράς αποτελούν οι ταμειακές ροές, η χρήση αριθμοδεικτών και η θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων όπου στην αξία των στοιχείων του Ενεργητικού δίνονται χαρακτηριστικά δικαιωμάτων, όπως η επιλογή καθυστέρησης ενός έργου (*option to delay*) το οποίο ασκείται όταν η εταιρεία που κατέχει τα δικαιώματα του έργου αποφασίσει να επενδύσει σε αυτό με το κόστος πραγματοποίησης να είναι η τιμή άσκησης του δικαιώματος, η επιλογή επέκτασης (*option to expand*) η οποία είναι μία ρήτρα επέκτασης όπου επιτρέπει στον ενοικιαστή να κρατήσει έναν χώρο για μελλοντική χρήση, χωρίς πρόσθετο κόστος, εντός καθορισμένης χρονικής περιόδου και αν ο ενοικιαστής δεν κάνει χρήση τότε ο ιδιοκτήτης έχει το δικαίωμα να εμπορευθεί και να μισθώσει το χώρο σε τρίτο, και η επιλογή ρευστοποίησης (*option to liquidate*) η οποία αναφέρεται στη μετατροπή των περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά ή ισοδύναμα μετρητών με την πώλησή τους σε ανοιχτή αγορά ή σε πτωχευτική διαδικασία κατά την οποία μετατρέπεις τα περιουσιακά σου στοιχεία σε ρευστή μορφή.

Η θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων επεκτείνει τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά μοντέλα επιτρέποντάς την αποτίμηση επενδυτικών ευκαιριών λαμβάνοντας υπόψιν τόσο τη χρονική ευελιξία όσο και την αβεβαιότητα των ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, στο πεδίο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η θεωρία προσφέρει εξηγήσεις για διάφορα φαινόμενα όπως η στρατηγική καθυστέρηση επενδύσεων ή η διαφοροποίηση με σκοπό τη μείωση του συστηματικού κινδύνου. Επιπλέον, συμβάλει στην κατανόηση της επίδρασης της πληροφορίας και της ασυμμετρίας μεταξύ αγοραστών και πωλητών και πως επηρεάζονται οι αντιδράσεις της αγοράς σε μία πιθανή εξαγορά.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

3.3 Θεωρία των ενδεχόμενων πληρωμών

Ένα νεότερο κύμα ερευνών επικεντρώνεται στη μελέτη των ενδεχόμενων πληρωμών ή αλλιώς contingent payments ή earnouts, όπου αφορά σε ένα ενδεχόμενο τμήμα της πληρωμής σε μία εξαγορά το οποίο θα συναρτάται αναλόγως της μελλοντικής απόδοσης της επιχείρησης. Αν και τα earnouts, ως μέθοδος πληρωμής δεν συνιστούν σπάνιο φαινόμενο - αντιθέτως, αποτελούν χρηματοοικονομικό εργαλείο ευρέως αναγνωρισμένο και χρησιμοποιούνται σε έναν μεγάλο βαθμό - το ερευνητικό πεδίο που τα αφορά παραμένει κατακερματισμένο και αποσπασματικό, γεγονός που καθιστά αναγκαία μία πιο συστηματική και ενιαία προσέγγιση στη μελέτη τους. Η εν λόγω ενότητα εξετάζει τις θεωρητικές προσεγγίσεις οι οποίες θεμελιώνουν τις ενδεχόμενες πληρωμές ως δικαιώματα προαίρεσης και παρουσιάζει τη σχετική βιβλιογραφία η οποία συνδέει της χρήση τους με υψηλότερες μη - κανονικές αποδόσεις και αυξημένα premiums.

Σύμφωνα με τους (Lukas et al., 2012) τα contingent earnouts παρουσιάζουν χαρακτηριστικά ενός δικαιώματος προαίρεσης και επομένως πρέπει να αποτιμώνται σε μια οικεία βάση. Βασική αρχή του μοντέλου τους αποτελεί ότι οι ταμειακές ροές που δημιουργούνται ακολουθούν μία γεωμετρική κίνηση Brown και ενσωματώνουν το αρχικό μη - ανακτήσιμο κόστος[27] και πιθανές συνέργιες από τη συναλλαγή, όπως και επίσης συμπεριλαμβάνουν μία δομή από κίνητρα η οποία προωθεί τη συνεργασία μεταξύ του αγοραστή και του εξαγοραζόμενου αυξάνοντας την πιθανότητα να επιτύχουν τα ανάλογα ορόσημα[28] του κλάδου. Βασικό εύρημά τους αποτελεί ότι, η ύπαρξη υψηλότερης αβεβαιότητας των ταμειακών ροών της εταιρείας - στόχου και η μεγαλύτερη περίοδος των earnouts, αυξάνει εν γένει τις ενδεχόμενες πληρωμές, όπως και ότι η ολοκλήρωση μίας συμφωνίας εξαγοράς καθυστερείται σε καταστάσεις όπου οι ταμειακές ροές είναι ασταθείς, η περίοδος των earnouts είναι μεγάλη και υπάρχουν υψηλά κόστη συναλλαγών.

Με τη σειρά τους οι (Choi et al., 2016) εξέτασαν δύο πληροφοριακά περιβάλλοντα και το πως οι μηχανισμοί πληρωμών μετά το κλείσιμο της συμφωνίας, ήτοι η χρήση ενδεχόμενων πληρωμών, μπορούν να διευκολύνουν μία συγχώνευση και εξαγορά. Στο πρώτο σενάριο ο πωλητής έχει προνομιακή πληροφόρηση αναφορικά με την αξία των περιουσιακών στοιχείων έναντι του αγοραστή, ενώ στο δεύτερο σενάριο τα μέλη έχουν διαφορετικές απόψεις για την αξία και δεν είναι σε θέση να ξεπεράσουν τη διαφορά τους αυτή. Μέσω του θεωρητικού μοντέλου διαπραγμάτευσης το οποίο ανέπτυξαν οι συγγραφείς, επιτρέπεται στους εμπλεκόμενους να χρησιμοποιήσουν ως τρόπο πληρωμής είτε μετρητά είτε μετοχές όπου αναλυτικότερα οι ενδεχόμενες πληρωμές στο πρώτο σενάριο λειτουργούν ως

[27] Sunk cost
[28] Benchmark

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

μηχανισμοί επαλήθευσης προσφέροντας μία εγγύηση, ενώ στο δεύτερο λειτουργούν ως συμβιβασμός μεταξύ αντικρουόμενων απόψεων όπου ικανοποιούνται όλες οι διαφορετικές πεποιθήσεις. Ωστόσο να σημειωθεί ότι στο άρθρο τονίζεται ένα σοβαρό και αρκετά πιθανό πρόβλημα το οποίο μπορεί να προκύψει και αφορά την ενθάρρυνση χειραγώγησης των αποτελεσμάτων λόγω της χρήσης earnouts για προσωπικό όφελος του αγοραστή ή του πωλητή.

Η μελέτη του (Dahlen, 2024), αποτελεί την πρώτη συστημική βιβλιογραφική ανασκόπηση των ενδεχόμενων πληρωμών μελετώντας στο σύνολο 64 άρθρα μεταξύ των ετών 1970 και 2023. Τα earnouts έχουν πρωταρχικό σκοπό να γεφυρώσουν πιθανές διαφορές στην αξιολόγηση μίας εταιρείας σε μία εξαγορά και χρησιμοποιούνται για να προστατέψουν τους αγοραστές από το να πληρώσουν ένα υπερβολικό τίμημα, να μειώσουν την ασυμμετρία της πληροφόρησης και να αυξήσουν το premium. Επιπλέον, έχει παρατηρηθεί η αυξανόμενη χρήση τους όταν επικρατούν άστατες συνθήκες στην παγκόσμια αγορά. Σύμφωνα με τον συγγραφέα, έχει παρατηρηθεί πως οι ενδεχόμενες πληρωμές είναι πιο σύνηθες στις εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων, δεδομένου ότι υπάρχει μεγαλύτερη ασυμμετρία της πληροφόρησης, όπως και ότι χρησιμοποιούνται πιο συχνά σε κλάδους με υψηλά έξοδα για Έρευνα & Ανάπτυξη και προοπτικών ανάπτυξης, καθώς και σε κλάδους με εταιρείες με πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία και με μεγάλη χρηματιστηριακή αξία σε σύγκριση με τη λογιστική. Οι εξαγορές οι οποίες χρησιμοποιούν contingent payments κερδίζουν θετικές μη - κανονικές αποδόσεις, εμφανίζουν υψηλότερο premium χωρίς το ένα γεγονός να αναιρεί το άλλο, με αποτέλεσμα να αντισταθμίζουν της αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς που συνδέονται με ένα υψηλό premia, ωστόσο, η χρήση τους είναι σπάνια όταν τρόπος πληρωμής είναι τα μετρητά.

Η ενσωμάτωση των ενδεχόμενων πληρωμών στις στρατηγικές εξαγορών συνιστά μια αποτελεσματικότερη πρακτική περιορισμού των κινδύνων της υπερεκτίμησης των πιθανών εταιρειών - στόχων και τη βελτίωση της αποδοτικότητας των συναλλαγών ενισχύοντας την ευελιξία στις συμφωνίες και συμβάλλοντας στη δημιουργία αξίας, ιδιαίτερα όταν η πληροφόρηση είναι ελλιπής ή οι προοπτικές της επιχείρησης παρουσιάζουν έντονη αβεβαιότητα. Λειτουργούν ως μία «γέφυρα» στις διαφορές αποτίμησης μεταξύ αγοραστών και πωλητών, ενθαρρύνοντας τη μετέπειτα εμπλοκή των πρώτων και μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Μέσω της ακαδημαϊκής έρευνας έχει βρεθεί ότι υπό συγκεκριμένες συνθήκες, οι ενδεχόμενες πληρωμές δύναται να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική απόδοση των εξαγορών, διατηρώντας συνάμα τον έλεγχο κόστους και της ανάληψης κινδύνου από τον αγοραστή.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

4 Ερευνητική υπόθεση και μεθοδολογία

Σκοπός της παρούσας μελέτης αποτελεί η επανεξέταση της δημοσιευμένης έρευνας των (Doukas et al., 2014) αναφορικά με τα κέρδη από ιδιωτικές εξαγορές υπό το πρίσμα της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων, με την οποία να επικεντρώνεται σε ένα σύνολο 6.435 εξαγορών σε 16 χώρες της Δυτικής Ευρώπης για το χρονικό διάστημα από το 1996 έως και το 2008. Σε μια επανεξέταση της αρχικής έρευνας, διερευνάται η ανωτέρω θεωρία των παραγώγων με καινούργια στοιχεία και για πρώτη φορά και στο χώρο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, με την εφαρμογή της ίδιας μεθοδολογίας για ένα δείγμα που εκτείνεται για τα έτη από 2010 έως και το 2019.

Όπως και στο ομώνυμο άρθρο, θα διερευνηθούν οι μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης μίας εξαγοράς στις Η.Π.Α. για ιδιωτικές και δημόσιες εξαγορές, και μέσω της θεωρίας των ενδεχομένων απαιτήσεων θα γίνει μία εκ νέου προσπάθεια να εξηγηθεί το φαινόμενο που έχει ήδη παρατηρηθεί και αναλυθεί εκτενέστατα στη βιβλιογραφία, ήτοι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων να εμφανίζουν μεγαλύτερα κέρδη από τις εξαγορές δημόσιων στόχων. Η βασική παραδοχή της θεωρίας αυτής στηρίζεται στο γεγονός πως μία εξαγορά θεωρείται ότι αποτελεί μια ενδεχόμενη απαίτηση, και συγκεκριμένα αποτελεί ένα δικαίωμα αγοράς, με την αξία του αγοραστή να αυξάνεται με την αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξής του.

Η ως άνω υπόθεση θα ελεγχθεί μελετώντας τη σχέση μεταξύ των μη - κανονικών αποδόσεων γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης, καθώς και των χαρακτηριστικών της αγοράστριας εταιρείας η οποία αποτελεί εισηγμένη εταιρεία σε μία χρηματιστηριακή αγορά και ως εκ τούτου μπορεί να διερευνηθεί η σχέση των χαρακτηριστικών αυτών με τα κέρδη, ήτοι με τις προοπτικές ανάπτυξης οι οποίες μετρούνται με την εύρεση ενός υψηλού runup[29] πριν την ημέρα της ανακοίνωσης, με την μικρή μόχλευση και την ύπαρξη αβεβαιότητας η οποία μετριέται με βάση την ηλικία της αγοράστριας εταιρείας, καθώς με τον αριθμό των αναλυτών που την ακολουθούν.

Το δείγμα συλλέχθηκε μέσω της πλατφόρμας LSEG[30] Datastream και αφορά τις ολοκληρωμένες εξαγορές, με εταιρείες - στόχους τόσο δημόσιες όσο και ιδιωτικές στην Αμερική, όπου ο αγοραστής είναι εισηγμένος στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Βασικά κριτήρια αναφορικά με τη συλλογή του δείγματος αποτέλεσαν η αφαίρεση των συναλλαγών οι οποίες αφορούν το χρηματοπιστωτικό κλάδο, η αφαίρεση των εξαγορών με αξία μικρότερη των US $5.000.000,00 και με ποσοστό μικρότερο του 50% του μεριδίου που αποκτήθηκε, καθώς και οι εξαγορές με περισσότερους του ενός αγοραστή. Ένας επιπλέον περιορισμός σχετίζεται με τη διαθεσιμότητα των δεδομένων τα οποία αφορούν τη μόχλευση

[29] Απότομη άνοδος της τιμής μίας μετοχής πριν την ημέρα της ανακοίνωσης μίας εξαγοράς.
[30] London Stock Exchange Group

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

(*leverage*), τη χρηματιστηριακή αξία (*market value*), τις αποδόσεις (*stock returns*) και την ηλικία (*age*) της αγοράστριας εταιρείας. Ειδικότερα για την ηλικία των εταιρειών, τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τη βάση Worldscope, καθώς και, σε περιπτώσεις όπου αυτά απουσίαζαν, από τις επίσημες ιστοσελίδες των εταιρειών ή / και από το SEC.gov. Επιπλέον, συλλέχθηκαν πληροφορίες για τον αριθμό των αναλυτών (*analyst coverage*) που συμβάλλουν στη συναινετική πρόβλεψη των κερδών I/B/E/S από την ομώνυμη πλατφόρμα. Η συλλογή των ανωτέρω δεδομένων πραγματοποιήθηκε και χειροκίνητα, λόγω της ιδιαίτερης φύσης των μεταβλητών σε περιπτώσεις όπου υπήρχε απουσία του έτους σύστασης μίας εταιρείας, όπως και μη - ορθή απεικόνιση του αναλυτικού τιμήματος εξαγοράς, όταν χρησιμοποιούνταν άνω του ενός τρόπου πληρωμής, ώστε να υπολογιστεί το πραγματικό μέγεθος της κάθε εταιρείας. Μετά την εφαρμογή των σχετικών κριτηρίων και περιορισμών, συλλέχθηκε ένα δείγμα με καθημερινές αποδόσεις για τρεις μέρες γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης για 71 εξαγορές για τη χρονική περίοδο από το 2010 μέχρι και το 2019, από ένα αρχικό δείγμα 1.850 εξαγορών.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιήθηκε μία περίοδος τριών ημερών γύρω από την ημερομηνία εξαγοράς με σκοπό να υπολογιστούν οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης για τους αγοραστές, με τις αποδόσεις αυτές να αποτελούν το σωρευτικό άθροισμα των μη - κανονικών αποδόσεων ή αλλιώς το CAR του αγοραστή για τις ημέρες -1 έως και +1, με την ημέρα 0 να αποτελεί την ημέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς. Το CAR με βάση και παλαιότερες μελέτες υπολογίζεται χρησιμοποιώντας το τροποποιημένο υπόδειγμα αγοράς, παίρνοντας τις διαφορές μεταξύ των αποδόσεων του αγοραστή (R_{it}) και των αποδόσεων του χρηματιστηριακού δείκτη S&P500 της Αμερικής (R_{mt}), με την εύρεση της τιμής κλεισίματος για κάθε μετοχή του αγοραστή από το Datastream και κατόπιν υπολογισμού των αποδόσεων ως εξής:

$$CAR = \sum_{t=-1}^{t=1} Rit - Rmt. \qquad \textbf{(6)}$$

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζεται ο συνολικός αριθμός των εξαγορών (*71 εξαγορές*) και ο αριθμός των αναλυτών για τις εταιρείες που υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα, για δημόσιους στόχους (*25 εξαγορές*) και ιδιωτικούς (*46 εξαγορές*), ξεχωριστά για κάθε χρόνο. Παρατηρείται ότι η μεγαλύτερη συγκέντρωση σε αριθμό εξαγορών λαμβάνει χώρα το 2015 με ένα ποσοστό που αγγίζει το 20,51% των συνολικών παρατηρήσεων, με τις ιδιωτικές εξαγορές να είναι κατά 1,84 φορές περισσότερες από τις δημόσιες εξαγορές εταιρειών - στόχων και με τον μεγαλύτερο αριθμό συνολικών αναλυτών σε ένα έτος για δημόσιες εξαγορές να είναι 41 αναλυτές για το έτος 2012 και για ιδιωτικές εξαγορές να είναι 52 αναλυτές για το έτος 2014, αντίστοιχα.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται διάφορα χαρακτηριστικά αναφορικά με τις εξαγορές για τις οποίες συλλέχθηκαν δεδομένα σχετικά με τον αριθμό των αναλυτών και του τρόπου πληρωμή που χρησιμοποιήθηκε, ήτοι μετρητά, μετοχές, συνδυασμός μετρητών και μετοχών και συνδυασμός μετρητών και earnouts.. Αρχικά, παρατηρείται πως υπάρχει μία προτίμηση των αγοραστών για εταιρείες – στόχους του ιδίου κλάδου κατά 64,79% η οποία προτίμηση παραμένει ανεξαρτήτως δημόσιας ή ιδιωτικής εξαγοράς, όπως και για τις εγχώριες εξαγορές με ένα ποσοστό 70,42% στο σύνολο, με μια μεγαλύτερη προτίμηση στις δημόσιες εξαγορές από ότι στις ιδιωτικές κατά 14,78%. Επιπλέον, όπως φαίνεται, στην πλειοψηφία των εξαγορών συνολικά χρησιμοποιήθηκε ως τρόπο πληρωμής τα μετρητά σε ποσοστό 76,06%, με τη δεύτερη και τρίτη θέση να κατέχουν τα μετρητά με τη χρήση earnouts σε ποσοστό 9,86% και οι μετοχές με συνδυασμό μετρητών σε ποσοστό 8,45% αντιστοίχως και με την τελευταία θέση να λαμβάνουν οι μετοχές με 5,63%. Όσο αφορά τις δημόσιες εξαγορές, ο κυριότερος τρόπος πληρωμής είναι με μετρητά και μετά με μετοχές σε ποσοστό της τάξεως του 84%, ενώ για τις ιδιωτικές εξαγορές κατά πλειοψηφία χρησιμοποιούνται τα μετρητά με ένα ποσοστό 80,43% και δευτερευόντως τα μετρητά με το συνδυασμό earnouts σε ποσοστό 13,04%.

Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζονται τα ανωτέρω χαρακτηριστικά για το σύνολο των εξαγορών του αρχικού δείγματος, το οποίο περιλαμβάνει 1.850 παρατηρήσεις. Έχει προστεθεί επιπλέον, η κατηγορία των Λοιπών Εξαγορών, η οποία συγκεντρώνει περιπτώσεις εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν με χρήση εναλλακτικών μορφών πληρωμής, όπως η ανάληψη χρέους και η χρήση δικαιωμάτων, με συνδυασμό ή και χωρίς μετρητών και μετοχών. Παρατηρείται ότι η προτίμηση των αγοραστών για εταιρείες του ιδίου κλάδου παραμένει με μία μικρή αύξηση και διαμορφώνεται στο 74% και η οποία παραμένει ανεξαρτήτως δημόσιας ή ιδιωτικής εξαγοράς με μία μικρή προτίμηση κατά 5,39% στις δημόσιες εξαγορές. Ο τρόπος πληρωμής με μετρητά αποτελεί και εδώ τον δημοφιλέστερο τρόπο με ένα μικρότερο ποσοστό ήτοι 63,51% και κυριαρχεί στις ιδιωτικές εξαγορές με 70,59%, ενώ στη δεύτερη θέση έρχεται ως τρόπος πληρωμής τα μετρητά σε συνδυασμό με μετοχές σε ποσοστό 15,30%. Αξίζει να σημειωθεί πως η χρήση μετρητών και earnouts στις δημόσιες εξαγορές είναι μόλις 0,20%, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από την έρευνα του (Dahlen, 2024) πως η χρήση των earnouts προτιμάται κυρίως στις ιδιωτικές εξαγορές. Τέλος, ομοίως για τις δημόσιες εξαγορές κυρίαρχος τρόπος πληρωμής αποτελούν τα μετρητά και στη δεύτερη θέση έρχονται ο συνδυασμός μετρητών και μετοχών όπου φτάνουν στο σύνολο 71,64%, ενώ για ιδιωτικές εξαγορές τη δεύτερη θέση λαμβάνουν συνδυασμός χρήσης μετρητών και earnouts σε ποσοστό 13,53%.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 1. Εξαγορές: Σύνολο Αναλυτών ανά χρόνο και είδος εξαγοράς.

	Σύνολο Εξαγορών			Δημόσιες Εξαγορές			Ιδιωτικές Εξαγορές		
	N	Αναλυτές σε %	Νο Αναλυτών	N	Αναλυτές σε %	Νο Αναλυτών	N	Αναλυτές σε %	Νο Αναλυτών
Η.Π.Α.	71	100,00%	395	25	45,32%	179	46	54,68%	216
Έτος									
2010	7	7,59%	30	5	14,53%	26	2	1,85%	4
2011	8	12,41%	49	2	16,76%	30	6	8,80%	19
2012	8	16,71%	66	4	22,91%	41	4	11,57%	25
2013	4	2,28%	9	0	0,00%	0	4	4,17%	9
2014	10	15,70%	62	1	5,59%	10	9	24,07%	52
2015	15	20,51%	81	7	21,79%	39	8	19,44%	42
2016	7	10,63%	42	0	0,00%	0	7	19,44%	42
2017	6	4,81%	19	1	0,56%	1	5	8,33%	18
2018	4	6,58%	26	4	14,53%	26	0	0,00%	0
2019	2	2,78%	11	1	3,35%	6	1	2,31%	5

Σημείωση: Παρουσιάζεται ο αριθμός των εξαγορών, το ποσοστό των παρατηρήσεων το οποίο καλύπτεται από τη βάση δεδομένων I/E/B/S και ο αριθμός των αναλυτών που ακολουθούν τους αγοραστές. Τα δεδομένα αποκτήθηκαν από την βάση δεδομένων LSEG Datastream για την περίοδο 2010 – 2019. Το δείγμα περιλαμβάνει εξαγορές από εταιρείες, πλην του χρηματοπιστωτικού κλάδου, με αξία συναλλαγής άνω των US $5.000.000 και ελάχιστο μερίδιο εξαγοράς 50% για τον αγοραστή.

Πίνακας 2. Χαρακτηριστικά των εξαγορών στο τελικό δείγμα.

	Σύνολο Εξαγορών (N=71)	Δημόσιες Εξαγορές (N=25)	Ιδιωτικές Εξαγορές (N=46)
% εστιασμένων εξαγορών (ίδιος κλάδος)	64,79%	64,00%	65,22%
% εγχώριων εξαγορών	70,42%	80,00%	65,22%
% εξαγορών με μετοχές	5,63%	16,00%	0,00%
% εξαγορών με μετρητά	76,06%	68,00%	80,43%
% εξαγορών με μετρητά & μετοχές	8,45%	12,00%	6,52%
% εξαγορών με μετρητά & earnouts	9,86%	4,00%	13,04%

Σημείωση: Παρουσιάζονται διάφορα χαρακτηριστικά των εξαγορών, δημόσιων και ιδιωτικών, όπου τα στοιχεία αποκτήθηκαν από την βάση δεδομένων LSEG Datastream για την περίοδο 2010 – 2019. Το δείγμα περιλαμβάνει εξαγορές από εταιρείες, πλην του χρηματοπιστωτικού κλάδου, με αξία συναλλαγής άνω των US $5.000.000 και ελάχιστο μερίδιο εξαγοράς 50% για τον αγοραστή.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 2.1. Χαρακτηριστικά των εξαγορών στο συνολικό δείγμα.

	Σύνολο Εξαγορών (N=1.850)	Δημόσιες Εξαγορές (N=490)	Ιδιωτικές Εξαγορές (N=1.360)
% εστιασμένων εξαγορών (ίδιος κλάδος)	74,00%	77,96%	72,57%
% εγχώριων εξαγορών	77,68%	81,84%	76,18%
% εξαγορών με μετοχές	5,19%	16,33%	1,18%
% εξαγορών με μετρητά	63,51%	43,88%	70,59%
% εξαγορών με μετρητά & μετοχές	15,30%	27,76%	10,81%
% εξαγορών με μετρητά & earnouts	10,00%	0,20%	13,53%
% λοιπών εξαγορών (υποχρεώσεις, δικαιώματα)	6,00%	11,84%	3,90%

Σημείωση: Παρουσιάζονται διάφορα χαρακτηριστικά των εξαγορών, δημόσιων και ιδιωτικών, όπου τα στοιχεία αποκτήθηκαν από την βάση δεδομένων LSEG Datastream για την περίοδο 2010 – 2019. Το συνολικό δείγμα 1.850 παρατηρήσεων περιλαμβάνει εξαγορές από εταιρείες, πλην του χρηματοπιστωτικού κλάδου, με αξία συναλλαγής άνω των US $5.000.000 και ελάχιστο μερίδιο εξαγοράς 50% για τον αγοραστή. Η κατηγορία των Λοιπών Εξαγορών περιλαμβάνει τρόπους πληρωμής με ανάληψη χρέους, με χρήση δικαιωμάτων, με και χωρίς συνδυασμό μετρητών και μετοχών.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

5 Ερευνητικά και στατιστικά αποτελέσματα

5.1 Συνοπτικά περιγραφικά στοιχεία

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται τα συνοπτικά περιγραφικά στοιχεία για τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των αγοραστών για το σύνολο του τελικού δείγματος, καθώς και για τις ιδιωτικές και δημόσιες εξαγορές ξεχωριστά. Αναλυτικότερα, απεικονίζονται ο μέσος και η διάμεσος για τις μεταβλητές του CAR, ήτοι οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης όπως και μία ημέρα πριν και μετά [*-1,0,1*] για όλες τις εξαγορές, καθώς και για καθεμία από τις προαναφερόμενες τέσσερις κατηγορίες τρόπων πληρωμής - μόνο με μετρητά, μόνο με μετοχές, με συνδυασμό μετρητών και μετοχών και με συνδυασμό μετρητών και earnouts - του RUNUP[31] το οποίο υπολογίζεται ως οι συσσωρευμένες μη - κανονικές αποδόσεις 48 ημέρες έως ότου και 3 ημέρες πριν από την ημέρα της ανακοίνωσης, του TOBINQ ως δείκτη του συνολικού δανεισμού και της χρηματιστηριακής αξίας των ιδίων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, του AGE ήτοι η ηλικία της εταιρείας ως η διαφορά της ημέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς πλην του έτους σύστασης της εταιρείας, του COVERAGE το οποίο αντιπροσωπεύει τον αριθμό των αναλυτών που συμμετέχουν στην πρόβλεψη των κερδών, του SIZE ως τον λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης του αγοραστή, του RELSIZE ως δείκτη του ποσού της εξαγοράς προς την κεφαλαιοποίηση του αγοραστή και του LEVERAGE ως δείκτη μόχλευσης του συνολικού χρέους του αγοραστή ως προς το σύνολο του Ενεργητικού.

Ο μέσος (διάμεσος) για το CAR είναι 0,249% (0,057%) για το σύνολο των εξαγορών, ενώ μία σύγκριση μεταξύ των ιδιωτικών και δημόσιων εξαγορών αποδεικνύει ότι, σε συνάφεια με την προηγούμενη βιβλιογραφία, ο μέσος (διάμεσος) των αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης για εταιρείες που εξαγοράζουν ιδιωτικούς στόχους είναι θετικός σε επίπεδο 0,814% (0,093%), σε αντίθεση με την εξαγορά δημόσιων στόχων όπου έχει παρατηρηθεί ότι οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης είναι αρνητικές το οποίο επιβεβαιώνεται και από το δείγμα με μία μη - κανονική απόδοση -0,791%. Επίσης, παρατηρείται ότι το μεγαλύτερο μέσο (διάμεσο) του CAR έχουν οι εξαγορές στις οποίες ως τρόπος πληρωμής χρησιμοποιήθηκαν οι μετοχές σε ποσοστό 1,339% (3,151%) και δεύτερες έρχονται οι εξαγορές με μετρητά με μία αρνητική διαφορά που προσεγγιστικά ακουμπάει το 0,56%, ενώ ο συνδυασμός μετρητών και μετοχών εμφανίζει τις πλέον αρνητικές αποδόσεις της τάξεως του -4,656%. Ωστόσο, λόγω περιορισμών που συναντήθηκαν κατά τη συλλογή του δείγματος, δεν υπάρχουν παρατηρήσεις για τρόπο πληρωμής με μετοχές σε ιδιωτικές εξαγορές και επομένως υπάρχει επιφύλαξη

[31] Μία σημαντική και συνήθως γρήγορη αύξηση στην τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου ή τίτλου μέσα μία σχετικά μικρή περίοδο.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

ως προς τα αποτελέσματα. Αναφορικά με το συνδυασμό μετρητών και μετοχών, παρατηρείται ότι ανεξαρτήτως δημόσιας ή ιδιωτικής εξαγοράς, ο μέσος (διάμεσος) παραμένουν αρνητικά ιδίως για τις δημόσιες εξαγορές σε ένα σημαντικό ποσοστό της τάξεως του -8,671% (-8,001%), αλλά και με τον συνδυασμό μετρητών και earnouts οι αποδόσεις είναι αρνητικές με μία μικρή μόνο μείωση του επιπέδου κατά 1,154% (0,0484%), ενώ για τις ιδιωτικές εξαγορές σημειώνεται πως η χρήση earnouts έχει την πλέον μεγαλύτερη μέση απόδοση του CAR από όλες τις κατηγορίες σε ποσοστό 0,937%.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιήθηκε η μεταβλητή RUNUP με σκοπό τη σηματοδότηση ύπαρξης προοπτικών ανάπτυξης σύμφωνα με τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων, εφόσον η εξάσκηση του δικαιώματος αγοράς έχει αξία όταν ένα αξιόγραφο είναι «εντός χρήματος». Με βάση τη θεωρία παραγώγων, αναμένεται να σημειωθεί υψηλότερη τιμή για τους αγοραστές ιδιωτικών στόχων, αν οι εξαγορές αυτές φανερώνουν προοπτικές ανάπτυξης και είναι συνδεδεμένες με την περίπτωση να εξασκηθεί το εν λόγω δικαίωμα. Σε αντίθεση με τους (Doukas et al., 2014), παρατηρείται ότι οι δημόσιες εξαγορές εμφανίζουν μεγαλύτερο μέσο (διάμεσο) της μεταβλητής RUNUP, υποδηλώνοντας ότι οι αγοραστές δημόσιων στόχων έχουν μεγαλύτερες μη - κανονικές αποδόσεις πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης της εξαγοράς από ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων, γεγονός που πιθανώς να οφείλεται στο μέγεθος του δείγματος και στις ακραίες τιμές οι οποίες θα πρέπει να ληφθούν υπόψιν. Στον Πίνακα 3.1, κατόπιν εφαρμογής της στατιστικής μέτρησης κεντρικής τάσης κατά Winsor[32], παρατηρείται πως ακόμη και σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και 10% οι δημόσιες εξαγορές παρουσιάζουν μεγαλύτερες μη - κανονικές αποδόσεις από ότι οι ιδιωτικές εξαγορές, όπως ομοίως και με την εφαρμογή στατιστικής αφαίρεσης ακραίων τιμών ή αλλιώς Trimming[33] σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 10%, ομοίως. Θεωρείται χρησιμότερο, λόγω και της μεγάλης διακύμανσης που παρατηρήθηκε, να ληφθεί υπόψη η διάμεσος για μεγαλύτερη αντιπροσωπευτικότητα η οποία συνεχίζει να υποστηρίζει τα ανωτέρω, ωστόσο με μία μικρότερη απόκλιση της τάξεως του 0,49%.

Κατόπιν σύγκρισης του TOBINQ μεταξύ ιδιωτικών και δημόσιων στόχων παρατηρείται πως οι αγοραστές δημόσιων στόχων έχουν μεγαλύτερη αποτίμηση πριν την ημέρα της ανακοίνωσης κατά 0,314%, ενώ οι μεταβλητές AGE και COVERAGE είναι υποκατάστατες μεταβλητές ή αλλιώς proxies για την αντιλαμβανόμενη αβεβαιότητα για τις προοπτικές της εξαγοράς και συγκεκριμένα τον αντιλαμβανόμενο κίνδυνο του αγοραστή. Παρατηρείται ότι οι εταιρείες οι οποίες εξαγοράζουν ιδιωτικές

[32] Η πρακτική Winsorizing είναι μια τεχνική στατιστικής ανάλυσης η οποία χρησιμοποιείται για την αντιμετώπιση ακραίων τιμών σε ένα σύνολο δεδομένων. Η διαδικασία περιλαμβάνει την αντικατάσταση των ακραίων τιμών με λιγότερο ακραίες τιμές οι οποίες συνήθως βρίσκονται στο κατώτερο και ανώτερο όριο του 95% ή του 90% των δεδομένων.
[33] Η διαδικασία Trimming αποτελεί την αφαίρεση ενός ορισμένου ποσοστού ακραίων τιμών και από τα δύο άκρα ενός συνόλου δεδομένων και βοηθά στη μείωση της επιρροής αυτών των τιμών στο τελικό αποτέλεσμα, παρέχοντας ένα πιο αξιόπιστο μέτρο κεντρικής τάσης.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

επιχειρήσεις είναι νεότερες από τις δημόσιες σε όρους μέσου και διάμεσου της ηλικίας, με στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, όπου αυτή ηλικιακή διάκριση υποδηλώνει ότι οι νεότερες εταιρείες εμφανίζονται στην αγορά με μεγαλύτερο ρίσκο. Η διάμεσος για τη μεταβλητή COVERAGE δείχνει ότι ο αγοραστής ενός ιδιωτικού στόχου ακολουθείται κατά μέσο όρο από 3 αναλυτές, ενώ ενός δημόσιου στόχου ακολουθείται από 7 αναλυτές με στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% υποδηλώνοντας ότι η διάχυση της πληροφορίας είναι υψηλότερη για αγοραστές δημοσίων στόχων από ότι ιδιωτικών. Η μεταβλητή SIZE δηλώνει πως μία ιδιωτική εξαγορά είναι μικρότερη, όπως αναμένεται, σε σύγκριση με τη σχετική αξία μίας δημόσιας εξαγοράς, ενώ η RELSIZE παρατηρείται μεγαλύτερη σε ιδιωτικές εξαγορές. Τέλος, η μεταβλητή LEVERAGE δείχνει ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων έχουν χαμηλότερα επίπεδα χρέους από ότι των δημόσιων εταιρειών - στόχων.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 3. Περιγραφικά στατιστικά για τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των αγοραστών.

	Σύνολο Εξαγορών		Ιδιωτικές Εξαγορές		Δημόσιες Εξαγορές		Ιδιωτικές - Δημόσιες	
	Μέσος	Διάμεσος	Μέσος	Διάμεσος	Μέσος	Διάμεσος	Μέσος	Διάμεσος
CAR (%)								
Σύνολο Εξαγορών	0,249%	0,057%	0,814%	0,093%	-0,791%	-0,248%	1,605%*	0,341%
Εξαγορές με μετρητά	0,781%	0,178%	0,912%	0,129%	0,494%	0,228%	0,418%	-0,100%
Εξαγορές με μετοχές	1,339%	3,151%	0,000%	0,000%	1,339%	3,151%	-1,339%	-3,151%
Εξαγορές με μετρητά & μετοχές	-4,656%	-5,332%	-0,641%	-1,933%	-8,671%	-8,001%	8,030%*	6,069%*
Εξαγορές με μετρητά & μετοχές earnouts	-0,271%	-0,826%	0,937%	-0,284%	-7,517%	-7,517%	8,454%	7,233%
RUNUP (%)	0,292%	0,023%	0,141%	2,028%	0,570%	2,514%	-0,004	-0,005
TOBINQ	1,139	0,905	1,028	0,761	1,342	1,448	-0,315*	-0,687**
AGE	35,995	28,819	31,352	20,092	44,537	30,501	-13,185*	-10,410*
COVERAGE	5,563	4,000	4,696	3,000	7,160	7,000	-2,464**	-4**
SIZE	28,055	27,971	27,195	26,916	29,639	31,360	-2,444***	-4,444***
REALSIZE	0,072	0,000	0,109	0,000	0,004	0,000	0,104	0,000
LEVERAGE	19,358	19,220	17,693	17,150	22,420	20,050	-4,727	-2,900

Σημείωση: Τα δεδομένα των εξαγορών, καθώς και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα, αντλήθηκαν από την πλατφόρμα Datastream για τα έτη 2010 - 2019. Το CAR είναι οι συσσωρευμένες αποδόσεις του αγοραστή για 3 μέρες γύρω από την ημερομηνία της εξαγοράς [-1,0,+1], το RUNUP υπολογίζεται ως το CAR για 45 ημέρες πριν την 3η ημέρα της ημέρας της ανακοίνωσης, το TOBINQ είναι ο δείκτης του αθροίσματος της αγοραίας αξία των ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας του συνολικού χρέους ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, το AGE είναι η διαφορά μεταξύ της ημερομηνίας ανακοίνωσης της εξαγοράς και της ημερομηνίας σύστασης της εταιρείας, το COVERAGE είναι οι αναλυτές που ακολουθούν την εταιρεία και συμμετέχουν στην πρόβλεψη των κερδών για το επόμενο εξάμηνο, το SIZE είναι ο λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης του αγοραστή, το RELSIZE είναι ο δείκτης της τιμής της εξαγοράς προς την κεφαλαιοποίηση του αγοραστή και το LEVERAGE είναι ο δείκτης του συνολικού δανεισμού προς το σύνολο του Ενεργητικού, ήτοι η μόχλευση του αγοραστή. Όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία αντλήθηκαν στο τέλος του τελευταίου εξαμήνου πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης.

*** Επίπεδο σημαντικότητας στο 1%.

** Επίπεδο σημαντικότητας στο 5%.

* Επίπεδο σημαντικότητας στο 10%.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 3.1. Αποτελέσματα Winsorizing και Trimming στη μεταβλητή RUNUP.

	Ιδιωτικές Εξαγορές		Δημόσιες Εξαγορές	
	Μέσος	**Διάμεσος**	**Μέσος**	**Διάμεσος**
Winsorizing 5%	0,261%	2,028%	0,977%	2,514%
Winsorizing 10%	0,203%	2,028%	1,131%	2,514%
Trimming 5%	0,338%	2,028%	1,135%	2,514%
Trimming 10%	0,538%	2,028%	1,182%	2,514%

Σημείωση: Για την μεταβλητή RUNUP, λόγω ύπαρξης ακραίων τιμών στα δεδομένα, πραγματοποιήθηκε περεταίρω έλεγχος μέσω στατιστικών μεθόδων για την εύρεση του μέσου και της διάμεσου.

5.2 Προοπτικές ανάπτυξης, αβεβαιότητα και μόχλευση

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιαστεί η βασική ανάλυση αναφορικά με τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων η οποία προβλέπει ότι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών – στόχων κερδίζουν θετικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, λόγω του ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τις ιδιωτικές εξαγορές ως αύξηση της αξίας των δικαιωμάτων προοπτικής. Σύμφωνα με τους (Barclay et al., 2006), αν τα ιδία κεφάλαια του αγοραστή θεωρηθούν ως ένα χαρτοφυλάκιο από δικαιώματα προοπτικής, αναμένεται η αξία του να είναι υψηλότερη για εταιρείες με μικρή μόχλευση, δεδομένου ότι η αξία του δικαιώματος αυξάνεται, καθώς η εταιρεία έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να μπορεί να το εξασκήσει. Η αξία αυτή, θα πρέπει να αυξηθεί και με την αβεβαιότητα αναφορικά με τη μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας όπως αναφέρουν και οι (Pastor and Veronesi, 2003). Ο ρόλος των αναλυτών είναι κρίσιμος όσο αφορά την μείωση της αβεβαιότητας σχετικά με την αξία των αγοραστών και την επιλεκτική δημοσιοποίηση πληροφοριών, ενώ η ηλικία της εταιρείας αποτελεί μία υποκατάστατη μεταβλητή για την ίδια την αβεβαιότητα. Στη συνέχεια, θα εξεταστούν οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης για κάθε τεταρτημόριο για τέσσερις μεταβλητές, με τα αποτελέσματα να παρουσιάζονται στον Πίνακα 4. Αναλυτικότερα, η μεταβλητή RUNUP αποτελεί μια υποκατάστατη μεταβλητή ή αλλιώς proxy για τα δικαιώματα προοπτικής, οι AGE και COVERAGE αποτελούν proxies για την αντιλαμβανόμενη αβεβαιότητα και η LEVERAGE αποτελεί proxy για την ικανότητα του αγοραστή να αυξήσει την αξία των δικαιωμάτων προοπτικών του.

Στον Πίνακα 3 και 3.1 απεικονίζεται ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων στην Αμερική εμφανίζουν χαμηλότερες τιμές την περίοδο πριν την ημέρα της ανακοίνωσης συγκριτικά με τους αγοραστές δημόσιων στόχων, σε αντίθεση με την Ευρώπη. Σε με μία μελέτη του (Lehot, 2025) στο The National Law Review, έχει παρατηρηθεί ότι στην Αμερική γίνονται συχνότερα αναπροσαρμογές στην τιμή της

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

αγοράς και η χρήση earnouts είναι πιο συνήθης - δεδομένα τα οποία επιβεβαιώνονται και από το παρών δείγμα - σε ποσοστό 81%, σε αντίθεση με την Ευρώπη όπου χρησιμοποιείται κατά κόρον ο μηχανισμός «locked box» με την τιμή της εξαγοράς να καθορίζεται από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Μια πιθανή εξήγηση γιατί ενώ οι εξαγορές δημόσιων στόχων εμφανίζουν υψηλότερα runups για τους αγοραστές σε αντίθεση με τις ιδιωτικές εξαγορές, ωστόσο την ημέρα της ανακοίνωσης παρατηρείται ότι οι μη - κανονικές αποδόσεις των ιδιωτικών εξαγορών είναι σημαντικά υψηλότερες, θα μπορούσε να οφείλεται ακριβώς στο παραπάνω φαινόμενο, με τους επενδυτές να προσπαθούν να ισορροπήσουν τις υψηλότερες προσδοκίες που είχαν με μια προσαρμογή της τιμής. Στο σύνολο των εξαγορών, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, παρατηρείται στον Πίνακα 4 ότι υπάρχει ισχυρή θετική σχέση μεταξύ του RUNUP και των αποδόσεων, με τη διαφορά του High – Low να φτάνει το 2,753% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% γεγονός που υποδηλώνει ότι υπάρχει έντονη διαφοροποίηση στη συμπεριφορά των μετοχών πριν την ημέρα της ανακοίνωσης, λόγω πληροφόρησης ή προσδοκιών της αγοράς. Συγκεκριμένα, για τις ιδιωτικές εξαγορές παρατηρείται η ύπαρξη θετικής τάσης στο τεταρτημόριο με υψηλό runup με τις πλέον θετικές αποδόσεις CAR σε ποσοστό 1,761% υποδηλώνοντας μία αυξητική τάση χωρίς ωστόσο στατιστική σημαντικότητα, ενώ για τις δημόσιες εξαγορές παρατηρείται ότι υπάρχει έντονη σχέση μεταξύ του RUNUP και του CAR με στατιστική σημαντικότητα στο 10% για το μέσο του High – Low σε ποσοστό 5,334%.

Οι μεταβλητές AGE και COVERAGE αντικατοπτρίζουν την ύπαρξη αβεβαιότητας για τον αγοραστή και τις επενδυτικές του αποφάσεις. Σύμφωνα με τα προηγούμενα, αν υποτεθεί ότι τα ιδία κεφάλαια του αγοραστή είναι ένα δικαίωμα αγοράς, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι οι επενδυτικές αποφάσεις των νεότερων εταιρειών ή εκείνων με μη - ενεργή κάλυψη επενδυτών, ως περισσότερο επικίνδυνες. Για νεότερους αγοραστές με μικρή κάλυψη, λιγότερες πληροφορίες είναι διαθέσιμες και ως εκ τούτου υπάρχει μεγαλύτερη αβεβαιότητα για τις προοπτικές ανάπτυξης του αγοραστή και την έκβαση της εξαγοράς. Επομένως, αν οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης προέρχονται από την αύξηση στην αξία της ενδεχόμενης απαίτησης η οποία πηγάζει από την αβεβαιότητα για την εξαγοράζουσα εταιρεία και τις προοπτικές της, οι αγοραστές που είναι νεότεροι ή / και με μικρότερη κάλυψη αναλυτών αναμένονται να εμφανίσουν μεγαλύτερες μη - κανονικές αποδόσεις. Όπως παρατηρείται και στον Πίνακα 4, για τις ιδιωτικές εξαγορές, οι αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης για αγοραστές με μικρή ηλικία είναι υψηλότερες από τα υπόλοιπα τεταρτημόρια, ενώ και για αγοραστές με μικρό αριθμό αναλυτών είναι υψηλότερες από εκείνων με μεγαλύτερη κάλυψη. Ομοίως για το σύνολο των εξαγορών, τις μεγαλύτερες μη - κανονικές αποδόσεις έχουν οι νεότερες εταιρείες και με μικρή κάλυψη αναλυτών.

Στο τελευταίο μέρος, παρουσιάζεται ο μέσος και η διάμεσος του CAR για τη μεταβλητή LEVERAGE για κάθε τεταρτημόριο. Τα αποτελέσματα δείχνουν πως σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

σε ιδιωτικές εξαγορές οι αγοραστές με υψηλότερη μόχλευση έχουν και υψηλότερες αποδόσεις, ωστόσο στο σύνολο των εξαγορών δεν εμφανίζεται να έχει σημαντική επίδραση, ενώ στις δημόσιες εξαγορές παρατηρείται ότι η υψηλή μόχλευση συνδέεται με χαμηλότερες αποδόσεις. Σε αντιδιαστολή με τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων, η επίδραση της αποτίμησης στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών θα έπρεπε να είναι συνδεδεμένη και με το επίπεδο μόχλευσης του αγοραστή, δεδομένου ότι η αξία του δικαιώματος αγοράς (*ιδία κεφάλαια*) αυξάνεται με χαμηλότερο χρέος. Ως αποτέλεσμα, με βάση τη θεωρία θα έπρεπε οι θετικές αποδόσεις του αγοραστή την ημέρα της ανακοίνωσης να αυξηθούν με τις προοπτικές ανάπτυξης και να μειωθούν με την υψηλή μόχλευση. Το ζήτημα αυτό, αναλύεται στη συνέχεια με πολυπαραγοντική παλινδρόμηση.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 4. Δικαιώματα Προοπτικής, Μόχλευση, Νο Αναλυτών και Αποδόσεις (%).

	Σύνολο Εξαγορών			Ιδιωτικές Εξαγορές			Δημόσιες Εξαγορές		
	N	Μέσος	Διάμεσος	N	Μέσος	Διάμεσος	N	Μέσος	Διάμεσος
RUNUP									
Low	18	-1,020%	-0,212%	12	0,341%	0,026%	6	-3,771%	-1,990%
2	18	-0,228%	-0,246%	11	0,400%	-0,044%	7	-1,131%	-0,248%
3	17	0,525%	0,228%	12	0,799%	0,193%	6	0,231%	0,696%
High	18	1,733%	1,645%	11	1,761%	0,249%	6	1,563%	1,675%
High-Low		2,753%***	1,857%***		1,420%	0,224%		5,334%*	3,665%**
AGE									
Low	18	1,332%	-0,303%	12	1,870%	0,963%	6	1,797%	0,547%
2	18	1,260%	1,149%	11	-0,338%	-0,826%	7	1,988%	0,957%
3	17	-1,773%	-0,044%	12	0,455%	-0,025%	6	-5,482%	-6,718%
High	18	0,065%	-0,224%	11	1,206%	0,699%	6	-1,931%	-0,878%
High-Low		-1,268%	0,079%		-0,664%	-0,264%		-3,728%	-1,425%*
COVERAGE									
Low	20	0,322%	0,144%	16	1,025%	0,963%	6	-0,523%	-0,334%
2	17	0,785%	0,057%	11	0,384%	0,129%	9	-1,262%	0,228%
3	17	-0,047%	0,228%	8	1,482%	0,026%	6	-0,165%	-0,675%
High	17	-0,077%	-0,044%	11	0,452%	-0,044%	4	-1,073%	0,658%
High-Low		-0,399%	-0,188%		-0,573%	-1,007%		-0,550%	0,992%
LEVERAGE									
Low	18	0,541%	0,158%	12	-0,546%	-0,266%	6	1,992%	2,137%
2	18	1,620%	0,683%	11	2,457%	0,699%	7	0,910%	0,957%
3	17	-1,481%	-0,450%	12	-0,386%	0,374%	6	-3,562%	-0,796%

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

High	18	0,220%	-0,285%	11	1,965%	2,332%	6	-2,788%	-1,939%
High-Low		-0,321%	-0,442%		2,512%*	2,598%*		-4,780%	-4,076%

Σημείωση: Στον ανωτέρω πίνακα παρουσιάζονται οι σχέσεις μεταξύ των τεταρτημόριων των μεταβλητών RUNUP, AGE, COVERAGE, LEVERAGE και CAR για το συνολικό δείγμα, καθώς και για τις ιδιωτικές και δημόσιες εξαγορές. Τα δεδομένα των εξαγορών, καθώς και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα, αντλήθηκαν από την πλατφόρμα Datastream για τα έτη 2010 - 2019. Το CAR είναι εκείνο του αγοραστή για 3 μέρες γύρω από την ημερομηνία της εξαγοράς [-1,0,+1], το RUNUP υπολογίστηκε ως το CAR για 45 ημέρες πριν την 3η ημέρα της ημέρας της ανακοίνωσης, το AGE είναι η διαφορά μεταξύ της ημερομηνίας ανακοίνωσης της εξαγοράς και της ημερομηνίας ίδρυσης της εταιρείας, το COVERAGE είναι οι αναλυτές που ακολουθούν την εταιρεία, και το LEVERAGE είναι ο δείκτης του συνολικού δανεισμού προς το σύνολο του Ενεργητικού, ήτοι η μόχλευση του αγοραστή.
*** Επίπεδο σημαντικότητας στο 1%.
** Επίπεδο σημαντικότητας στο 5%.
* Επίπεδο σημαντικότητας στο 10%.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

5.3 Θεωρία ενδεχόμενων απαιτήσεων: προοπτικές ανάπτυξης με χαμηλή μόχλευση

Η θεωρία ενδεχόμενων απαιτήσεων υποδεικνύει ότι η αγορά αντιδράει εντονότερα σε εξαγορές όταν οι αγοραστές έχουν υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης και χαμηλή μόχλευση ή είναι νεότεροι σε ηλικία ή έχουν χαμηλό αριθμό αναλυτών. Για να εκλεχθεί η υπόθεση της εν θέματι θεωρίας στο πλαίσιο εξαγορών έναντι εναλλακτικών εξηγήσεων, εκτιμήθηκε το μοντέλο παλινδρόμησης ερμηνεύοντας το CAR [-1,0,1] των τριών ημερών χρησιμοποιώντας μεταβλητές οι οποίες σχετίζονται με τη θεωρία ενδεχόμενων απαιτήσεων, ήτοι η δυαδική μεταβλητή PRIVATE η οποία παίρνει την τιμή 1 για εξαγορές ιδιωτικών στόχων εναλλακτικά λαμβάνει την τιμή 0 και η δυαδική μεταβλητή HIGHRUNUP η οποία αντιπροσωπεύει τις εξαγορές στο τέταρτο τεταρτημόριο των runup των αγοραστών, λαμβάνοντας υπόψη και μεταβλητές ελέγχου. Αν οι αποδόσεις των εξαγορών οδηγούνται από την αύξηση στην αξία της ενδεχόμενης απαίτησης, τότε η υποκατάστατη μεταβλητή η οποία ελέγχει την αξία των προοπτικών ανάπτυξης (*HIGHRUNUP*) θα πρέπει να εξηγεί τη διαφορά στη μέση απόδοση την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς μεταξύ ιδιωτικών και δημόσιων εξαγορών.

Έστω πως τα ιδία κεφάλαια του αγοραστή θεωρούνται ως ένα call option για ανάπτυξη, η αξία του αναμένεται να είναι μεγαλύτερη για εταιρείες με χαμηλή μόχλευση όσο η τιμή του δικαιώματος αυξάνεται. Η υπόθεση αυτή ελέγχεται με τις μεταβλητές PRIVATE*HIGHRUNUP και HIGHRUNUP*LOWLEVERAGE, όπου η LOWLEVERAGE αποτελεί μια ψευδομεταβλητή που ενσωματώνει τους αγοραστές με μικρότερη αξία από το χαμηλότερο επίπεδο του 25^{ου} τεταρτημόριου της μόχλευσης. Το επιχείρημα άγεται στο γεγονός ότι η μεταβλητή HIGHRUNUP σηματοδοτεί την ύπαρξη προοπτικών ανάπτυξης, ενώ το LOWLEVERAGE σηματοδοτεί την πιθανότητα να αυξηθεί η αξία του, και επομένως ο συνδυασμός τους παρέχει μία απόδειξη υπέρ της θεωρίας ενδεχόμενων απαιτήσεων.

Επιπρόσθετα, έγινε η χρήση και των μεταβλητών AGE και COVERAGE για τον έλεγχο της αβεβαιότητας αναφορικά με τις προοπτικές ανάπτυξης του αγοραστή, της ψευδομεταβλητής DOMESTIC για τις εγχώριες εξαγορές και της ψευδομεταβλητής FOCUSED για τη διατήρηση κλάδου, όπου έχει βρεθεί και από παλαιότερες μελέτες ότι οι εταιρείες που εξαγοράζουν εντός ιδίου κλάδου εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις σε αντίθεση με εκείνες που αναζητούν την διαφοροποίηση με θετικές αποδόσεις, των μεταβλητών SIZE, RELSIZE και TOBINQ για την μέτρηση προοπτικών ανάπτυξης όπου σύμφωνα με τους (Berk et al., 1999) διαφέρει από το RUNUP ως ξεχωριστός δείκτης για την αυξανόμενη αξία του δικαιώματος με την ανακοίνωση της εξαγοράς, της συνεχόμενης μεταβλητής LEVERAGE η οποία διαφοροποιεί τη LOWLEVERAGE από υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης και τέλος, των μεταβλητών SIZE ως ο λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης του αγοραστή και RELSIZE ως ο δείκτης

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

της τιμής της εξαγοράς προς την κεφαλαιοποίηση του αγοραστή, οι οποίες μετρούνε το μέγεθος του αγοραστή σε συνάρτηση με την κεφαλαιοποίησή του.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 5. Προοπτικές ανάπτυξης με χαμηλή μόχλευση.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	-0,012	-0,017*	-0,040	-0,042	-0,035	-0,042
	[0,0086]	[0,0089]	[0,0370]	[0,0466]	[0,0569]	[0,0463]
PRIVATE	0,015	0,018*	0,019*	0,021**	0,019*	0,019*
	[0,0126]	[0,0091]	[0,0091]	[0,0087]	[0,0086]	[0,0089]
HIGHRUNUP	0,018	0,032	0,022*	0,030	0,019	0,021
	[0,0076]	[0,0192]	[0,0123]	[0,02049]	[0,0135]	[0,0225]
LOWLEVERAGE		0,008		0,000		-0,001
		[0,0136]		[0,0233]		[0,0215]
PRIVATE*HIGHRUNUP		-0,015		-0,008		0,001
		[0,0151]		[0,0236]		[0,0202]
HIGHRUNUP*LOWLEVERAGE		-0,035*		-0,043*		-0,041*
		[0,0184]		[0,0244]		[0,0220]
AGE					-0,0003***	-0,0003***
					[0,0000]	[0,0000]
LOWCOVERAGE					-0,009	-0,006
					[0,0183]	[0,0173]
TOBINQ			0,003	0,002	0,003	0,002
			[0,0050]	[0,0057]	[0,0051]	[0,0056]
RELSIZE			0,000	0,000	-0,001	-0,001
			[0,0028]	[0,0037]	[0,0026]	[0,0031]
SIZE			0,001	0,001	0,001	0,001
			[0,0011]	[0,0013]	[0,0017]	[0,0016]
LEVERAGE			-0,0005	-0,0005	-0,0002	0,000
			[0,0004]	[0,0007]	[0,0003]	[0,0006]
FOCUSED			0,003	0,003	0,002	0,002
			[0,0089]	[0,0090]	[0,0095]	[0,0096]
DOMESTIC			0,003	0,004	0,004	0,005
			[0,0061]	[0,0066]	[0,0071]	[0,0074]

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Adjusted R^2	0,082	0,105	0,122	0,141	0,159	0,172
Observations	71	71	70	70	70	70

Σημείωση: Στον ανωτέρω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το συνδυασμό της επίδρασης των προοπτικών ανάπτυξης και της χαμηλής μόχλευσης στο CAR του αγοραστή. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι το CAR των αγοραστών για 3 ημέρες γύρω από την ημερομηνία εξαγοράς [-1,0,+1], η PRIVATE είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 για αγοραστές ιδιωτικών στόχων και 0 για δημόσιων, η HIGHRUNUP είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 για αγοραστές με υψηλό runup (στο τέταρτο τεταρτημόριο) αλλιώς 0, η LOWLEVERAGE είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 για αγοραστές με χαμηλό leverage (στο πρώτο τεταρτημόριο) αλλιώς 0, το TOBINQ είναι ο δείκτης του αθροίσματος της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας του συνολικού χρέους ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, η SIZE είναι ο λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης του αγοραστή, το REALSIZE είναι ο δείκτης της τιμής της εξαγοράς προς την κεφαλαιοποίηση του αγοραστή, η FOCUSED είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 αν αγοραστής και εξαγοραζόμενος λειτουργούν στον ίδιο κλάδο αλλιώς 0 (διαφοροποίηση κλάδου) και η DOMESTIC είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 για εγχώριες εξαγορές αλλιώς 0 για διασυνοριακές εξαγορές. Οι παλινδρομήσεις έχουν ελεγχθεί προς τη χώρα, τον κλάδο και την ηλικία. Τα εύρωστα τυπικά σφάλματα βρίσκονται κάτω από τους εκτιμώμενους συντελεστές.
*** Επίπεδο σημαντικότητας στο 1%.
** Επίπεδο σημαντικότητας στο 5%.
* Επίπεδο σημαντικότητας στο 10%.

Στον Πίνακα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης όπου ελέγχεται ο συνδυασμός προοπτικών ανάπτυξης και χαμηλής μόχλευσης με τα εύρωστα τυπικά σφάλματα. Στο Μοντέλο (1) παρουσιάζεται το $CAR_{[-1,1]}$ για ιδιωτικούς στόχους και η ύπαρξη προοπτικών ανάπτυξης η οποία μετριέται μέσω της μεταβλητής HIGHRUNUP από τον Πίνακα 4, όπου αντιστοιχεί στο τέταρτο τεταρτημόριο, χωρίς να ληφθούν υπόψη λοιπές μεταβλητές ελέγχου. Η μεταβλητή PRIVATE είναι θετική υποδηλώνοντας πως οι εξαγορές ιδιωτικών στόχων συσχετίζονται με ελαφρώς υψηλότερο CAR και ομοίως και η μεταβλητή HIGHRUNUP είναι εξίσου θετική υποδηλώνοντας ότι οι αγοραστές με υψηλή προηγούμενη απόδοση εμφανίζουν ελαφρώς υψηλότερα CAR, χωρίς ωστόσο στατιστική σημαντικότητα. Στην Παλινδρόμηση (2) παρατηρείται στατιστική σημαντικότητά σε επίπεδο 10% για τις ιδιωτικές εξαγορές ενισχύοντας την ένδειξη θετικής επίδρασης των εξαγορών ιδιωτικών εταιρειών - στόχων, ωστόσο η μεταβλητή HIGHRUNUP*LOWLEVERAGE σηματοδοτεί ότι οι αγοραστές με προοπτικές ανάπτυξης και χαμηλή μόχλευση δεν επιβραβεύονται από την αγορά λόγω του αρνητικού συντελεστή σε επίπεδο σημαντικότητας 10% εν αντιθέσει μετά της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων, ενώ ο αρνητικός συντελεστής της μεταβλητής PRIVATE*HIGHRUNUP υποδηλώνει πιθανή αποδυνάμωση της θετικής επίδρασης ενός υψηλού runup στις αποδόσεις.

Στο Μοντέλο (3) παρατηρείται στατιστική σημαντικότητα για τις μεταβλητές PRIVATE και HIGHRUNUP σε επίπεδο 10% υποδηλώνοντας ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων και με υψηλό runup απολαμβάνουν θετικότερης αντίδρασης από τους επενδυτές, ενώ η μεταβλητή HIGHRUNUP*LOWLEVERAGE παραμένει αρνητική και στατιστικά σημαντική, ενώ οι λοιπές μεταβλητές ελέγχου δεν παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα. Στο Μοντέλο (4) η επίδραση της HIGHRUNUP*LOWLEVERAGE συνεχίζεται σε επίπεδο 10%, με την ψευδομεταβλητή PRIVATE να

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

παραμένει στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% και με την ηλικία – AGE – να λαμβάνει αρνητικό πρόσημο στο 1% γεγονός που υποδεικνύει ότι οι μεγαλύτερες σε ηλικία αγοραστές απολαμβάνουν χαμηλότερου CAR.

Όπως φαίνεται στην Παλινδρόμηση (5) – όπου δεν εξετάζονται οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μεταβλητών – η μεταβλητή PRIVATE παραμένει θετική και στατιστικά σημαντική στο 10%, όπως και η AGE επιβεβαιώνοντας τα αποτελέσματα του Μοντέλου (4). Στην Παλινδρόμηση (6) όπου ελέγχεται και ο ρόλος της αβεβαιότητας μέσω της ηλικίας και του αριθμού των αναλυτών που συμμετέχουν στην πρόβλεψη των κερδών του αγοραστή για το επόμενο εξάμηνο, παρατηρείται πως η ηλικία, ήτοι η μεταβλητή AGE ως ο φυσικός λογάριθμος της διαφοράς της ημέρας της ανακοίνωσης και της ημέρας ίδρυσης της εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% επιβεβαιώνοντας τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων ότι οι νεότερες σε ηλικία εταιρείες εκλαμβάνονται ως έχουσες μεγαλύτερης αβεβαιότητας από την αγορά και ανταμείβονται με μεγαλύτερες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, όπως ομοίως και οι μεταβλητές PIVATE και HIGHRUNUP*LOWLEVERAGE διατηρούν τα χαρακτηριστικά τους από τα προηγούμενα μοντέλα.

Τέλος, αναφορικά με τις μεταβλητές ελέγχου, ενώ δεν εμφανίζεται στατιστική σημαντικότητα, παρουσιάζεται μία γενικότερη ιδέα για το πώς οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ορισμένα χαρακτηριστικά των εξαγορών στο σύνολό τους, όπως η επιβράβευση με μεγαλύτερες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης για εγχώριες εξαγορές, και οριακά μηδενικές αποδόσεις για εξαγορές στις οποίες οι αγοραστές προτιμούν εταιρείες στον ίδιο κλάδο με αυτές. Η μόχλευση γενικά γίνεται αντιληπτή ως οριακά αρνητική για το CAR ενώ και η μικρή κάλυψη των αναλυτών έχει ομοίως οριακή αρνητική σχέση με τις αποδόσεις αντικρούοντας τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων. Αξίζει να σημειωθεί πως το Προσαρμοσμένο R^2 έχει αυξητική τάση καθώς γίνεται μετάβαση στα μοντέλα, αυξάνοντας την ερμηνευτική τους σημασία.

5.4 Μέθοδος πληρωμής για ιδιωτικούς στόχους

Η ασυμμετρία της πληροφορίας προβλέπει τις αποδόσεις του αγοραστή την ημερομηνία της ανακοίνωσης βασιζόμενη στον τρόπο πληρωμής. Συγκεκριμένα, αν μία αγοράστρια εταιρεία ενέχει φόβο για τυχόν υπερπληρωμή της εταιρείας – στόχου θα καταλήξει να πληρώσει με ιδία κεφάλαια έχοντας ως αποτέλεσμα η αγορά να υποθέσει ότι η μετοχή του αγοραστή είναι υπερτιμημένη την ημέρα της ανακοίνωσης. Στον αντίποδα, για τους αγοραστές οι οποίοι χρησιμοποιούν ως τρόπο πληρωμής τα μετρητά η αγορά αντιλαμβάνεται την εν λόγω πληροφορία ως ότι η μετοχή του αξίζει περισσότερο από την αγοραία αξία της και επομένως οδηγεί σε θετικές μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

ανακοίνωσης. Σύμφωνα με τους (Moeller et al., 2007) παρατηρούνται σημαντικές διαφορές για εξαγορές με μετρητά για δημόσιες εταιρείες έναντι με μετοχές για δημόσιες και ιδιωτικές εξαγορές, ωστόσο, αφότου ληφθεί υπόψιν η ασυμμετρία της πληροφορίας με τη χρήση του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου καταλήγουν στο συμπέρασμα πως αυτές οι διαφορές εξαφανίζονται.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 6. Τρόποι πληρωμής και αβεβαιότητα.

	(1)	(2)
c	-0,085***	-0,071***
	[0,015]	[0,016]
PRIVATE	0,064***	0,053**
	[0,022]	[0,020]
EQUITY	0,124***	0,139***
	[0,021]	[0,020]
CASH	0,093***	0,093***
	[0,017]	[0,015]
CASH&EARNOUTS	0,009	0,010
	0,036	[0,035]
PRIVATECASH	-0,064***	-0,056**
	[0,024]	[0,020]
PRIVATECASH&EARNOUTS	0,017	0,029
	[0,041]	[0,040]
PRIVATE*AGE		-0,0004**
		[0,000]
AGE		-0,0004**
		[0,000]
LOWCOVERAGE		0,004
		[0,008]
Adjusted R^2	0,371	0,433
Observations	71	71

Σημείωση: Στον ανωτέρω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τους διάφορους τρόπους πληρωμής και την αβεβαιότητα. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι το CAR των αγοραστών για 3 ημέρες γύρω από την ημερομηνία εξαγοράς [-1,0,+1], η PRIVATE είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 για αγοραστές ιδιωτικών στόχων και 0 για δημόσιων, οι μεταβλητές EQUITY, CASH, CASH&EARNOUTS είναι ψευδομεταβλητές για τον τρόπο πληρωμής και οι μεταβλητές PRIVATECASH, PRICATECASH&EARNOUTS είναι ψευδομεταβλητές που λαμβάνουν την τιμή 1 για τους αγοραστές που προσφέρουν μόνο μετρητά σε ιδιωτικούς στόχους και 0 διαφορετικά και μετρητά με συνδυασμό earnouts. Οι λοιπές μεταβλητές εξηγούνται στον Πίνακα 5. Τα εύρωστα τυπικά σφάλματα βρίσκονται κάτω από τους εκτιμώμενους συντελεστές.
*** Επίπεδο σημαντικότητας στο 1%.
** Επίπεδο σημαντικότητας στο 5%.
* Επίπεδο σημαντικότητας στο 10%.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 6, παρατηρείται πως ο τρόπος πληρωμής σε μία εξαγορά μπορεί να επηρεάσει τις αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης. Χρησιμοποιήθηκαν οι ψευδομεταβλητές PRIVATE η οποία λαμβάνει την τιμή 1 για ιδιωτικές εξαγορές και 0 για δημόσιες, οι EQUITY, CASH και CASHEARNOUTS οι οποίες λαμβάνουν την τιμή 1 για εξαγορές με μετοχές, μετρητά και συνδυασμό μετρητών και earnouts αντίστοιχα και 0 διαφορετικά, καθώς και οι μεταβλητές AGE, PRIVATE*AGE και LOWCOVERAGE ως μεταβλητές ελέγχου περί αβεβαιότητας. Στο Μοντέλο (1) παρατηρείται ότι η ψευδομεταβλητή PRIVATE είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

1% και θετική επιβεβαιώνοντας ότι οι ιδιωτικές εξαγορές εμφανίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, οι εξαγορές με μετρητά και με μετοχές αυξάνουν το CAR όπως και εκείνες που χρησιμοποιούν μετρητά και earnouts χωρίς βέβαια στατιστική σημαντικότητα, ενώ η μεταβλητή PRIVATECASH είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική υποδηλώνοντας ότι οι ιδιωτικές εξαγορές με μετρητά μειώνουν τις αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης.

Στο Μοντέλο (2) παρατηρείται ότι τα βασικά ευρήματα από την ανωτέρω παλινδρόμηση επιβεβαιώνονται, και επιπλέον, η μεταβλητή AGE η οποία μετράει την ηλικία της αγοράστριας εταιρείας είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική στο 5% επιβεβαιώνοντας ότι οι παλαιότερες εταιρείες έχουν αρνητικό CAR, ενώ η μεταβλητή PRIVATE*AGE είναι αρνητική και σημαντική στο 5% υποδηλώνοντας ότι οι ιδιωτικές εξαγορές εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν η ηλικία τους είναι μικρότερη. Ταυτοχρόνως, οι μεταβλητές CASH&EARNOUTS και PRIVATECASH&EARNOUTS επιβεβαιώνουν, όπως αναφέρεται και στην βιβλιογραφία, τη σύνδεση με θετικές μη - κανονικές αποδόσεις τη ημέρα της ανακοίνωσης και είναι επικρατέστερες στις ιδιωτικές εξαγορές και αυξάνονται αν ληφθεί υπόψιν η αβεβαιότητα.

5.5 Τεστ ευρωστίας

Σε αυτήν την ενότητα, παρουσιάζονται επιπρόσθετοι έλεγχοι αναφορικά με τη σύγκριση των αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης με τη χρήση διαφόρων υποδειγμάτων δημόσιων και ιδιωτικών εξαγορών. Για τον πρώτο έλεγχο λαμβάνοντας υπόψιν ότι ορισμένοι αγοραστές εξαγοράζουν τόσο δημόσιους όσο και ιδιωτικούς στόχους, έγινε η κατηγοριοποίηση των αγοραστών σε τρεις ομώνυμες κατηγορίες, ήτοι αγοραστές μόνο ιδιωτιών στόχων, αγοραστές μόνο δημόσιων στόχων και αγοραστές δημόσιων και ιδιωτικών στόχων. Στη συνέχεια, πραγματοποιήθηκε η σύγκριση του μέσου και της διάμεσου των αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης για αγοραστές τόσο δημόσιων όσο και ιδιωτικών στόχων με τις υπόλοιπες δύο ομάδες με τα αποτελέσματα να παρουσιάζονται στον Πίνακα 7 στο Πάνελ Α.

Όπως παρατηρείται, ο μέσος του CAR είναι υψηλότερος στις εξαγορές μόνο ιδιωτικών στόχων, ενώ ακολουθούν οι εξαγορές που περιλαμβάνουν τόσο δημόσιους όσο και ιδιωτικούς στόχους. Αντιθέτως, όσον αφορά τη διάμεσο, η εικόνα αντιστρέφεται, καθώς οι εξαγορές αμφότερων στόχων εμφανίζουν την υψηλότερη διάμεσο, ξεπερνώντας αυτές με αποκλειστικά ιδιωτικούς στόχους. Στον αντίποδα, οι εξαγορές μόνο δημόσιων στόχων συνοδεύονται από τις πλέον αρνητικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης. Αναφορικά με τον τρόπο πληρωμής, όταν χρησιμοποιούνται τα μετρητά παρατηρείται ότι το μεγαλύτερο CAR καρπώνονται οι αγοραστές δημόσιων και ιδιωτικών στόχων, όπου

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

πιθανόν οφείλεται στην διαφοροποίηση στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο, ενώ και εδώ οι αγοραστές μόνο δημόσιων στόχων λαμβάνουν αρνητικές αποδόσεις με στατιστική σημαντικότητα έναντι των πρώτων σε επίπεδο 5%. Στις εξαγορές με μετοχές και μετρητά σημειώνονται ότι και στις τρεις κατηγορίες αρνητικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης με στατιστική σημαντικότητα στο 10%, ενώ όταν ως τρόπος πληρωμής χρησιμοποιούνται ο συνδυασμός μετρητών και earnouts, θετικές αποδόσεις λαμβάνουν μόνο οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων, επιβεβαιώνοντας τη θεωρία ότι κατά κόρον η χρήση ενδεχόμενων πληρωμών χρησιμοποιείται σε ιδιωτικές εξαγορές λόγω της αβεβαιότητας. Τέλος, παρατηρείται ότι οι αποδόσεις των αγοραστών μόνο δημόσιων στόχων παραμένουν και στις 4 κατηγορίες πληρωμής αρνητικές.

Για το δεύτερο έλεγχο περί ευρωστίας των αποτελεσμάτων, στο Πάνελ Β παρουσιάζεται η εφαρμογή της στατιστικής μέτρησης κεντρικής τάσης ή αλλιώς Winsorizing, στην μεταβλητή CAR σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Παρατηρείται ότι η βασική υπόθεση περί των αποδόσεων των ιδιωτικών εξαγορών επιβεβαιώνεται και όντως οι ιδιωτικές εξαγορές απολαμβάνουν υψηλότερες και σημαντικά θετικές αποδόσεις την ημέρα της εξαγοράς, ενώ οι εξαγορές δημόσιων εταιρειών - στόχων εμφανίζουν αρκετά συχνά αρνητικές αποδόσεις. Αναλυτικότερα, οι ιδιωτικές εξαγορές με τη χρήση μόνο μετρητών εξακολουθούν να εμφανίζουν θετικές μη - κανονικές αποδόσεις, ενώ οι εξαγορές με τη χρήση μετοχών και μετρητών εμφανίζουν αρνητικές μέσες αποδόσεις. Αναφορικά με την χρήση μετρητών σε συνδυασμό με earnouts σημειώνεται πως εξακολουθούν να απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις, ωστόσο πλέον, σε χαμηλότερο επίπεδο εν αντιθέσει με τη χρήση μετρητών. Αναφορικά με τις εξαγορές δημόσιων στόχων τα προηγούμενα ευρήματα είναι σε συμφωνία με τα αποτελέσματα, εφόσον ληφθούν υπόψιν οι ακραίες τιμές, με τις εξαγορές με χρήση μετρητών να παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις σε αντίθεση με τις αρνητικές αποδόσεις στο σύνολο των δημόσιων εξαγορών, με τις εξαγορές με μετοχές να έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις κάτι που με βάση την βιβλιογραφία δεν είναι σύνηθες, ενώ οι εξαγορές με τη χρήση συνδυασμού μετρητών και μετοχών ή earnouts εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις. Εν γένει στο σύνολο των εξαγορών, τις μεγαλύτερες αποδόσεις καρπώνονται οι αγοραστές οι οποίοι κάνουν χρήση μετρητών, ενώ αρνητικές είναι οι αποδόσεις με τη χρήση μετρητών ή / και μετοχών (earnouts).

Τα ανωτέρω στατιστικά αποτελέσματα ελέγχθηκαν ως προς την ερευνητική τους ισχύ εφαρμόζοντας δύο διαφορετικούς ελέγχους, επιβεβαιώνοντας και με βάση την βιβλιογραφία, πως οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών – στόχων κερδίζουν θετικές και σημαντικές μέσες μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης μίας εξαγοράς, σε αντίθεση με τους αγοραστές δημόσιων στόχων οι οποίοι εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πίνακας 7. Τεστ Ευρωστίας.

	Σύνολο Εξαγορών			Εξαγορές με μετοχές		
	N	**Μέσος**	**Διάμεσος**	**N**	**Μέσος**	**Διάμεσος**
Πάνελ Α: Έλεγχος για αν οι αγοραστές τόσο δημόσιων όσο και ιδιωτικών στόχων δημιουργούν αξία.						
CAR(%)						
Δημόσιες & Ιδιωτικές (1)	15	0,73%	0,96%	1	8,54%	8,54%
Μόνο Ιδιωτικές (2)	40	0,78%	0,03%	0	0,00%	0,00%
Μόνο Δημόσιες (3)	16	-1,54%	-0,59%	3	-0,01%	2,93%
(1) - (2)		-0,05%	0,93%		8,54%	8,54%
(1) - (3)		2,275%*	1,551%*		8,55%	5,60%

	Εξαγορές με μετρητά			Εξαγορές με μετρητά & earnouts			Εξαγορές με μετρητά & μετοχές		
	N	**Μέσος**	**Διάμεσος**	**N**	**Μέσος**	**Διάμεσος**	**N**	**Μέσος**	**Διάμεσος**
Πάνελ Α: Συνέχεια.									
CAR(%)									
Δημόσιες & Ιδιωτικές (1)	11	1,75%	1,40%	1	-2,87%	-2,87%	2	-6,96%	-6,96%
Μόνο Ιδιωτικές (2)	32	0,01%	0,00%	5	1,70%	0,26%	3	-0,64%	-1,93%
Μόνο Δημόσιες (3)	11	-0,17%	-0,52%	1	-7,52%	-7,52%	1	-12,10%	-12,10%
(1) - (2)		1,74%	1,403%*		-4,57%	-3,13%		-6,319%*	-5,027%*
(1) - (3)		1,920%**	1,926%**		4,65%	4,65%		5,14%	5,14%

Σημείωση: Δίνονται οι συντελεστές απόδοσης (CAR) για τα υποδείγματα και το αντίστοιχο δείγμα. Το CAR είναι εκείνο του αγοραστή για τις τρεις ημέρες γύρω από την ημερομηνία εξαγοράς [-1,0,+1]. Τα ιδία κεφάλαια, τα μετρητά και ο συνδυασμός μετρητών με earnouts αντιπροσωπεύουν τους αντίστοιχους τρόπους πληρωμής μίας εξαγοράς.
*** Επίπεδο σημαντικότητας στο 1%.
** Επίπεδο σημαντικότητας στο 5%.
* Επίπεδο σημαντικότητας στο 10%.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Πάνελ Β: Αποτελέσματα Winsorizing στο CAR.

	Σύνολο Εξαγορών		**Ιδιωτικές Εξαγορές**		**Δημόσιες Εξαγορές**	
	Μέσος	**Διάμεσος**	**Μέσος**	**Διάμεσος**	**Μέσος**	**Διάμεσος**
CAR (%)						
Σύνολο Εξαγορών	0,253%	0,057%	0,687%	0,093%	-0,532%	-0,248%
Εξαγορές με μετρητά	0,722%	0,178%	0,827%	0,129%	0,494%	0,228%
Εξαγορές με μετοχές	1,636%	3,151%	0,000%	0,000%	1,636%	3,151%
Εξαγορές με μετρητά & μετοχές	-3,786%	-5,332%	-0,641%	-1,933%	-6,931%	-7,437%
Εξαγορές με μετρητά & earnouts	-0,641%	-0,826%	0,492%	-0,826%	-7,437%	-7,437%

Σημείωση: Για την μεταβλητή CAR πραγματοποιήθηκε Winsorizing σε επίπεδο 5% για να ληφθούν υπόψιν ακραίες τιμές, και να γίνει εκ νέου έλεγχος αν επιβεβαιώνονται τα αποτελέσματα του Πίνακα 3.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

6 Συγκριτική ανάλυση

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν τα ανωτέρω ερευνητικά αποτελέσματα υπό το πρίσμα μίας συγκριτικής ανάλυσης της παρούσας μελέτης με την προγενέστερη βιβλιογραφία και τι έχει καταγραφεί τόσο στον χώρο της Αμερικής όσο και παγκοσμίως. Με βάση την έρευνα των (Fuller et al., 2002) στις Η.Π.Α. παρατηρήθηκε ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων εμφανίζουν θετικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης σε αντίθεση με όταν εξαγοράζουν δημόσιους στόχους όπου εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις, ομοίως και οι (Faccio et al., 2006) για χώρες της Δυτικής Ευρώπης επιβεβαιώνουν ότι οι αγοραστές εισηγμένων εταιρειών εμφανίζουν αρνητικές ή / και μηδενικές μη κανονικές αποδόσεις, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από την παρούσα έρευνα με μία διαφορά στη μέση απόδοσή τους της τάξεως του 1,60%. Ομοίως, και με βάση τους (Draper and Paudyal, 2006) οι οποίοι μελέτησαν τις εξαγορές ιδιωτικών και δημόσιων εταιρειών και στο Ηνωμένο Βασίλειο επιβεβαιώνουν πως αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών κερδίζουν θετικές μη - κανονικές αποδόσεις, σε αντιδιαστολή με τους αγοραστές δημόσιων εταιρειών - στόχων όπου σημείωσαν ζημίες.

Σύμφωνα με τους (Ang and Kohers, 2001) στον χώρο των Η.Π.Α. παρατηρήθηκε ότι ο αγοραστής μίας ιδιωτικής εταιρείας - στόχου είναι μικρότερος σε μέγεθος από έναν αγοραστή δημόσιου στόχου και στην περίπτωση όπου ανήκουν σε διαφορετικό κλάδο είναι πιθανότερο να εξαγοράσουν έναν στόχο με τη χρήση μετρητών, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από το ως άνω δείγμα, καθώς παρατηρήθηκε ότι κατά μέσο όρο το μέγεθος ενός αγοραστή σε ιδιωτικές εξαγορές είναι 3 φορές μικρότερο από ότι είναι για δημόσιες εξαγορές ως ο λογάριθμος της κεφαλαιοποίησής τους, ενώ όταν πρόκειται για εξαγορές εταιρειών σε διαφορετικούς κλάδους υπάρχει μία προτίμηση σε ένα ποσοστό 86% η χρήση μετρητών ως τρόπο πληρωμής. Παρομοίως και οι (Capron and Shen, 2007) βρήκαν ότι σε μία πιθανή εξαγορά οι εν δυνάμει αγοραστές ευνοούν τις ιδιωτικές εξαγορές όταν αφορά εταιρείες σε οικείους κλάδους το οποίο επιβεβαιώνεται και από το αρχικό δείγμα των 1.850 εξαγορών, δεδομένου ότι όταν οι αγοραστές παρέμεναν στον ίδιο κλάδο οι ιδιωτικές εξαγορές εμφανίζονταν με μεγαλύτερη συχνότητα σε ποσοστό 71% ενώ οι δημόσιες σε 28%, αλλά και από το τελικό δείγμα σε ποσοστό 65% και 35% αντίστοιχα.

Αναφορικά με τη χρήση ενδεχόμενων πληρωμών, σύμφωνα με την συστημική έρευνα του (Dahlen, 2024) παρατηρήθηκε πως η χρήση τους απαντάται συνηθέστερα σε εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από το αρχικό δείγμα με μια διαφορά 13% υπέρ των ιδιωτικών εξαγορών έναντι των δημόσιων, καθώς και σε ποσοστό 9% στο τελικό δείγμα. Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι και στις εξαγορές στις οποίες γίνεται χρήση των earnouts κέρδιζαν θετικές μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, εύρημα το οποίο εν μέρη υποστηρίζεται και από την παρούσα μελέτη, καθώς οι ιδιωτικές εξαγορές εμφάνιζαν τις πλέον θετικές αποδόσεις συγκριτικά με

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

όλους τους λοιπούς τρόπους πληρωμής, ήτοι μόνο με μετρητά, μόνο με μετοχές ή και με συνδυασμό των δύο.

Τέλος, με βάση τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων και των ερευνών των (Doukas and Kan, 2006) και (Doukas et al., 2014), οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων κερδίζουν περισσότερο την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς δεδομένου της ύπαρξης προοπτικών ανάπτυξης, της χαμηλής μόχλευσης και της ύπαρξη αβεβαιότητας. Σύμφωνα με την παρούσα έρευνα, η εν λόγω θεωρία επιβεβαιώνεται εν μέρη, αναφορικά με την ύπαρξη αβεβαιότητας η οποία μετριέται με βάση την ηλικία της αγοράστριας εταιρείας και επιβεβαιώνεται πως αγοραστές οι οποίοι είναι μικρότεροι σε ηλικία αντιμετωπίζονται από την αγορά ως περισσότερο επικίνδυνες και επομένως αυξάνεται η αξία του call option. Σημειώνεται επίσης, ότι οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων είχαν πράγματι μικρότερη κάλυψη από αναλυτές και χαμηλότερα επίπεδα μόχλευσης από τους αγοραστές δημόσιων στόχων γεγονός που συμβαδίζει με τα ευρήματα της βιβλιογραφίας.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

7 Συμπεράσματα

Στην ανά χείρας μελέτη χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από τον χώρο την Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής κατά τη χρονική περίοδο 2010 έως και το 2019, μέσω της πλατφόρμα LSEG Datastream, με σκοπό να μελετηθεί μία διαφορετική εξήγηση περί των θετικών μη - αναμενόμενων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης των αγοραστών ιδιωτικών εταιρειών - στόχων έναντι των δημόσιων. Σε συνέχεια της αρχικής έρευνας των (Doukas et al., 2014), πραγματοποιήθηκε εκ νέου διερεύνηση των πλεονεκτημάτων της υπόθεση των ενδεχόμενων απαιτήσεων και στο χώρο της Αμερικής και μέσω αυτής ερμηνεύτηκαν διαφορές οι οποίες έχουν παρατηρηθεί στην βιβλιογραφία μεταξύ των ιδιωτικών και δημόσιων εξαγορών, μέσω ενός παραλληλισμού των αποδόσεων του αγοραστή την ημέρα της ανακοίνωσης με ένα δικαίωμα ανάπτυξης, σε συνδυασμό με τη χαμηλή μόχλευση του αγοραστή και την αντιλαμβανόμενη αβεβαιότητα της αγοράς, βασισμένη στην ηλικία του αγοραστή και τον αριθμό των αναλυτών που την παρακολουθούν.

Σε συνάφεια με την προγενέστερη βιβλιογραφία, όπως έχει παρατεθεί και αναλυθεί, βρέθηκε πως οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων κερδίζουν σημαντικές και θετικές μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης σε αντιδιαστολή με τις αρνητικές αποδόσεις των δημόσιων στόχων, ενώ δεν επιβεβαιώνεται ότι θετικές αυτές αποδόσεις συνδέονται με μία αύξηση στην αξία ενός δικαιώματος ανάπτυξης. Τα ανωτέρω ευρήματα βασίζονται στις υποκατάστατες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν οι οποίες υποδεικνύουν πως οι αγοραστές δημόσιων εταιρειών - στόχων απολαμβάνουν μία υψηλότερη ξαφνική άνοδο στην τιμή τους στο χρηματιστήριο προ της ημέρας της ανακοίνωσης, αντιθετικά με της έρευνα των (Doukas et al., 2014) στην Ευρώπη. Ωστόσο, παρατηρήθηκε πως, στο τεταρτημόριο με τα υψηλά runups οι ιδιωτικές εξαγορές κερδίζουν θετικές και μεγαλύτερες αποδόσεις από τις δημόσιες, καθώς και ότι οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών έχουν στο σύνολό τους χαμηλότερη μόχλευση. Ειδικότερα, αναφορικά με τις δημόσιες εξαγορές, διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που έχουν χαμηλότερη μόχλευση αποκομίζουν εν γένει υψηλότερες μη - κανονικές αποδόσεις, ενώ με τις ιδιωτικές εξαγορές παρατηρήθηκε το ακριβώς αντίστροφο, δηλαδή τις πλέον μεγαλύτερες αποδόσεις απολάμβαναν οι αγοραστές με υψηλό ποσοστό δανείων στον Ισολογισμό τους.

Με βάση τη θεωρία των ενδεχόμενων απαιτήσεων, είναι γνωστό πως η αβεβαιότητα λειτουργεί ως θετικός παράγοντας στο επίπεδο της τιμής ενός δικαιώματος αγοράς στα ιδία κεφάλαια και επομένως εταιρείες με υψηλότερο αντιλαμβανόμενο ρίσκο θα πρέπει να απολαμβάνουν μεγαλύτερων αποδόσεων, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από το δείγμα. Συγκεκριμένα, οι αγοραστές ιδιωτικών εταιρειών - στόχων είναι μικρότεροι σε μέγεθος έναντι των αγοραστών που εξαγοράζουν δημόσιες εταιρείες και ακολουθούνται από έναν μικρότερο αριθμό αναλυτών κατά το ήμισυ, ως αποτέλεσμα, οι αγοραστές

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

ιδιωτικών εταιρειών να εκλαμβάνονται από τους επενδυτές ως περισσότερο αβέβαιες από τις δημόσιες απολαμβάνοντας και υψηλότερων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης.

Η δεσμευμένη επίδραση των υψηλών runups των τιμών σε συνδυασμό με τη χαμηλή μόχλευση βρέθηκε πως είναι αρνητική υποδηλώνοντας ότι οι αγοραστές παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερες μη - κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης, επομένως η αγορά δεν επιβραβεύει τον εν λόγω συνδυασμό, σε αντίθεση με τις προσταγές της θεωρίας των παραγώγων. Η επίδραση της ηλικίας παραμένει και εκείνη αρνητική, επιβεβαιώνοντας τα προηγούμενα ήτοι πως οι μεγαλύτερες σε ηλικία εταιρείες τείνουν να λαμβάνουν χαμηλότερες αποδόσεις την ημέρας της εξαγοράς. Με την ανάλυση παλινδρόμησης εξήχθησαν συμπληρωματικά αποτελέσματα αναφορικά με την θεωρία ενδεχόμενων απαιτήσεων ελέγχοντας για την ασυμμετρία της πληροφόρησης και την μέθοδο πληρωμής. Τέλος, αναφορικά με τη χρήση ενδεχόμενων τρόπων πληρωμής, τα προηγούμενα ευρήματα επιβεβαιώνονται, καθώς η χρήση τους συναντάται κυρίως σε ιδιωτικές εξαγορές, και οι αγοραστές των ιδιωτικών στόχων εμφανίζουν σημαντικά θετικές μη – κανονικές αποδόσεις την ημερομηνία της εξαγοράς.

Μία πιθανή εξήγηση της μη - ολοκληρωτικής επιβεβαίωσης της θεωρίας των ενδεχόμενων απαιτήσεων στην Αμερική έναντι της Ευρώπης έγκειται στο γεγονός ότι στον οικονομικό χώρο των Η.Π.Α. επικρατεί η υιοθέτηση δυναμικών μηχανισμών τιμολόγησης μέσω συχνών αναπροσαρμογών των τιμών και τη χρήση earnouts, σε αντίθεση με τον Ευρωπαϊκό χώρο όπου ο κυριότερος μηχανισμός που χρησιμοποιείται είναι ο λεγόμενος «locked box» βάσει του οποίου η τελική τιμής μίας εξαγοράς εξάγεται με αναφορά σε μία συγκεκριμένα ημερομηνία των οικονομικών καταστάσεων της προ εξαγοράς, ενισχύοντας με αυτό τον τρόπο την προβλεψιμότητα και τον περιορισμό του κινδύνου. Συμπερασματικά, και δεδομένου ότι οι ιδιωτικές εξαγορές απολαμβάνουν υψηλότερων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης αλλά χαμηλότερα runups αντανακλά ακριβώς αυτό, ήτοι μία προσπάθεια εξισορρόπησης των προσδοκιών της αγοράς μέσω προσαρμογών στην τιμή του αγοραστή.

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

8 Βιβλιογραφία

Επιστημονικά Άρθρα

Alexandridis, G., Petmezas, D., Travlos, N.G., 2010. Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. Finance Manage 39, 1671–1695. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01126.x

Ang, J., Kohers, N., 2001a. The take-over market for privately held companies: the US experience, Cambridge Journal of Economics.

Ang, J., Kohers, N., 2001b. The take-over market for privately held companies: the US experience, Cambridge Journal of Economics.

Barclay, M.J., Smith, C.W., Morellec, E., 2006. On the debt capacity of growth options. Journal of Business. https://doi.org/10.1086/497404

Bargeron, L.L., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M., Zutter, C.J., 2008. Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? J finance econ 89, 375–390. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.005

Berk, J.B., Green, R.C., Naik, V., 1999. Optimal investment, growth options, and security returns. Journal of Finance 54, 1553–1607. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00161

Black, F., Scholes, M., 1973. Black and Scoles-1973-The Pricing of Options and Corporate Liability.

Capron, L., Shen, J.C., 2007. Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns. Strategic Management Journal. https://doi.org/10.1002/smj.612

Chang, S., 1998. Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. Journal of Finance 53, 773–784. https://doi.org/10.1111/0022-1082.315138

Choi, A.H., Broughman, B., Guttentag, M., Hayashi, A., Lee, A., Listokin, Y., Spier, K., Wilhelm, B., 2016. Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments Earnouts and Purchase Price Adjustments.

Chung, K.H., 1993. The Contingent-Claims Approach to Investment Decisions. Decision Sciences 24, 1215–1221. https://doi.org/10.1111/j.1540-5915.1993.tb00512.x

Dahlen, N., 2024. Earnouts in mergers and acquisitions: a systematic literature review of a contingent payment mechanism. Management Review Quarterly. https://doi.org/10.1007/s11301-024-00429-w

Diether, K.B., Malloy, C.J., Scherbina, A., 2002. Differences of opinion and the cross section of stock returns. Journal of Finance 57, 2113–2141. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00490

Doukas, J.A., Kan, O.B., 2006. Does global diversification destroy firm value? J Int Bus Stud 37, 352–371. https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400203

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Doukas, J.A., Petmezas, D., 2007. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. European Financial Management 13, 531–577. https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00371.x

Draper, P., Paudyal, K., 2006. Acquisitions: Private versus public. European Financial Management 12, 57–80. https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00310.x

Erel, I., Liao, R.C., Weisbach, M.S., 2012. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. Journal of Finance 67, 1045–1082. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x

Faccio, M., McConnell, J.J., Stolin, D., 2006. Returns to acquirers of listed and unlisted targets. Journal of Financial and Quantitative Analysis 41, 197–220. https://doi.org/10.1017/S0022109000002477

Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M., 2002. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. Journal of Finance 57, 1763–1793. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00477

Glosten, L.R., Jagannathan, R., 1994. A contingent claim approach to performance evaluation, Journal of Empirical Finance.

Golubov, A., Xiong, N., 2020. Post-acquisition performance of private acquirers. Journal of Corporate Finance 60. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101545

Grenadier, S.R., 2002. Option Exercise Games: An Application to the Equilibrium Investment Strategies of Firms.

Hackbarth, D., Morellec, E., 2008. Stock Returns in Mergers and Acquisitions. Journal of Finance 63, 1213–1252. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01356.x

Hull, J., White, A., 1988. An Overview of Contingent Claims Pricing. Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration 5, 55–61. https://doi.org/10.1111/j.1936-4490.1988.tb00485.x

John, K., Freund, S., Nguyen, D., Vasudevan, G.K., 2010. Investor protection and cross-border acquisitions of private and public targets. Journal of Corporate Finance 16, 259–275. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.02.001

Johnson, T.C., 2004. Forecast dispersion and the cross section of expected returns. Journal of Finance 59, 1957–1978. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00688.x

Kalay, A., Pant, S., Amihud, Y., Baruch, S., Bessembinder, H., Carpenter, J., Hasbrouck, J., Lemmon, M., Myers, S., 2009. The Market Value of the Vote: A Contingent Claims Approach *.

Lebedev, S., Peng, M.W., Xie, E., Stevens, C.E., 2015. Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. Journal of World Business 50, 651–662. https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.09.003

Lukas, E., Reuer, J.J., Welling, A., 2012. Earnouts in mergers and acquisitions: A game-theoretic option pricing approach. Eur J Oper Res 223, 256–263. https://doi.org/10.1016/j.ejor.2012.05.017

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Mansi, S.A., Reeb, D.M., 2002. Corporate diversification: What gets discounted? Journal of Finance 57, 2167–2183. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00492

Margrabe, W., 1978. The Value of an Option to Exchange One Asset for Another, Source: The Journal of Finance.

Mazzariol, P., Thomas, M., 2016. Theory and practice in M&A valuations. Strategic Direction 32, 8–11. https://doi.org/10.1108/SD-03-2016-0032

Merton, R.C., 1973. An Intertemporal Capital Asset Pricing Model.

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M., 2007. How do diversity of opinion and information asymmetry affect acquirer returns? Review of Financial Studies 20, 2047–2078. https://doi.org/10.1093/rfs/hhm040

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M., 2004. Firm size and the gains from acquisitions. J finance econ 73, 201–228. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002

Officer, M.S., Ang, A., Coles, J., Deangelo, H., Deangelo, L., Faccio, M., Harford, J., Hertzel, M., Malatesta, P., Rice, E., Stegemoller, M., 2006. The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets.

Officer, M.S., Poulsen, A.B., Stegemoller, M., 2009. Target-firm information asymmetry and acquirer returns. Rev Finance 13, 467–493. https://doi.org/10.1093/rof/rfn017

Pastor, P.Ł., Veronesi, P., 2003. Stock Valuation and Learning about profitability, THE JOURNAL OF FINANCE.

Shams, S.M.M., Gunasekarage, A., 2016. Private public distinction of the target and the long run operating performance of acquirers. Pacific Accounting Review 28, 38–58. https://doi.org/10.1108/PAR-02-2014-0004

Περιοδικές Εκδόσεις

Lehot, L., 2025. The Law Review. National Law Review Volume XV, Number 147.

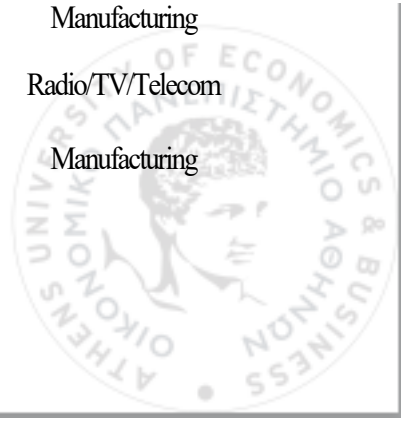
https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

9 Παράρτημα

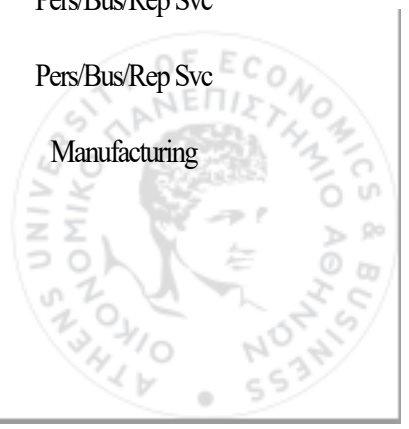
9.1 Τελικό δείγμα εξαγορών με κλάδο δραστηριότητας

SDC Deal No	Date Announced	Year	Acquiror Primary Ticker Symbol	Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	Acquiror SDC Industry	Target SDC Industry
2183519040	13/5/2010	2010	HON	Honeywell International Inc	$138.148.947	Cash Only	Public	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2211131020	13/8/2010	2010	IBM	International Business Machines Corp	$451.760.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2225277020	29/9/2010	2010	PAY	Verifone Systems Inc	$418.127.000	Stock Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2228786020	11/10/2010	2010	SRX	SRA International Inc	$90.000.000	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2244778040	1/12/2010	2010	WYN	Wyndham Worldwide Corp	$77.053.382	Cash Only	Private	Restaurant/Hotel	Restaurant/Hotel
2250159020	15/12/2010	2010	SWK	Stanley Black & Decker Inc	$30.536.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2232777020	20/12/2010	2010	RTN	Raytheon Co	$509.054.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2575672020	3/5/2011	2011	STJ	St Jude Medical Inc	$188.500.000	Cash & Earnouts	Private	Manufacturing	Manufacturing
2314505020	31/5/2011	2011	ASH	Ashland Inc	$3.200.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2313321020	13/6/2011	2011	HON	Honeywell International Inc	$522.355.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Radio/TV/Telecom
2325946020	5/7/2011	2011	NOV	National Oilwell Varco Inc	$777.673.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing



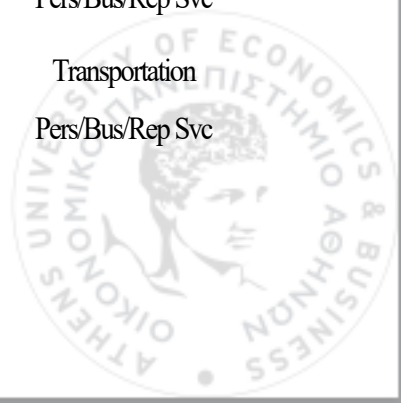
https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

SDC Deal No	Date Announced	Year	Acquiror Primary Ticker Symbol	Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	Acquiror SDC Industry	Target SDC Industry
2340682020	15/8/2011	2011	NGL	NGL Energy Partners LP	$170.720.000	Cash and Stock Combination	Private	Wholesale	Retail
2353571040	13/10/2011	2011	ITT	ITT Corp	$15.992.014	Cash Only	Private	Manufacturing	Wholesale
2357022020	26/10/2011	2011	SMP	Standard Motor Products Inc	$44.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Wholesale
2359999020	7/11/2011	2011	BBY	Best Buy Co Inc	$167.000.000	Cash Only	Private	Retail	Pers/Bus/Rep Svc
2406786020	17/4/2012	2012	CAG	ConAgra Foods Inc	$95.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2425221040	15/6/2012	2012	MOT	Motorola Solutions Inc	$194.678.862	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2440795020	9/8/2012	2012	NOV	National Oilwell Varco Inc	$2.581.157.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2444904020	27/8/2012	2012	IBM	International Business Machines Corp	$1.347.833.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2447943040	5/9/2012	2012	CAR	Avis Budget Group Inc	$28.970.887	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2463683020	30/10/2012	2012	DIS	Walt Disney Co	$4.050.000.000	Cash and Stock Combination	Private	Radio/TV/Telecom	Leisure
2475617020	9/12/2012	2012	HON	Honeywell International Inc	$603.446.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2492283020	28/12/2012	2012	ADT	The ADT Corp	$16.000.000	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2518222020	1/5/2013	2013	DWA	DreamWorks Animation SKG Inc	$150.000.000	Cash & Earnouts	Private	Leisure	Pers/Bus/Rep Svc
2521301020	14/5/2013	2013	SNA	Snap-On Inc	$38.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing



https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

SDC Deal No	Date Announced	Year	Acquiror Primary Ticker Symbol	Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	Acquiror SDC Industry	Target SDC Industry
2547023020	15/7/2013	2013	CAR	Avis Budget Group Inc	$50.000.000	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2594933040	19/12/2013	2013	RST	Rosetta Stone Inc	$11.254.924	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2611250040	19/2/2014	2014	GPK	Graphic Packaging Holding Co	$165.019.348	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2630425020	21/4/2014	2014	SMP	Standard Motor Products Inc	$11.500.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2632446020	29/4/2014	2014	ATK	Alliant Techsystems Inc	$3.778.982.000	Stock Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2633707020	30/4/2014	2014	LGP	Lehigh Gas Partners LP	$61.000.000	Cash Only	Private	Wholesale	Wholesale
2633245020	1/5/2014	2014	FGP	Ferrellgas Partners LP	$124.700.000	Cash Only	Private	Retail	Natural Resource
2641785020	30/5/2014	2014	SNA	Snap-On Inc	$42.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2659777020	30/7/2014	2014	HPY	Heartland Payment Systems Inc	$375.000.000	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2660501020	30/7/2014	2014	DDD	3D Systems Corp	$120.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2667346040	25/8/2014	2014	SON	Sonoco Products Co	$377.263.913	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2699205020	25/11/2014	2014	OMG	OM Group Inc	$24.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2714448020	12/1/2015	2015	ABC	AmerisourceBergen Corp	$2.455.564.000	Cash Only	Public	Wholesale	Wholesale
2729199040	2/3/2015	2015	CAR	Avis Budget Group Inc	$170.000.000	Cash & Earnouts	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2743435020	8/4/2015	2015	GNK	Genco Shipping & Trading Ltd	$93.685.000	Stock Only	Public	Transportation	Transportation
2755791020	26/5/2015	2015	EMC	EMC Corp	$1.200.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc

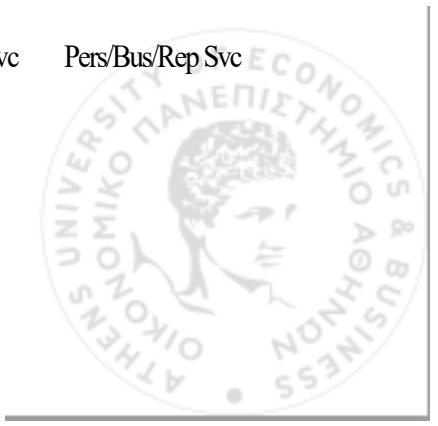


https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

SDC Deal No	Date Announced	Year	Acquiror Primary Ticker Symbol	Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	Acquiror SDC Industry	Target SDC Industry
2757693020	1/6/2015	2015	FGP	Ferrellgas Partners LP	$839.252.000	Cash and Stock Combination	Private	Retail	Transportation
2770654040	29/6/2015	2015	EMR	Emerson Electric Co	$99.029.118	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2774360020	8/7/2015	2015	INGR	Ingredion Inc	$100.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2788952020	6/8/2015	2015	IBM	International Business Machines Corp	$725.620.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2804812040	7/8/2015	2015	SNA	Snap-On Inc	$12.993.992	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2791029020	12/8/2015	2015	FLO	Flowers Foods Inc	$275.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2796263020	31/8/2015	2015	ITT	ITT Corp	$300.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
2807907040	6/10/2015	2015	CSC	Computer Sciences Corp	$296.288.640	Cash Only	Public	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc
2816434020	2/11/2015	2015	BMY	Bristol-Myers Squibb Co	$2.075.000.000	Cash & Earnouts	Private	Manufacturing	Manufacturing
2818457040	5/11/2015	2015	HON	Honeywell International Inc	$308.417.649	Cash Only	Public	Manufacturing	Manufacturing
2835557020	14/12/2015	2015	NWL	Newell Rubbermaid Inc	$15.435.135.000	Cash and Stock Combination	Public	Manufacturing	Wholesale
2898472040	15/1/2016	2016	PAY	Verifone Systems Inc	$89.084.276	Cash & Earnouts	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2926800040	1/3/2016	2016	HON	Honeywell International Inc	$122.801.887	Cash Only	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
2978282040	29/6/2016	2016	ROL	Rollins Inc	$9.204.541	Cash Only	Private	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

SDC Deal No	Date Announced	Year	Acquiror Primary Ticker Symbol	Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	Acquiror SDC Industry	Target SDC Industry
2980353040	5/7/2016	2016	BMY	Bristol-Myers Squibb Co	$520.142.107	Cash & Earnouts	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
3010025040	23/8/2016	2016	ALB	Albemarle Corp	$145.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
3047318040	12/12/2016	2016	NWL	Newell Brands Inc	$470.581.525	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
3053327020	20/12/2016	2016	INGR	Ingredion Inc	$400.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
3076333040	26/1/2017	2017	APH	Amphenol Corp	$43.757.931	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
3065880020	1/2/2017	2017	OKE	ONEOK Inc	$9.309.236.000	Stock Only	Public	Gas Distribution	Oil/Gas Pipeline
3119332020	26/6/2017	2017	SON	Sonoco Products Co	$170.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
3134705020	3/8/2017	2017	BMY	Bristol-Myers Squibb Co	$1.310.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
3148570040	11/9/2017	2017	SEE	Sealed Air Corp	$99.932.931	Cash Only	Private	Manufacturing	Manufacturing
3164095020	16/10/2017	2017	EMR	Emerson Electric Co	$510.000.000	Cash Only	Private	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
3103709020	18/1/2018	2018	WYN	Wyndham Worldwide Corp	$985.678.000	Cash Only	Public	Restaurant/Hotel	Restaurant/Hotel
3111445020	27/6/2018	2018	CAG	Conagra Brands Inc	$8.150.165.000	Cash and Stock Combination	Public	Manufacturing	Manufacturing
3258295020	28/6/2018	2018	SNX	SYNNEX Corp	$2.379.667.000	Cash and Stock Combination	Public	Pers/Bus/Rep Svc	Pers/Bus/Rep Svc



https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

SDC Deal No	Date Announced	Year	Acquiror Primary Ticker Symbol	Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	Acquiror SDC Industry	Target SDC Industry
3303665020	28/10/2018	2018	IBM	International Business Machines Corp	$33.555.370.000	Cash Only	Public	Manufacturing	Pers/Bus/Rep Svc
3503271020	7/8/2019	2019	BBY	Best Buy Co Inc	$21.000.000	Cash Only	Private	Retail	Manufacturing
2070572020	31/10/2019	2019	ATR	AptarGroup Inc	$93.000.000	Cash & Earnouts	Public	Manufacturing	Manufacturing

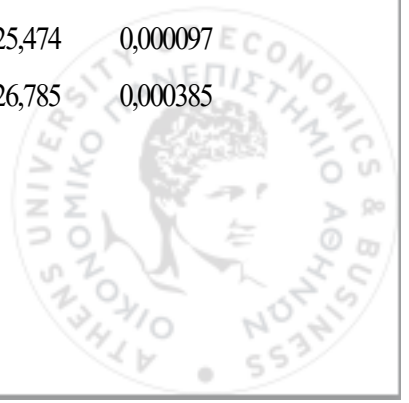
https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

9.2 Τελικό δείγμα εξαγορών με μεταβλητές

Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	CAR	RUNUP	TobinsQ	Leverage	Age	Coverage	Size	Realsize
Honeywell International Inc	$138.148.947	Cash Only	Public	0,010	0,079	1,129	18,150	25,016	7	31,360	0,000003
International Business Machines Corp	$451.760.000	Cash Only	Public	-0,007	-0,005	1,673	25,970	99,227	5	32,825	0,000003
Verifone Systems Inc	$418.127.000	Stock Only	Public	0,085	0,281	1,522	14,240	12,299	3	26,220	0,001714
SRA International Inc	$90.000.000	Cash Only	Private	0,005	-0,197	0,522	3,070	5,827	1	24,401	0,002276
Wyndham Worldwide Corp	$77.053.382	Cash Only	Private	0,021	0,030	0,572	6,100	18,682	3	24,487	0,001788
Stanley Black & Decker Inc	$30.536.000	Cash Only	Public	-0,008	-0,028	0,570	50,610	13,962	1	32,320	0,000000
Raytheon Co	$509.054.000	Cash Only	Public	-0,005	0,025	1,860	21,840	56,200	10	27,000	0,000956
St Jude Medical Inc	$188.500.000	Cash & Earnouts	Private	-0,008	0,101	0,064	0,410	15,096	1	28,096	0,000118
Ashland Inc	$3.200.000.000	Cash Only	Private	0,108	0,045	0,291	6,580	20,515	2	23,154	0,281393
Honeywell International Inc	$522.355.000	Cash Only	Public	0,014	-0,009	1,448	20,050	26,101	8	31,371	0,000012
National Oilwell Varco Inc	$777.673.000	Cash Only	Public	0,024	0,053	1,531	18,120	15,353	22	32,493	0,000006
NGL Energy Partners LP	$170.720.000	Cash and Stock Combination	Private	0,048	0,125	1,091	12,560	6,458	1	24,703	0,003190
ITT Corp	$15.992.014	Cash Only	Private	0,001	-0,061	2,148	0,170	16,115	4	28,223	0,000009

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	CAR	RUNUP	TobinsQ	Leverage	Age	Coverage	Size	Realsize
Standard Motor Products Inc	$44.000.000	Cash Only	Private	0,002	0,288	0,509	30,650	72,775	2	26,066	0,000210
Best Buy Co Inc	$167.000.000	Cash Only	Private	-0,017	0,042	0,472	11,960	66,482	9	28,229	0,000092
ConAgra Foods Inc	$95.000.000	Cash Only	Private	0,000	-0,051	0,673	12,820	27,600	19	29,295	0,000018
Motorola Solutions Inc	$194.678.862	Cash Only	Public	0,012	0,025	1,626	18,150	39,296	5	30,364	0,000013
National Oilwell Varco Inc	$2.581.157.000	Cash Only	Public	0,005	0,073	1,505	16,750	16,452	19	32,566	0,000019
International Business Machines Corp	$1.347.833.000	Cash Only	Public	-0,009	-0,047	2,246	28,870	101,268	10	32,997	0,000006
Avis Budget Group Inc	$28.970.887	Cash Only	Private	-0,004	0,080	2,419	25,640	88,556	4	26,156	0,000127
Walt Disney Co	$4.050.000.000	Cash and Stock Combination	Private	-0,019	0,014	0,502	34,870	13,666	1	20,593	4,612756
Honeywell International Inc	$603.446.000	Cash Only	Public	0,002	0,028	1,355	18,760	27,595	7	31,537	0,000012
The ADT Corp	$16.000.000	Cash Only	Private	0,023	0,156	0,871	35,800	9,838	1	23,047	0,001566
DreamWorks Animation SKG Inc	$150.000.000	Cash & Earnouts	Private	0,103	0,089	0,971	31,180	75,542	5	33,015	0,000001
Snap-On Inc	$38.000.000	Cash Only	Private	0,024	0,032	0,508	19,520	24,030	1	27,971	0,000027
Avis Budget Group Inc	$50.000.000	Cash Only	Private	-0,042	0,041	2,101	20,050	89,414	2	26,282	0,000193
Rosetta Stone Inc	$11.254.924	Cash Only	Private	0,014	-0,325	1,443	19,220	9,471	1	25,474	0,000097
Graphic Packaging Holding Co	$165.019.348	Cash Only	Private	-0,019	0,108	0,905	38,060	10,978	1	26,785	0,000385

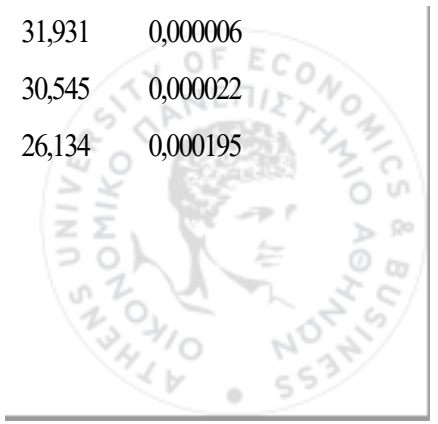


https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	CAR	RUNUP	TobinsQ	Leverage	Age	Coverage	Size	Realsize
Standard Motor Products Inc	$11.500.000	Cash Only	Private	0,025	0,157	0,941	26,430	75,263	1	27,464	0,000014
Alliant Techsystems Inc	$3.778.982.000	Stock Only	Public	0,029	0,063	1,510	10,110	29,225	10	27,962	0,002714
Lehigh Gas Partners LP	$61.000.000	Cash Only	Private	-0,016	-0,004	0,725	20,800	33,619	11	28,649	0,000022
Ferrellgas Partners LP	$124.700.000	Cash Only	Private	0,017	-0,036	0,746	39,250	19,099	12	28,195	0,000071
Snap-On Inc	$42.000.000	Cash Only	Private	0,001	0,024	0,600	16,420	25,074	2	28,290	0,000022
Heartland Payment Systems Inc	$375.000.000	Cash Only	Private	0,071	0,080	2,144	46,770	12,836	18	28,913	0,000104
3D Systems Corp	$120.000.000	Cash Only	Private	-0,004	-0,068	3,946	20,670	12,964	1	22,302	0,024747
Sonoco Products Co	$377.263.913	Cash Only	Private	-0,001	-0,106	0,171	8,500	68,348	5	35,261	0,000000
OM Group Inc	$24.000.000	Cash Only	Private	-0,030	-0,119	0,776	0,120	14,521	1	24,190	0,000749
AmerisourceBergen Corp	$2.455.564.000	Cash Only	Public	0,013	0,035	3,719	0,080	16,123	6	27,359	0,003224
Avis Budget Group Inc	$170.000.000	Cash & Earnouts	Private	0,015	-0,072	0,883	22,970	91,044	3	25,480	0,001460
Genco Shipping & Trading Ltd	$93.685.000	Stock Only	Public	-0,095	-0,400	1,038	48,040	128,389	7	28,213	0,000052
EMC Corp	$1.200.000.000	Cash Only	Private	0,000	-0,068	1,241	14,900	35,781	7	31,541	0,000024
Ferrellgas Partners LP	$839.252.000	Cash and Stock Combination	Private	-0,047	0,104	0,585	37,420	20,184	10	27,722	0,000766
Emerson Electric Co	$99.029.118	Cash Only	Public	-0,002	-0,017	0,526	19,330	16,274	2	24,635	0,001981
Ingredion Inc	$100.000.000	Cash Only	Private	-0,009	0,023	1,292	25,320	6,271	10	30,219	0,000008

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	CAR	RUNUP	TobinsQ	Leverage	Age	Coverage	Size	Realsize
International Business Machines Corp	$725.620.000	Cash Only	Public	-0,008	-0,060	1,885	37,750	104,211	8	32,521	0,000005
Snap-On Inc	$12.993.992	Cash Only	Private	-0,001	0,075	0,717	17,500	26,263	2	28,105	0,000008
Flowers Foods Inc	$275.000.000	Cash Only	Private	0,077	0,016	0,867	13,630	1,301	1	24,574	0,005850
ITT Corp	$300.000.000	Cash Only	Private	0,039	-0,128	1,172	7,310	20,000	6	28,810	0,000092
Computer Sciences Corp	$296.288.640	Cash Only	Public	-0,004	0,036	0,514	15,700	8,603	1	23,865	0,012806
Bristol-Myers Squibb Co	$2.075.000.000	Cash & Earnouts	Private	-0,028	0,048	0,740	1,490	29,775	3	25,441	0,018536
Honeywell International Inc	$308.417.649	Cash Only	Public	0,008	-0,014	1,734	24,610	30,501	12	32,010	0,000004
Newell Rubbermaid Inc	$15.435.135.000	Cash and Stock Combination	Public	-0,059	0,099	0,517	29,490	45,575	3	32,144	0,000169
Verifone Systems Inc	$89.084.276	Cash & Earnouts	Private	-0,029	-0,153	2,675	0,323	17,597	6	27,048	0,000160
Honeywell International Inc	$122.801.887	Cash Only	Private	0,014	0,050	1,874	24,610	30,822	11	32,010	0,000002
Rollins Inc	$9.204.541	Cash Only	Private	0,024	0,054	0,876	42,980	11,444	1	23,821	0,000416
Bristol-Myers Squibb Co	$520.142.107	Cash & Earnouts	Private	0,003	0,045	0,640	0,800	30,449	3	25,490	0,004427
Albemarle Corp	$145.000.000	Cash Only	Private	-0,002	-0,029	0,529	0,324	5,942	1	23,131	0,013050
Newell Brands Inc	$470.581.525	Cash Only	Private	0,035	-0,160	0,576	34,470	46,573	8	31,931	0,000006
Ingredion Inc	$400.000.000	Cash Only	Private	-0,004	-0,123	1,180	23,400	7,726	12	30,545	0,000022
Amphenol Corp	$43.757.931	Cash Only	Private	-0,033	-0,038	0,963	26,120	15,597	2	26,134	0,000195



https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589

Acquiror Full Name	Deal Value	Consideration Structure	Target Public Status	CAR	RUNUP	TobinsQ	Leverage	Age	Coverage	Size	Realsize
ONEOK Inc	$9.309.236.000	Stock Only	Public	0,034	-0,018	0,665	31,630	67,299	1	32,559	0,000067
Sonoco Products Co	$170.000.000	Cash Only	Private	0,007	-0,043	0,339	6,830	71,186	11	36,098	0,000000
Bristol-Myers Squibb Co	$1.310.000.000	Cash Only	Private	-0,003	0,034	0,644	1,320	31,529	3	25,576	0,010230
Sealed Air Corp	$99.932.931	Cash Only	Private	-0,015	-0,049	2,088	3,100	17,145	1	25,303	0,001025
Emerson Electric Co	$510.000.000	Cash Only	Private	0,021	0,017	0,743	4,650	18,575	1	24,510	0,011560
Wyndham Worldwide Corp	$985.678.000	Cash Only	Public	0,071	0,032	0,584	3,070	25,819	2	25,301	0,010126
Conagra Brands Inc	$8.150.165.000	Cash and Stock Combination	Public	-0,080	0,029	1,328	21,840	33,797	15	30,304	0,000563
SYNNEX Corp	$2.379.667.000	Cash and Stock Combination	Public	-0,121	0,021	0,558	25,320	34,978	1	24,183	0,074804
International Business Machines Corp	$33.555.370.000	Cash Only	Public	-0,031	-0,058	1,556	38,770	107,441	8	32,251	0,000331
Best Buy Co Inc	$21.000.000	Cash Only	Private	0,009	0,013	0,544	16,800	74,236	5	28,221	0,000012
AptarGroup Inc	$93.000.000	Cash & Earnouts	Public	-0,075	-0,082	0,960	3,250	32,419	6	26,610	0,000258

https://doi.org/10.26219/heal.aueb.9589