

**ΤΜΗΜΑ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ
ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΜΗΜΑ

ΤΟΜΕΑΣ : ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΚΑΜΑΛΕΔΑΚΗ ΧΡΙΣΤΙΝΑΣ**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Κ. ΖΟΠΟΥΝΙΔΗΣ

ΘΕΜΑ

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΜΙΑ ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.

ΙΟΥΝΙΟΣ 2004

♦ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

-ΕΙΣΑΓΩΓΗ

-ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

1.1 Λόγοι για εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων

1.1.1. Παράγοντες που οδηγούν σε πραγματοποίηση δραστηριοτήτων εξαγοράς. (Γ. Παπούλιας, 1993).

1.1.2 Κίνητρα του αγοραστή. Κίνητρα του πωλητή.

1.2 Μέθοδοι εξαγορών

1.2.1 Συγχώνευση με απορρόφηση

1.2.2 Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας

1.2.3 Απορρόφηση ανώνυμης εταιρείας από άλλη που κατέχει το σύνολο των μετοχών της

1.3 Η περίπτωση της Ελλάδας - Μια σύντομη αναφορά.

1.4 Όγκος συναλλαγών, μεταβολές στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων και δραστηριότητα εξαγοράς.

1.5 Ο δείκτης του Tobin (q) και η σχέση του με την δραστηριότητα της εξαγοράς.

1.6 Χρηματοοικονομική Μόχλευση και δραστηριότητα εξαγοράς.

1.7 Καθαρές Ταμιακές Ροές και δραστηριότητα εξαγοράς

1.8. Ιστορική Αναδρομή σε μελέτες που έχουν γίνει και αφορούν το θέμα των εξαγορών.

1.8.1 Frank K. Reilly- (1962)

1.8.2 Jack O. Vance-(1969)

1.8.3 M. Simkowitz και R. J. Monroe- (1971)

1.8.4 J. Tzoannos, J.M. Samuels-(1972)

1.8.5 Ahmed Belkaoui-(1978) και Udayan P. Rege - (1984).

1.8.6 Donald L. Stevens -(1973).

- ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

2.1 Παρουσίαση υποδείγματος Palepu K.G.(1986).

2.2 Παρουσίαση υποδείγματος Powell G. Ronan (1997).

2.3 Παρουσίαση υποδείγματος Theodossiou et.al.(1986).

- ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Σύνοψη-Σύγκριση αποτελεσμάτων υποδειγμάτων

Συμπεράσματα.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κατά την διάρκεια των προηγούμενων δεκαετιών ο αριθμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων επιχειρήσεων αυξήθηκε παγκοσμίως με ταχύτατους ρυθμούς. Ολοένα και μεγαλύτερος αριθμός επιχειρήσεων επιχειρεί σήμερα την αύξηση των δραστηριοτήτων τους με τη μέθοδο της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Τα κυριότερα επιχειρήματα, πάνω στα οποία στηρίζεται η λήψη απόφασης για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης, βασίζονται στο γεγονός ότι διαμέσου μιας τέτοιας δραστηριότητας η επιχείρηση επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας. Το γεγονός αυτό την καθιστά περισσότερο ανταγωνιστική, αφού επιτυγχάνει χαμηλότερο κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος. Η μεγαλύτερη επιχείρηση που προκύπτει μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, αυξάνει την ανταγωνιστικότητα της και βελτιώνει το δίκτυο διανομής των προϊόντων της.

Τα κίνητρα για συγχωνεύσεις ποικίλουν, συνήθως όμως αυτοί που παίρνουν την απόφαση επιδιώκουν την επίτευξη του μέγιστου δυνατού αποτελέσματος προς όφελος της εταιρείας τους.

Σε ερευνητικό επίπεδο, οι προσπάθειες που έχουν γίνει για την μοντελοποίηση της πιθανότητας μιας εξαγοράς έχουν δύο στόχους :

1) Να προσδιορίσουν και να αναλύσουν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών στις οποίες υποβάλλονται προσφορές.

2) Να υπολογίσουν την πιθανότητα εξαγοράς μιας εταιρείας η οποία μπορεί να αποτελέσει σημείο αναφοράς για μια στρατηγική επένδυσης, αφού εταιρείες με υψηλή πιθανότητα εξαγοράς θα μπορούσαν να αποτελέσουν επενδυτικούς στόχους.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από τρία κεφάλαια:

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια αναλυτική παρουσίαση του θέματος των εξαγορών και των συγχωνεύσεων καθώς και μια συνοπτική παρουσίαση συμπερασμάτων διαφόρων μελετών που αναφέρονται στις μεταβολές που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τόσο των εξαγοραζομένων όσο και των εξαγοραστριών εταιρειών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. Γίνεται επίσης μια ανάλυση της σχέσης που υπάρχει ανάμεσα στην μεταβολή του δείκτη της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και του επιπέδου των καθαρών ταμιακών ροών από την μια και στην δραστηριότητα της εξαγοράς από την άλλη, όπως αυτή έχει παρουσιαστεί σε διάφορες μελέτες. Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου πραγματοποιείται μια σύντομη ιστορική αναφορά στις σημαντικότερες μελέτες που έχουν δημοσιευτεί πάνω στο θέμα των εξαγορών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιείται η αναλυτική παρουσίαση τριών υποδειγμάτων τα οποία προτάθηκαν, σε ερευνητικό επίπεδο, για τον προσδιορισμό της πιθανότητας εξαγοράς. Με την ανάλυση των τριών αυτών υποδειγμάτων γίνεται μια προσπάθεια να προσδιοριστούν τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης τα οποία παίζουν καθοριστικό ρόλο στην πιθανότητα εξαγοράς της.

Στο πρώτο υπόδειγμα το οποίο παρουσίασε το 1986 ο *Palepu* στο άρθρο του "*Predicting Takeover Targets*", χρησιμοποιείται ένα υπόδειγμα πιθανότητας της εξαγοράς με το οποίο πραγματοποιείται μια εμπειρική πρόβλεψη της εξαγοράς με δύο σημαντικές μεθοδολογικές διαφοροποιήσεις όσον αφορά προγενέστερες μελέτες που είχαν γίνει πάνω στο θέμα:

Η πρώτη διαφοροποίηση συνδέεται με την αντιμετώπιση του προβλήματος της ύπαρξης δυαδικών καταστάσεων στα υποδείγματα πρόβλεψης και τον καθορισμό τρόπων, μέσω των οποίων μπορούν να αποφευχθούν τα προβλήματα αυτά.

Η δεύτερη διαφοροποίηση συνδέεται με την δυνατότητα να προβλεφθούν στόχοι με υψηλό βαθμό ακρίβειας αφού διορθωθούν τα μεθοδολογικά προβλήματα των προγενέστερων μελετών.

Σκοπός του δεύτερου υποδείγματος, το οποίο δημοσίευσε το 1987 ο *Powell* στο άρθρο του με τίτλο "*Modelling Takeover Likelihood*" είναι να διερευνήσει κατά πόσο η πιθανότητα της εξαγοράς επηρεάζεται από ορισμένα χαρακτηριστικά της εταιρείας ή του κλάδου στον οποίο αυτή ανήκει. Σύμφωνα με την μελέτη του *Powell* τα χαρακτηριστικά των εταιρειών και του κλάδου είναι καθοριστικά στο να προσδιορίσουμε την πιθανότητα εξαγοράς της. Επίσης ένα άλλο σημαντικό στοιχείο αυτής της μελέτης είναι ότι πραγματοποιείται ένας διαχωρισμός μεταξύ φιλικών και εχθρικών εξαγορών προκειμένου να διερευνηθεί κατά πόσο ο διαχωρισμός αυτός βελτιώνει την ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος. Τα αποτελέσματα

αυτής της έρευνας παρουσιάζονται αναλυτικότερα στην συνέχεια.

Το τρίτο υπόδειγμα που παρουσιάζεται στην παρούσα εργασία, αναφέρεται σε μια προσπάθεια ανάλυσης των σημαντικότερων χαρακτηριστικών μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας που είναι καθοριστικά για τον ακριβή υπολογισμό της πιθανότητας εξαγοράς της. Αναπτύχθηκε από τους *Theodosiou , Kahya , Saidi & Phillipatos (1996)* στο άρθρο τους "*Financial Distress and Corporate Acquisitions*".

Η εξαγορά μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του θέματος των εξαγορών με σημαντικές εφαρμογές για τους επενδυτές, τους μετόχους και τους κατόχους ομολογιών καθώς και για τους διευθυντές των εταιρειών. Μια έγκαιρη και ακριβής πρόβλεψη για την εξαγορά μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας οδηγεί σε στρατηγικές επένδυσης με μεγάλα περιθώρια κέρδους για τους επενδυτές και τους μετόχους.

Τέλος στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας γίνεται μια σύνοψη των αποτελεσμάτων τα οποία προκύπτουν από τις αναλυτικές παρουσιάσεις των υποδειγμάτων καθώς και μια σύντομη αναφορά σε μια σειρά ποιοτικών κριτηρίων, τα οποία μαζί με τα ποσοτικά κριτήρια που αναφέρονται στις διάφορες μελέτες, διαμορφώνουν μια πιο ολοκληρωμένη άποψη για το σύνολο των χαρακτηριστικών που επιδρούν στον υπολογισμό της πιθανότητας εξαγοράς μιας επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

***ΣΥΝΤΟΜΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΓΙΝΕΙ ΓΙΑ
ΘΕΜΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ***

ΓΕΝΙΚΑ

Στο τμήμα αυτό της εργασίας γίνεται μια σύντομη αναφορά στα συμπεράσματα τα οποία έχουν διατυπωθεί σε διάφορες μελέτες σχετικά με το θέμα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων επιχειρήσεων.

1.1 Λόγοι για εξαγορές και συγχωνεύσεις

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση επιθυμεί τη συγχώνευση και πολλοί έχουν ασχοληθεί με την ανάλυση των λόγων αυτών.

1.1.1 Παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν σε δραστηριότητα εξαγοράς

Μια σειρά από παράγοντες (Γ.Παπούλιας,1993) μπορούν να οδηγήσουν στη πραγματοποίηση δραστηριοτήτων εξαγοράς :

-*Λειτουργικές οικονομίες*: Οι οικονομίες αυτές αναφέρονται σε έξοδα διαχείρισης και πωλήσεων και επιτυγχάνονται με δύο τρόπους. Πρώτον με κατάργηση ή συγχώνευση διπλών υπηρεσιών (λογιστήρια, marketing κ.λ.π.) και δεύτερον, με οικονομίες οι οποίες επιτυγχάνονται λόγω παραγωγής σε μεγάλη κλίμακα (οπότε οι σταθερές δαπάνες κατανέμονται σε μεγαλύτερο αριθμό φυσικών μονάδων προϊόντος).

- *Μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου*: η ελάττωση του κινδύνου που επιτυγχάνεται όταν πρόκειται να παραχθεί νέο προϊόν ή όταν ελαττώνεται η αστάθεια των κερδών που οφείλεται σε κυκλικές διακυμάνσεις. Όταν μια μικρή εταιρεία αποπειραθεί να εισάγει ένα νέο προϊόν ή να αλλάξει το μοναδικό προϊόν που παράγει και αποτύχει σε αυτήν της την προσπάθεια, η ζημιά που θα προκληθεί μπορεί να είναι πολύ μεγάλη και να την οδηγήσει σε πτώχευση. Αν όμως αυτή η προσπάθεια πραγματοποιηθεί από κοινού με μια μεγάλη εταιρεία ή με μια εταιρεία που παράγει περισσότερα από ένα προϊόντα, η ζημιά θα μπορούσε να μην έχει καταστρεπτικά αποτελέσματα. Η ελάττωση του κινδύνου διακύμανσης των κερδών, λόγω κυκλικών διακυμάνσεων, επέρχεται και με ενοποίηση παραγωγικών μονάδων διαφορετικών προϊόντων, όχι όμως τελείως άσχετων μεταξύ τους.

- *Επέκταση* : Η αύξηση του ενεργητικού, των πωλήσεων και των κερδών (growth) μιας επιχειρηματικής μονάδας πιθανόν να μπορεί να επιτευχθεί με μικρότερο κόστος μέσω εξωτερικής ανάπτυξης παρά μέσω εσωτερικών επενδύσεων. Η επένδυση που στοχεύει στην εσωτερική ανάπτυξη συνεπάγεται ρίσκο και χρόνο. Μπορεί όμως το ρίσκο και ο χρόνος να μειωθούν αν η ανάπτυξη της επιχειρηματικής μονάδας πραγματοποιηθεί με απορρόφηση ή συγχώνευση με άλλη μονάδα.

-*Χρηματοδότηση*: οι επιχειρήσεις μπορεί να αδυνατούν να αναλάβουν διάφορα αναπτυξιακά επενδυτικά προγράμματα εξαιτίας της έλλειψης χρηματοδοτικών πόρων. Η απόκτηση των απαραίτητων παραγωγικών μέσων μπορεί να επιτευχθεί με ανταλλαγή μετοχών με τους μετόχους της

απορροφούμενης ή συγχωνευόμενης εταιρείας. Εταιρείες με μεγάλα αποθέματα μετρητών συγχωνεύονται με άλλες που έχουν καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης. Με αυτό τον τρόπο οφελούνται και οι δύο εταιρείες, η μία επιτυγχάνει την ανάπτυξή της και η άλλη επενδύει τα κεφάλαιά της.

- *Διοίκηση*: Η παραγωγή σε μεγάλη κλίμακα απαιτεί ικανή διοίκηση την οποία πιθανόν δεν διαθέτει η εταιρεία. Σε επιχειρήσεις που έχουν αποκεντρωθεί λαμβάνονται σημαντικές αποφάσεις από επιτροπές ή στελέχη διορισμένα από την ανώτατη διοίκηση. Οι αποφάσεις αυτές είναι σημαντικές για την μελλοντική ανάπτυξη της εταιρείας. Όταν δεν υπάρχουν τα κατάλληλα διοικητικά στελέχη σε μια επιχείρηση μπορεί να επιδιωχθεί η απόκτηση μιας άλλης η οποία διαθέτει καλύτερα διοικητικά στελέχη και έτσι να ωφεληθούν και οι δύο.

- *Απόκτηση Τεχνολογίας* : Η απόκτηση τεχνολογίας που δεν διαθέτει η επιχείρηση, η εξιδείκευση σε ένα νέο τομέα, η από κοινού προσπάθεια επιβίωσης σε δραστηριότητες υψηλής κυρίως τεχνολογίας είναι κάποιοι επιπλέον λόγοι που μπορούν να οδηγήσουν σε δραστηριότητες εξαγοράς.

- *Πλεονεκτήματα Εισηγμένης Εταιρείας*: Συνενώσεις επιδιώκονται πολλές φορές από εταιρείες που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο για να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματα που διαθέτει η εισηγμένη. Για μη εισηγμένες εταιρείες των οποίων οι μετοχές βρίσκονται σε λίγους μετόχους, είναι συνήθως συμφέρουσα η συνένωση με άλλη εισηγμένη για φορολογικούς λόγους και για λόγους μείωσης του κινδύνου επένδυσης με ρευστοποίηση μέρους των μετοχών και επανεπένδυσης σε

άλλες δραστηριότητες. Μικρότερες εισηγμένες επιχειρήσεις, των οποίων τα κέρδη κεφαλοποιούνται με χαμηλούς πολλαπλασιαστές, μπορεί να συνενωθούν και να επωφεληθούν των υψηλών πολλαπλασιαστών που διαθέτουν οι μεγάλες εταιρείες με υψηλή εμπορευσιμότητα.

1.1.2 Κίνητρα αγοραστή - Κίνητρα πωλητή

Σύμφωνα με τον Clueck οι λόγοι, για τους οποίους μια επιχείρηση επιθυμεί τη συγχώνευση ή την εξαγορά, μπορούν να συνοψισθούν στις παρακάτω δύο κατηγορίες:

- Κίνητρα του αγοραστή
- Κίνητρα του πωλητή

Κίνητρα του αγοραστή

Τα κίνητρα του αγοραστή για συγχωνεύσεις ή εξαγορές συνοψίζονται στα παρακάτω :

1. Αύξηση της αξίας της μετοχής της επιχείρησης.
2. Αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης.
3. Πραγματοποίηση μιας καλής επένδυσης. Μια επιχείρηση μπορεί να κάνει καλύτερη χρήση των κεφαλαίων της με την εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης, αντί να επενδύσει τα ίδια κεφάλαιά της για εσωτερική ανάπτυξη.
4. Βελτίωση της σταθερότητας των πωλήσεων και κερδών μιας επιχείρησης. Αυτό γίνεται με την απόκτηση των επιχειρήσεων, των οποίων οι πωλήσεις και τα κέρδη συμπληρώνουν τις αυξομειώσεις στις πωλήσεις και τα κέρδη της επιχείρησης- αγοραστή αντίστοιχα.
5. Ισορροπία ή συμπλήρωση της γραμμής προϊόντος.

6. Διαφοροποίηση της γραμμής προϊόντος, όταν τα υπάρχοντα προϊόντα έχουν φτάσει στο τελευταίο στάδιο του κύκλου ζωής τους.
7. Μείωση του ανταγωνισμού με την εξαγορά ενός ή περισσοτέρων ανταγωνιστών. Στην περίπτωση αυτή είναι δυνατόν να σχηματιστούν μονοπωλιακές ή ολιγοπωλιακές δυνάμεις.
8. Γρήγορη απόκτηση ενός αναγκαίου πόρου. Συνήθως τέτοιοι πόροι είναι η υψηλή τεχνολογία ή η νεωτεριστική διοίκηση.
9. Αύξηση της αποδοτικότητας και της δυνατότητας πραγματοποίησης κερδών, ειδικά όταν, με τη συγχώνευση δύο επιχειρήσεων εμφανίζονται τα αποτελέσματα της συνέργιας.

Συνέργια, στην περίπτωση της συγχώνευσης, επιτυγχάνεται όταν η νέα εταιρεία είναι σε θέση να λειτουργήσει περισσότερο αποδοτικά (π.χ. με μικρότερο κόστος) ή περισσότερο αποτελεσματικά (π.χ. με καλύτερη κατανομή και αποτελεσματικότερο συνδυασμό των πόρων των συγχωνευθέντων επιχειρήσεων). Τη συνέργια μπορούμε ακόμα να την ορίσουμε ως εκείνη τη διαδικασία με την οποία μπορούμε να προσθέσουμε ένα συν ένα και να πάρουμε τρία. Δηλαδή όταν ένας συνδυασμός δύο εταιρειών δίνει μεγαλύτερο αποτέλεσμα απ' ό τι το άθροισμα των δύο επιχειρήσεων ξεχωριστά. Συνέργια στην περίπτωση των συγχωνεύσεων μπορεί να προκύψει από την πραγματοποίηση οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή, λόγω αποτελεσματικότερου συνδυασμού των παραγωγικών εγκαταστάσεων και εξοπλισμού.

Κίνητρα του πωλητή

Τα κίνητρα του πωλητή για συγχώνευση ή εξαγορά είναι τα εξής :

1. Αύξηση της αξίας των μετοχών των ιδιοκτητών καθώς και αύξηση των επενδύσεων στην επιχείρηση.
2. Αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης με την χρησιμοποίηση περισσότερων πόρων.
3. Απόκτηση πόρων για την σταθεροποίηση των λειτουργιών και τη βελτίωση της αποδοτικότητας.
4. Φορολογικοί λόγοι.
5. Διαφοροποίηση της οικογενειακής ιδιοκτησίας σε νέες δραστηριότητες.
6. Διευκόλυνση στον χειρισμό των προβλημάτων που αφορούν την διοίκηση, όπως προβλήματα διαδοχής ή διαφωνίας μεταξύ ανώτατων στελεχών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι όταν οι στόχοι του αγοραστή και του πωλητή ταιριάζουν, τότε υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση και να αποτελέσει λύση και για τις δύο πλευρές.

Σύμφωνα με την ερευνήτρια Campbell (1990) υπάρχουν έξι βασικοί λόγοι οι οποίοι οδηγούν μια επιχείρηση στην πραγματοποίηση μιας εξαγοράς:

- 1) Αύξηση ανταγωνιστικής θέσης στο μέλλον
- 2) Έλλειψη εξελιγμένης τεχνολογίας
- 3) Έλλειψη επαρκών επενδυτικών κεφαλαίων

- 4) Αναποτελεσματική Διοίκηση
- 5) Προβληματική Οικονομική Κατάσταση διαφόρων εταιρειών.
- 6) Οικονομική πρόκληση για την εταιρεία που πρόκειται να εξαγοραστεί.

Ο Stevens (1973) θεωρεί τις συγχωνεύσεις ως "μια εναλλακτική επένδυση παρόμοια με άλλες μεγάλες επενδυτικές αποφάσεις οι οποίες είναι αμοιβαία αποκλειόμενες όταν τα διαθέσιμα είναι περιορισμένα. Η απόφαση για την εξαγορά μιας επιχείρησης θα πρέπει να είναι σύμφωνη με τα κριτήρια μεγιστοποίησης της περιουσίας των μετόχων και τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την τελική απόφαση".

Σύμφωνα με την άποψη ενός άλλου συγγραφέα, (Γ.Πανηγυράκης,1991), οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις μπορούν να διακριθούν με κριτήριο τους λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση αποφασίζει να εξαγοράσει ή να αποκτήσει τον έλεγχο άλλης καθώς και τον τύπο της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Με βάση τα παραπάνω, έχουμε τις ακόλουθες κατηγορίες εξαγορών ή συγχωνεύσεων επιχειρήσεων:

1) Οριζόντιες (horizontal). Εξαγορές επιχειρήσεων που παράγουν τα ίδια προϊόντα με αυτά που παράγει η αγοράστρια εταιρεία. Αποβλέπουν κυρίως στην ενίσχυση της θέσης της αγοράστριας στις υπάρχουσες αγορές της.

2) Κάθετες (vertical). Εξαγορές εταιρειών που παράγουν προϊόντα ενδιάμεσα για την παραγωγή των προϊόντων της αγοράστριας εταιρείας. Αποβλέπουν κυρίως στη σχετική

ανεξαρτησία της και στην πραγματοποίηση χαμηλότερου κόστους παραγωγής.

3) Επέκταση Προϊόντων (product extension). Προσφορά νέων προϊόντων μέσω της επιχείρησης που αγοράζεται για επιχειρηματική επέκταση της αγοράστριας και διασπορά του συνολικού επιχειρηματικού κινδύνου με την διεύρυνση των ενδιαφερόντων της.

4) Επέκταση Αγορών (Market Extension). Είσοδος σε νέες αγορές από την αγοράστρια επιχείρηση.

5) Μη συσχετιζόμενες (conglomerate –diversification). Εξαγορές πραγματοποιούμενες από ομίλους εταιρειών. Η σχέση μεταξύ της αγοράστριας και της αγοραζόμενης εταιρείας δεν είναι προφανής, αλλά τέτοιες εξαγορές βασίζονται περισσότερο σε επιθυμίες διασποράς του επιχειρηματικού κινδύνου, παρά σε λόγους επιχειρηματικής ολοκλήρωσης.

1.2 Μέθοδοι εξαγορών

Οι μέθοδοι απόκτησης άλλων επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται στην πράξη ποικίλλουν ανάλογα με τις ιδιαίτερες περιστάσεις. Αρκετά συχνά, ζητήματα νομικά, εταιρικού ελέγχου, καθώς και φορολογικά, υποδεικνύουν την πιο κατάλληλη μέθοδο.

Οι κυριότεροι μέθοδοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων, όπως ποικιλοτρόπως παρουσιάζονται στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, είναι τα ακόλουθα:

1.2.1. Συγχώνευση με απορρόφηση

Πράξη κατά την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες που λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση (απορροφούμενες), μεταβιβάζουν σε άλλη υπάρχουσα ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα), το σύνολο της περιουσίας τους, με αντάλλαγμα μετοχές που εκδίδονται από την απορροφούσα εταιρεία και αποδίδονται στους μετόχους των απορροφουμένων.

Αποτέλεσμα της πράξης είναι :

- I) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρείας και
- II) Η παράδοση των νέων μετοχών στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών, οι οποίοι με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης παύουν να είναι μέτοχοι των απορροφουμένων και γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας εταιρείας.

1.2.2 Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας

Πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες που λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρεία την οποία συστήνουν, το σύνολο της περιουσίας τους. Μετά την σύσταση της

νέας εταιρείας, ένας αριθμός από τις νέες μετοχές που εκδίδονται αποδίδονται στους μετόχους, ενώ σε κάποιες άλλες περιπτώσεις, όπως αναφέρεται και παρακάτω, προσφέρεται κάποιο ποσό σε μετρητά προς συμψηφισμό των μετοχών που αυτοί δικαιούνται.

1.2.3 Απορρόφηση ανώνυμης εταιρείας από άλλη που κατέχει το σύνολο των μετοχών της

Περίπτωση απορρόφησης μιας εταιρείας από την μητρική της όταν αυτή είναι και η μοναδική της μέτοχος. Η ουσιαστική διαφορά με τις άλλες περιπτώσεις συγχώνευσης είναι η μη αύξηση του κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρείας και επομένως η μη έκδοση νέων μετοχών. Από οικονομικής άποψης, το αποτέλεσμα της πράξης είναι η ολοκληρωτική παραχώρηση στην περιουσία της απορροφούσας εταιρείας της περιουσίας της απορροφούμενης εταιρείας.

1.2 Η περίπτωση της Ελλάδας – Μια σύντομη αναφορά

Στην Ελλάδα το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων επιχειρήσεων, διαδραματίζει αρκετά σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των εταιρειών σήμερα, αν και άρχισε να αναπτύσσεται και να παρουσιάζεται κάπως αργά, περίπου στα μέσα της δεκαετίας του '80.

Ο πρώτος ανασταλτικός παράγοντας που έπαιξε σημαντικό ρόλο σε αυτό έγκειται στην ύπαρξη ενός θεσμικού πλαισίου στην χώρα όπου, η περιορισμένη ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς από την μια πλευρά και ο έντονος κρατικός παρεμβατισμός από την άλλη, καθιστούσε δύσκολη τη χρησιμοποίηση κεφαλαίων αλλά και την αποκόμιση κερδών από τις πραγματοποιούμενες αγοραπωλησίες. Επιπλέον η έλλειψη εξειδικευμένων χρηματοδοτικών οργανισμών η οποία ήταν συνυφασμένη με την ύπαρξη ενός αναποτελεσματικού τραπεζικού συστήματος, δεν επέτρεπαν στην οικονομία να ξεφύγει από μια νοσηρή κατάστασή ενώ παράλληλα δεν άφηναν περιθώρια ανάπτυξης επιχειρησιακών δραστηριοτήτων, σαν αυτές της εξαγοράς και της συγχώνευσης.

Ο δεύτερος περιοριστικός παράγοντας που απαγόρευε την έντονη δραστηριοποίηση στον τομέα των εξαγορών/ συγχωνεύσεων, είναι το ιδιοκτησιακό καθεστώς που χαρακτηρίζει τις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι περισσότερες από αυτές είναι προσωπικές ή οικογενειακές γεγονός που δεν επιτρέπει την ανεξαρτοποίηση του management από τις επιδιώξεις ή/ και τις προκαταλήψεις της ιδιοκτησίας. Επιπλέον απέχουν κατά πολύ από τα διεθνή πρότυπα οργανωτικής υποδομής εταιρειών ώστε τελικά να αποτελούν αδιάφορους στόχους. Η κυριότερη αιτία όλων των προαναφερθέντων προβλημάτων θα μπορούσε σε μεγάλο βαθμό να αποδοθεί στην έντονη κρατική παρέμβαση που εκδηλώνονταν σε πολλούς τομείς και με την πάροδο του χρόνου έχει περιοριστεί αρκετά και έχει παραχωρήσει την θέση της στην διαμόρφωση ενός πιο φιλελεύθερου καθεστώτος, όπως αυτό υπαγορεύεται από τους νόμους της

αγοράς και τις γενικότερες εξελίξεις στον ευρωπαϊκό χώρο. Η Ελλάδα δεν κατάφερε σε πολλές περιπτώσεις να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες που τις προσφέρθηκαν.

Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αποτελούν καθοριστικό συντελεστή ανάπτυξης και παραγωγής σε νέους τομείς. Η κατάργηση των περιοριστικών φραγμών, μειώνει το κόστος διακίνησης του κεφαλαίου και επιτρέπει την ελεύθερη διακίνηση προϊόντων και υπηρεσιών σε μια διευρημένη αγορά. Η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων έχει άμεση σχέση με το πιστωτικό σύστημα της χώρας, του οποίου οι ειδικευμένες υπηρεσίες βοηθούν στην ανάπτυξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σαν αυτές της εξαγοράς και της συγχώνευσης. Η τελική επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης εξαρτάται από την κεφαλαιακή δομή και το ρίσκο που διατίθεται να αναλάβει η επενδύτρια εταιρεία αλλά και από τις προτιμήσεις των μετόχων της εταιρείας – στόχου, καθώς και από την νομοθεσία και το φορολογικό πλαίσιο της χώρας ή των χωρών που εμπλέκονται στην συμφωνία.

Στην Ελλάδα συνήθως οι συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται με βάση την αξία των ενεργητικών και συγκεκριμένα το άρθρο 9 του Νόμου 2190, είναι δηλαδή απαραίτητος ο υπολογισμός της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Η συγχώνευση ισοδυναμεί δηλαδή με την αγορά των ενεργητικών στην τρέχουσα αξία (μείον τις υποχρεώσεις), ακόμα και στην περίπτωση που οι μετοχές των εταιρειών αυτών είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο. Η εξαγοράστρια εταιρεία, για την πληρωμή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που εξαγοράζονται μείον τις υποχρεώσεις, δηλαδή την καθαρή περιουσία,

μπορεί εκτός από κάποιο συγκεκριμένο χρηματικό ποσό να παραδώσει και μετοχές της νέας εταιρείας. Η εξαγορά μπορεί επίσης να πραγματοποιηθεί είτε με αγορά ολόκληρων των ενεργητικών ή μέρους αυτών, είτε με αγορά μετοχών. Η τελευταία πραγματοποιείται μέσω του χρηματιστηρίου με προσφορά απ' ευθείας προς τους μετόχους της εταιρείας (tender offer). Η συγχώνευση εταιρειών, τελειώνει με διαπραγματεύσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών για τον καθορισμό των όρων ανταλλαγής. Στην περίπτωση υποβολής προσφοράς-tender offer, επιδιώκεται η απόκτηση του ελέγχου μιας άλλης επιχείρησης, με αγορά των μετοχών της σε ορισμένη τιμή, που προσφέρεται στους μετόχους της αγοραζόμενης από τους αγοραστές. Συνήθως η τιμή αυτή είναι υψηλότερη από την τρέχουσα προκειμένου να είναι περισσότερο ελκυστική.

Αγορά Αξίας Ενεργητικού: Όταν η απόκτηση μιας επιχείρησης πραγματοποιείται με την αγορά ενεργητικού, έχει το πλεονέκτημα ότι αποφεύγεται η ανάληψη υποχρεώσεων της εξαγοραζόμενης εταιρείας, ιδιαίτερα φορολογικών. Επίσης όλη η διαδικασία στην περίπτωση αυτή είναι απλή. Όταν οι μέτοχοι της εταιρείας εγκρίνουν την πώληση των ενεργητικών στοιχείων αυτά μεταφέρονται στον αγοραστή στην αξία που συμφωνήθηκε. Η εταιρεία που πούλησε τα περιουσιακά της στοιχεία μπορεί να εξακολουθήσει να υπάρχει έχοντας στο ενεργητικό της μόνο κάποιο χρηματικό ποσό ή τίτλους.

Αγορά Μετοχών: Αυτή πραγματοποιείται με την απ' ευθείας διαπραγμάτευση με τους μεγάλους μετόχους και με αγορές από το χρηματιστήριο. Η απόκτηση μιας εταιρείας με αγορά των μετοχών έχει σαν αποτέλεσμα την ανάληψη

όλων των υποχρεώσεων της από την αγοράστρια εταιρεία από την μια πλευρά και την συγχώνευσή της σε αυτήν και συνεπώς την μη ύπαρξή της από την άλλη. Αν δεν αγοραστεί το σύνολο των μετοχών της εταιρείας μπορεί να αγοραστεί μέρος αυτών και η αγοράστρια εταιρεία να ενεργεί ως holding company. Η πληρωμή μπορεί να γίνει με καταβολή συγκεκριμένου χρηματικού ποσού ή με ανταλλαγή μετοχών.

Ο λόγος ανταλλαγής, στην Ελλάδα βασίζεται συνήθως στα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών (ορίζεται από τον νόμο), στην πράξη όμως και διεθνώς η τάση είναι ο λόγος αυτός να προσδιορίζεται από τα κέρδη.

Διαδικασία που ακολουθείται σύμφωνα με τον κώδικα

Η διαδικασία συγχώνευσης με απορρόφηση και συγχώνευσης με σύσταση νέας εταιρείας ρυθμίζεται από τα άρθρα 68 έως και 80 του Ν. 2190/1920 και η διάσπαση Α.Ε. από τα άρθρα 81 έως 89 του ίδιου νόμου. Και στις δύο περιπτώσεις απαιτείται σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης το οποίο πρέπει απαραίτητα να δημοσιευτεί σύμφωνα με το άρθρο 7β του Ν. 2190/20 και να καταρτιστεί από το Δ.Σ. των Α.Ε. Το σχέδιο σύμβασης περιέχει κάθε τι που αφορά την συγχώνευση (μορφή, επωνυμία κ.λ.π., τη σχέση ανταλλαγής, σημαντικές ημερομηνίες όλης της διαδικασίας και τυχόν ειδικά δικαιώματα ορισμένης κατηγορίας μετοχών).

Τα διοικητικά συμβούλια των ανωνύμων εταιρειών καταρτίζουν έκθεση με την οποία δικαιολογείται η νομική

και οικονομική άποψη της συγχώνευσης, το σχέδιο σύμβασης και ειδικότερα η σχέση ανταλλαγής των μετοχών. Η δημοσίευση έχει σκοπό την προστασία των δικαιωμάτων των ενδιαφερόμενων μερών και ειδικότερα των πιστωτών. Το Μονομελές Πρωτοδικείο είναι αυτό τελικά που εγκρίνει τη συγχώνευση. Τόσο στην περίπτωση ύπαρξης ομολογιούχων δανειστών όσο και στην περίπτωση ύπαρξης πολλών κατηγοριών μετοχών απαιτείται έγκριση από τους κατόχους τους.

Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων εταιρειών συντάσσεται έκθεση προς τις Γ.Σ. των μετόχων από επιτροπή εμπειρογνομόνων, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 του Ν. 2190/20.

Η ενοποίηση δύο εταιρειών λογιστικώς μπορεί να απεικονιστεί είτε ως αγορά, είτε ως pooling of interest. Σαφής διαχωρισμός αυτών, ώστε να γίνεται αντιληπτό ποια από αυτές πρέπει να θεωρηθεί ως αγορά και ποια ως pooling of interest, για να υποστεί και την ανάλογη λογιστική μεταχείριση δεν υπάρχει. Όταν πάντως οι επιχειρήσεις είναι του ίδιου μεγέθους και οι διοικήσεις εκτελούν μέρος των εργασιών τους, η συνένωση μπορεί να θεωρηθεί και ως pooling of interest.

Κατά την διαπραγμάτευση των όρων συγχώνευσης δίνεται ιδιαίτερη σημασία και προσοχή στους παρακάτω ποσοτικούς παράγοντες, όπως αυτοί αναφέρονται στην βιβλιογραφία :

1) Τα κέρδη και ο ρυθμός αύξησής τους

Ο δείκτης τιμής / κέρδους (P/E), αποτελεί σημαντικό στοιχείο για τον προσδιορισμό των αξιών που θα συμφωνηθούν για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Η ανάλυση ιστορικών στοιχείων που αφορούν τα κέρδη της επιχείρησης όπως είναι οι ρυθμοί αύξησης των κερδών στο παρελθόν, οι πιθανές τάσεις του μέλλοντος και η μεταβλητότητα αποτελούν παράγοντες που θα καθορίσουν το δείκτη τιμής / κέρδος ο οποίος θα διαμορφωθεί μετά την συγχώνευση.

2) Τα μερίσματα

Αντιπροσωπεύουν το πραγματικό εισόδημα που εισπράττουν οι μέτοχοι και μπορούν κατά συνέπεια να επηρεάσουν τους όρους μιας συγχώνευσης. Τα μερίσματα φαίνεται να μην ασκούν επίδραση στην αγοραία αξία των εταιρειών που έχουν γρήγορη ανάπτυξη και υψηλή αποδοτικότητα. Στις περιπτώσεις αυτές οι αγοραίες αξίες των εταιρειών αυτών αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο πολλαπλάσιο των τρεχόντων κερδών. Στις εταιρείες κοινής ωφέλειας και στους κλάδους που παρουσιάζουν μειωμένο ρυθμό ανάπτυξης και αποδοτικότητας, το χρηματικό ύψος των μερισμάτων ασκεί μεγάλη επίδραση στην αγοραία τιμή των μετοχών και κατά συνέπεια τα μερίσματα μπορούν να επηρεάσουν τους όρους μιας συγχώνευσης.

3) Οι αγοραίες αξίες

Η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες για τα μελλοντικά της κέρδη και μερίσματα, γι' αυτό και οι τρέχουσες αγοραίες αξίες είναι φανερό ότι ασκούν ισχυρή επίδραση στους όρους μιας εξαγοράς.

Η τιμή στην οποία εξαγοράζεται μια επιχείρηση ενδέχεται να είναι πολύ μεγαλύτερη από την τρέχουσα αγοραία τιμή της για πολλούς λόγους:

1. 'Αν ο κλάδος στον οποίο ανήκει η εταιρεία είναι σε ύφεση, οι μέτοχοί της πιθανό να υπερβάλλουν στην εκτίμησή τους ως προς τις δυσμενείς προοπτικές της εταιρείας. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα μια πολύ χαμηλή τρέχουσα τιμή.
2. Ο επίδοξος αγοραστής μπορεί να ενδιαφέρεται για τη συγκεκριμένη εταιρεία λόγω της συμβολής της στη δική του εταιρεία. Έτσι ο αγοραστής ενδέχεται να έχει λόγους που τον κάνουν να υπερεκτιμά την αξία της εταιρείας που θέλει να εξαγοράσει σε σχέση με την χρηματιστηριακή αγορά.
3. Ο αγοραστής προσφέρει στους μετόχους τιμή μεγαλύτερη από την τρέχουσα της αγοράς ως κίνητρο, για να πουλήσουν τις μετοχές τους.

4) Οι λογιστικές αξίες

Η λογιστική αξία θεωρείται ότι ασκεί σχετικά μικρή επίδραση στον καθορισμό της αξίας μιας εταιρείας, αφού

εκφράζει τις μέχρι στιγμής επενδύσεις που πραγματοποίησε η εταιρεία. Η λογιστική αξία αποτελεί ένα δείκτη του όγκου των εγκαταστάσεων, κτιρίων και λοιπών πάγιων που θα αποκτηθούν χάρη στη συγχώνευση. Όταν ξεπερνά σημαντικά την αγοραία, η λογιστική αξία μπορεί να έχει επίπτωση στους όρους της συγχώνευσης. Κάτω από μία αποτελεσματική διοίκηση, τα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας, τα οποία έμεναν αναξιοποίητα, μπορούν πάλι να αρχίσουν να αποδίδουν, οπότε η αγοραία αξία της θα αυξηθεί. Η πιθανή συμβολή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων στην διαμόρφωση των κερδών μελλοντικά θα είναι αρκετά σημαντική σε αυτή την περίπτωση. Κατά συνέπεια η λογιστική αξία θα είναι ένας καθοριστικός παράγοντας.

5) Το καθαρόν κυκλοφορούν ενεργητικό

Το καθαρό κυκλοφορούν ενεργητικό ανά μετοχή μπορεί να ασκήσει κάποια επίδραση στους όρους της εξαγοράς λόγω του ότι εκφράζει τα ρευστά διαθέσιμα που θα εξασφαλίσει η εταιρεία μετά την εξαγορά. Πολλές εταιρείες διαθέτουν εξαιρετικά αυξημένα καθαρά κυκλοφοριακά κεφάλαια και αυτό είναι ένα από τα χαρακτηριστικά που τις κάνουν ιδιαίτερα ελκυστικές στις εταιρείες που θέλουν να τις εξαγοράσουν. 'Αν η επιχείρηση που εξαγοράζεται δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις, η επιχείρηση που την αποκτά μπορεί να είναι σε θέση να δανειστεί τα κεφάλαια που απαιτούνται για την αγορά, χρησιμοποιώντας τα περιουσιακά στοιχεία και την ικανότητα πραγματοποίησης

κερδών της πρώτης. Μπορεί ακόμα να τα χρησιμοποιήσει προκειμένου να εξασφαλίσει το δάνειο μετά την εξαγορά, είτε ως εξασφαλίσεις κατά την ανανέωση του δανείου, είτε ακόμη και για να αυξήσει το δανεισμό της.

Για να ξεκινήσει η διαδικασία της συγχώνευσης δύο εταιρειών θα πρέπει η διοίκηση της εξαγοράστριας εταιρείας να βεβαιωθεί ότι θα υπάρξει συνεργητικό αποτέλεσμα. Το επόμενο ζήτημα που πρέπει να επιλυθεί είναι ο υπολογισμός της αξία της εξαγοραζόμενης και ειδικότερα η τιμή που θα πληρωθεί για κάθε μετοχή αυτής. Η αποτίμηση της κοινής αξίας των δύο εταιρειών και ξεχωριστά της εξαγοραζόμενης, για τον υπολογισμό της αξίας της κάθε μετοχή της, θα βασιστεί στις μελλοντικές ταμιακές τους ροές.

Η πρόβλεψη της εξαγοράς μιας επιχείρησης αφορά άμεσα τόσο τους μετόχους, τους επενδυτές, τους διευθυντές όσο και όλους όσους έχουν εδραιώσει κάποια σχέση με τη συγκεκριμένη εταιρεία που εξαγοράζεται ή εξαγοράζει.

1.4 Όγκος συναλλαγών, μεταβολές στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων και δραστηριότητα εξαγοράς

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών που εξετάζουν την μεταβολή της τιμής των μετοχών των επιχειρήσεων που λαμβάνουν μέρος σε εξαγορές και συγχωνεύσεις αποδεικνύουν ότι οι μέτοχοι των εταιρειών που εξαγοράζονται κερδίζουν με το ποσοστό κέρδους να κυμαίνεται μεταξύ 10% και 20 % λόγω της αύξησης της τιμής της μετοχής.

Από την άλλη οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που πραγματοποίησαν την εξαγορά δεν φαίνεται να πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικά οφέλη.

Οι Asquith & Kim (1982) βρήκαν μικρές, μη σημαντικές θετικές αποδόσεις οι οποίες ήταν συνεπής με την θεωρία μεγιστοποίησης της αξίας στις εξαγορές, ενώ ο Malatesta (1983) βρήκε αρνητικά αποτελέσματα για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες. Ο Eger (1983) εξέτασε τη μεταβολή της τιμής των μετοχών των εξαγοραστών και βρήκε αρνητικές αποδόσεις. Ο Travlos (1987) διαπίστωσε ότι οι εξαγοραζόμενες εταιρείες πραγματοποιούν σημαντικές ζημιές στις εξαγορές με ανταλλαγές μετοχών, αλλά έχουν κανονικό επίπεδο αποδόσεων στις προσφορές σε μετρητά. Επιπλέον απέδειξε ότι οι προσφορές μετρητών οι οποίες κυρίως χρησιμοποιούνται στις εχθρικές εξαγορές έχουν μη αρνητικές αποδόσεις για τους εξαγοραστές, ενώ οι ανταλλακτικές προσφορές οι οποίες πραγματοποιούνται στις φιλικές εξαγορές είναι συνδεδεμένες με αρνητικές αποδόσεις.

Οι αρνητικές αποδόσεις οι οποίες παρουσιάζονται στις εξαγοράστριες εταιρείες κατά την διάρκεια της ανακοίνωσης μπορεί επίσης να εξηγηθούν από υψηλότερα κόστη και διάφορα τέλη τα οποία έχουν σχέση με την παρουσία διοικητικής αντίστασης. (Jensen & Ruback, 1983, Walking & Long, 1984). Ο Walking (1985) απέδειξε ότι η διοικητική αντίσταση μειώνει την πιθανότητα για ολοκλήρωση μιας εξαγοράς δημιουργώντας έτσι ένα αρνητικό αποτέλεσμα στις αποδόσεις των εξαγοραστριών εταιρειών.

Η πιο πρόσφατη σχετικά άποψη η οποία εξηγεί ικανοποιητικά τις αρνητικές αποδόσεις που παρουσιάζουν οι εξαγοράστριες εταιρείες είναι η υπόθεση "hubris" η οποία διατυπώθηκε από τον Roll (1986). Η υπόθεση αυτή υποστηρίζει ότι τα άτομα που παίρνουν τις αποφάσεις στις εξαγοράστριες εταιρείες-ειδικά στην περίπτωση εχθρικών εξαγορών- καταβάλλουν υπέρογκα ποσά για την εξαγορά των εταιρειών-στόχων, με άμεσο αποτέλεσμα την πραγματοποίηση αρνητικών αποδόσεων. Αντιθέτως στην περίπτωση που πραγματοποιείται μια φιλική εξαγορά υπάρχει χρόνος να γνωστοποιηθεί στην αγορά η ύπαρξη βέβαιων συνεργιών και η πραγματοποίηση θετικών αποδόσεων.

Ο Powell (1987), προσπαθώντας να δημιουργήσει ένα όσον το δυνατόν πιο ολοκληρωμένο υπόδειγμα προσδιορισμού της πιθανότητας εξαγοράς, διακρίνει τους στόχους σε φιλικούς και εχθρικούς και εκτιμά ότι οι αυξήσεις που αναλογούν στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων-στόχων είναι 30 %. Ειδικότερα οι αυξήσεις στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων που αποτελούν στόχους εχθρικών εξαγορών είναι 14 % μεγαλύτερες από τις αυξήσεις στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων οι οποίες αποτελούν στόχους φιλικών εξαγορών .

Οι ερευνητές Martin & McConell (1991) βρήκαν ότι οι εταιρείες οι οποίες είναι στόχοι εχθρικών εξαγορών παρουσίαζαν χαμηλή απόδοση στο χρηματιστήριο.

Σε πολλές μελέτες γίνεται προσπάθεια να διερευνηθεί ο τρόπος αντίδρασης των επενδυτών στις μη αναμενόμενες ανακοινώσεις, οι οποίες αφορούν τις τιμές των μετοχών. Σύμφωνα με την υπόθεση της αβέβαιης πληροφορίας του

Brown (1988), το γεγονός της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς, το οποίο συνήθως συνοδεύεται από μια σειρά μη αναμενόμενων γεγονότων επιδρά στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Ένας πρόσφατος αριθμός από μελέτες έχουν συμβάλλει στην βελτίωση των υποδειγμάτων της αγοράς, ενσωματώνοντας τις διαφορετικές αντιδράσεις των πληροφορημένων και μη πληροφορημένων συναλλασσόμενων στις μη αναμενόμενες ανακοινώσεις.

Οι ερευνητές Foster & ο Viswamathan (1993) ανέπτυξαν ένα υπόδειγμα το οποίο συνδέει τα μη αναμενόμενα νέα με υψηλότερους όγκους εμπορικών συναλλαγών και με την αστάθεια που δημιουργείται σαν αποτέλεσμα της συναλλαγής μεταξύ περισσότερο και λιγότερο πληροφορημένων συναλλασσόμενων.

Οι Holthausen & Verecchia (1990) υποστηρίζουν ότι ο όγκος συναλλαγών συσχετίζεται με τον τρόπο τον οποίο αλλάζουν οι πληροφορίες μεταξύ των συναλλασσόμενων. Λόγω του ότι οι ανακοινώσεις που αφορούν τις εξαγορές είναι σημαντικά νέα των οποίων το τελικό αποτέλεσμα για τους μετόχους των εταιρειών-στόχων είναι αβέβαιο, αναμένεται ότι θα υπάρχουν διαφορές στον τρόπο με τον οποίο οι συμμετέχοντες στην αγορά αντιλαμβάνονται και ερμηνεύουν αυτή την πληροφορία. Σύμφωνα με τον Lee (1994) το γεγονός αυτό οδηγεί, σε υψηλότερους όγκους συναλλαγών μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς μιας εταιρείας.

Οι Kim & Verecchia (1991) συμπεραίνουν ότι ο όγκος συναλλαγών ο οποίος πραγματοποιείται πριν την ανα-

κοίνωση μιας εξαγοράς είναι συνάρτηση δύο μεταβλητών. Η μία μεταβλητή είναι η απόλυτη μεταβολή της τιμής, η οποία γίνεται μετά την ανακοίνωση και η δεύτερη μεταβλητή είναι το μέγεθος της διαφοροποίησης της πληροφόρησης ανάμεσα στους συναλλασσόμενους. Η ανακοίνωση της εξαγοράς μιας εταιρείας οδηγεί τους συναλλασσόμενους στην αναζήτηση επιπρόσθετης πληροφορίας.

Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι ανακοινώσεις των εξαγορών εμπεριέχουν το σημαντικό στοιχείο της έκπληξης, οι εμπειρικές έρευνες πάνω στις διάφορες αντιδράσεις που προκαλούν αυτές οι ανακοινώσεις θα εξασφάλιζαν μια βαθύτερη γνώση για το πώς η αγορά αντιδρά στην πληροφορία γενικότερα.

Ο Jennings (1994) αναφέρει ότι αμέσως μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς οι αγοραπωλησίες μετοχών των εταιρειών-στόχων είναι πολύ υψηλές αλλά μειώνονται απότομα με την πάροδο του χρόνου.

Οι ερευνητές Conrad & ο Niden (1990) και οι Foster & Viswanathan (1990) επίσης αναφέρουν ότι υπάρχει μια μείωση των αγοραπωλησιών μετοχών αμέσως μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Ο Lee (1994) αναφέρει ότι τις ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς παρουσιάζεται υψηλός όγκος συναλλαγών και μεγάλη, μη συνηθισμένη αστάθεια όσον αφορά την τιμή της μετοχής. Η μη συνηθισμένη αστάθεια εξαφανίζεται τις πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση ενώ ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών μειώνεται μετά την πάροδο αρκετών ημερών.

Σύμφωνα με την υπόθεση της αβεβαιότητας της πληροφορίας του Brown (1988), κάθε νέα πληροφορία η οποία διαχέεται στην αγορά αναμένεται να έχει κάποια επίδραση πάνω στην τιμή της μετοχής. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το ότι όλοι οι συναλλασσόμενοι δεν έχουν την ίδια πληροφορία δημιουργεί ένα κλίμα αστάθειας.

Σύμφωνα με τους Smith et.al.(1997) όταν ανακοινώνεται η προσφορά για την εξαγορά μιας εταιρείας, υπάρχουν τρία ενδεχόμενα:

Πρώτο, η προσφορά της εξαγοράς μπορεί να ολοκληρωθεί χωρίς να αμφισβητηθεί. Σε αυτή την περίπτωση οι μη αναμενόμενες αποδόσεις των μετόχων του στόχου κυμαίνονται μεταξύ 20% και 35 % όπως τεκμηριώνεται στις μελέτες των Ruback και Jensen (1983) και Jarell (1988).

Δεύτερο, η προσφορά εξαγοράς μπορεί να αμφισβητηθεί από ένα ανταγωνιστή εξαγοραστή, από την διεύθυνση της εταιρείας-στόχου ή από τους μετόχους. Το αντισταθμιστικό όφελος για τους μετόχους της εταιρείας-στόχου συνήθως είναι υψηλότερο σε αυτή την περίπτωση καθώς οι εξαγοραστές κάνουν ανταγωνιστικές προσφορές ή οι διευθυντές προβαίνουν σε ενέργειες προκειμένου να αντισταθούν στην προσφορά της εξαγοράς, γεγονός το οποίο εξαναγκάζει τους αρχικούς εξαγοραστές να αυξήσουν την τιμή της προσφοράς τους.

Τρίτο, η αρχική προσφορά εξαγοράς ή η προσφορά εξαγοράς από τους ανταγωνιστές δεν είναι επιτυχημένη. Σε αυτή την περίπτωση, το αντισταθμιστικό όφελος για τους μετόχους της εταιρείας στόχου είναι γενικά χαμηλότερο

από ότι σε μια πετυχημένη προσφορά. Οι Jensen & Ruback (1983) απέδειξαν ότι υπάρχει μια απώλεια στα μερίδια των εξαγοραζόμενων εταιρειών όταν ανακοινώνεται η αποτυχία μια προσπάθειας εξαγοράς.

Η ανακοίνωση μιας εξαγοράς συνεπάγεται ένα πλήθος από αντισταθμιστικά οφέλη, τα οποία με την σειρά τους είναι πιθανόν να προκαλέσουν μεταβολές στις τιμές των μετοχών των εταιρειών-στόχων. Οι ανακοινώσεις οι οποίες είναι περισσότερο αβέβαιες, γιατί η προσφορά της εξαγοράς μπορεί να αμφισβητηθεί ή είναι πιθανόν να αποτύχει, ακολουθούνται από μεγαλύτερη αστάθεια. Ειδικότερα, ο τύπος των αντισταθμίσεων της εξαγοράς προκαλεί μεταβολές στη τιμή της μετοχής της εταιρείας-στόχου. Η αντιστάθμιση μιας προσφοράς σε μετρητά θα μπορούσε να έχει μεγαλύτερη σταθερή αξία από την αντιστάθμιση μιας προσφοράς που περιλαμβάνει μετοχές της εταιρείας του εξαγοραστή. Οποιαδήποτε μεταβολή στην τιμή της μετοχής της εταιρείας του εξαγοραστή θα αντικατοπτρίζονταν αυτόματα στα μερίδια των εταιρειών-στόχων. Γενικότερα, μια προσφορά η οποία περιλαμβάνει ανταλλαγές μετοχών είναι πιθανότερο να προκαλέσει μεγαλύτερες μεταβολές σε σχέση με μια προσφορά μετρητών. Η υπόθεση αυτή υποστηρίζεται στα υποδείγματα που αναπτύχθηκαν από τους Hansen (1987) και Fishman (1989).

Οι Smith et.al. (1997) απέδειξαν ότι όταν αναμένεται κάποια διαμαρτυρία σε μια ανακοίνωση εξαγοράς, το πιθανότερο είναι ότι θα υπάρξουν διαφορές στις αντιδράσεις των συναλλασσομένων στην ανακοίνωση της εξαγοράς, ανάλογες με τις πληροφορίες που αυτοί διαθέτουν για την ύπαρξη ή μη άλλων πιθανών

εξαγοραστών, για τον τρόπο αντίδρασης της διοίκησης ή για την πιθανή ύπαρξη ομάδων μετόχων που προτίθενται να διαμαρτυρηθούν για την εξαγορά της επιχείρησης. Μια ανακοίνωση για την εξαγορά μιας εταιρείας, με αβέβαιη πιθανότητα ολοκλήρωσης, θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ανομοιογένεια αντίδρασης μεταξύ των συναλλασσομένων, άμεσα συσχετιζόμενη με την πληθώρα πιθανών αντισταθμιστικών οφελών και με το γεγονός ότι μερικοί συναλλασσόμενοι είναι περισσότερο πληροφορημένοι από κάποιους άλλους όσον αφορά την πιθανότητα επιτυχίας. Η ανακοίνωση για την εξαγορά μιας εταιρείας για την οποία υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα αμφισβήτησης ή υπάρχει μεγαλύτερη αβεβαιότητα ως προς την ολοκλήρωση της, συνδέεται με μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών.

Η μέθοδος της πληρωμής θα επιδρούσε επίσης στον τρόπο που αντιδρούν οι συμμετέχοντες στην αγορά, κυρίως στην περίοδο που ακολουθεί μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς της εταιρείας. Το αντιστάθμισμα μιας ανταλλαγής σε μετοχές σε αντίθεση με το αντιστάθμισμα μιας ανταλλαγής σε μετρητά θα μπορούσε να καταλήξει σε ανομοιογενείς αντιδράσεις μεταξύ των συναλλασσόμενων καθώς υπάρχουν συναλλασσόμενοι οι οποίοι είναι σχετικά καλύτερα πληροφορημένοι από κάποιους άλλους, για την αξία των μετοχών των εξαγοραστών και την επίδραση της εξαγοράς πάνω σε αυτή την αξία. Έτσι αναμένεται ότι οι προσφορές ανταλλαγών σε μετοχές θα οδηγήσουν σε υψηλότερους όγκους εμπορικών συναλλαγών μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς απ' ότι οι προσφορές σε μετρητά. Η προσφορά μεγαλύτερης αναλογίας από μετοχές της

εταιρείας- στόχου σε μια δεδομένη προσφορά μετρητών ή σε κάποιο αριθμό μετοχών της εξαγοράστριας εταιρείας δημιουργεί περισσότερο ομοιογενή πληροφόρηση ανάμεσα στους συναλλασσόμενους και οδηγεί σε μικρότερο όγκο εμπορικών συναλλαγών.

1.5 Ο Δείκτης του Tobin (q) και η σχέση του με την δραστηριότητα της εξαγοράς

Από τα τέλη της δεκαετίας του 1970 και μετά αποκτούν σημασία, όσον αφορά το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων και μερικοί άλλοι περισσότερο συγκεκριμένοι παράγοντες. Ένας από αυτούς είναι η έντονη και απότομη μείωση του λόγου αγοραίας αξίας προς το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών.

Έτσι για αύξηση του παραγωγικού δυναμικού που αφορά σε μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, η εξαγορά μιας εταιρείας είναι λιγότερο δαπανηρή από την δημιουργία νέων παραγωγικών εγκαταστάσεων. Η μείωση του λόγου της αγοραίας αξίας προς το τρέχον κόστος αντικατάστασης μπορεί να αποδοθεί είτε στην μείωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων είτε στην αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου που χρησιμοποιείται για την κεφαλαιοποίηση των κερδών σε αγοραίες αξίες. Ο λόγος αυτός ονομάζεται δείκτης q του Tobin.

Μεταξύ 1958 και 1965, περίοδο που χαρακτηρίστηκε από σταθερότητα τιμών, ο δείκτης q άρχισε να μειώνεται, ενώ το 1981 είχε μειωθεί κάτω του 0,70. Φυσικά το κύριο

αίτιο για τη μεταβολή του δείκτη ήταν οι μεταβολές των αγοραίων αξιών στον αριθμητή.

Οι Morck, Schleifer & Vishny (1989) βρήκαν τα ίδια αποτελέσματα με τους ερευνητές Martin & McConnell (1991) σε έρευνες που έκαναν πάνω σε εχθρικές εξαγορές χρησιμοποιώντας τον δείκτη q του Tobin's και τις αποδόσεις στο χρηματιστήριο.

Ο Hasbrouk (1985) απέδειξε ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του δείκτη q του Tobin's και της πιθανότητας εξαγοράς σε όλες τις περιπτώσεις εξαγορών.

1.6 Χρηματοοικονομική Μόχλευση και δραστηριότητα εξαγοράς

Το 1999 οι ερευνητές Safieddine & Titman παρουσίασαν τα αποτελέσματα μιας έρευνας σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες οι οποίες αυξάνουν τη χρηματοοικονομική τους μόχλευση μετά από μια ανεπιτυχή προσπάθεια συγχώνευσης έχουν μικρότερη πιθανότητα εξαγοράς από εκείνες οι οποίες δεν αυξάνουν την χρηματοοικονομική τους μόχλευση.

Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής αποδεικνύουν ότι η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση μειώνει την πιθανότητα μια εταιρεία να αποτελέσει στόχο μελλοντικά γιατί δεσμεύει τον διευθυντή αυτής να πραγματοποιήσει τις αλλαγές οι οποίες θα μπορούσαν να γίνουν από ένα ενδεχόμενο επενδυτή.

Σε πολλές από τις αποτυχημένες προσπάθειες εξαγορών, η διοίκηση του στόχου απορρίπτει την προσφορά της εξαγοράστριας εταιρείας κρίνοντας την μη ικανοποιητική, εκτιμώντας ότι δεν υπάρχει συνέργια από την εξαγορά και υποστηρίζοντας την άποψη ότι η εταιρεία θα έχει υψηλότερη αξία αν παραμείνει ανεξάρτητη. Στην μελέτη των Safieddine & Titmam (1999), χρησιμοποιείται ένα δείγμα 573 εταιρειών οι οποίες ήταν στόχοι αποτυχημένων προσπαθειών εξαγορών για την περίοδο από το 1982 έως το 1991. Σε ένα υποσύνολο 47 εταιρειών αυτού του δείγματος, υπάρχει απόρριψη της προσφοράς εξαγοράς επειδή " η τιμή είναι πολύ χαμηλή ή μη ικανοποιητική". Άμεσο αποτέλεσμα των 47 αυτών απορρίψεων εξαγοράς, είναι η μείωση της τιμής της μετοχής της εταιρείας-στόχου σε ποσοστό 3,42% κατά μέσο όρο. Σε ολόκληρο το δείγμα η τιμή των μετοχών του στόχου μειώνεται σε ποσοστό 5,14% κατά μέσο όρο, την περίοδο γύρω από την ημερομηνία τερματισμού της ανακοίνωσης. Σε πολλές περιπτώσεις, οι διευθυντές των επιχειρήσεων-στόχων οδηγούνται σε ενέργειες οι οποίες έχουν σημαντική σημασία για την εταιρεία. Πολλές από τις εταιρείες οι οποίες αποτελούν στόχους αποτυχημένων εξαγορών αυξάνουν σημαντικά το δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, γεγονός το οποίο μπορεί να θεωρηθεί, σύμφωνα με κάποιες μελέτες, ως ένα σημάδι (Ross, 1977) ή μια δέσμευση (Grossman και Hart, 1982 - Jensen, 1986) από την πλευρά της διοίκησης ότι θα προβεί σε μια σειρά ενεργειών οι οποίες θα οδηγήσουν σε καλλιτέρευση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας.

Στην προαναφερθείσα μελέτη των Safieddine & Titman (1999), σε ένα υποσύνολο από 328 στόχους αποτυχημένων εξαγορών με επαρκή δεδομένα, 207 αύξησαν τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Το μέσο επίπεδο των συνολικών χρεών προς την συνολική λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων αυξήθηκε από 59.8 % σε 71.5 % ένα χρόνο μετά.

Η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης φαίνεται ότι αποτελεί ένα μέρος της αμυντικής στρατηγικής της επιχείρησης-στόχου. Ειδικότερα, στόχοι προσπαθειών εχθρικών εξαγορών αυξάνουν το δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης τρεις φορές περισσότερο από ότι στόχοι προσπαθειών φιλικών εξαγορών.

Οι εμπειρικές έρευνες αποδεικνύουν ότι από ένα σύνολο εταιρειών-στόχων οι οποίες αυξάνουν τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης περισσότερο από το μέσο όρο μεταξύ ενός χρόνου πριν και ενός χρόνου μετά την αρχική αποτυχημένη προσπάθεια εξαγοράς, το 38 % εξαγοράζονται μέσα σε διάστημα πέντε χρόνων. Σε αντίθεση από ένα σύνολο εταιρειών-στόχων οι οποίες αυξάνουν τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης λιγότερο του μέσου όρου, το 57 % εξαγοράζονται μέσα σε διάστημα πέντε χρόνων.

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία προτείνει δύο πιθανές εξηγήσεις για την σχέση ανάμεσα στις μεταβολές της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της επακολουθούμενης δραστηριότητας εξαγοράς.

Πρώτον, όπως αναφέρθηκε παραπάνω μια αύξηση στην μόχλευση μπορεί να αυξήσει την αξιοπιστία των υποσχέ-

σεων των διευθυντών των στόχων, γεγονός το οποίο με τη σειρά του αυξάνει την τιμή των μετοχών του στόχου, και συνεπώς και το κόστος της εξαγοράς.

Δεύτερον, η μόχλευση μπορεί να αυξήσει το κόστος του στόχου χωρίς να αυξήσει την αξία του αυξάνοντας τελικά και τη δύναμη διαπραγμάτευσης του.

Σε αντίθεση με την πρώτη εξήγηση, η δεύτερη δεν συνεπάγεται ότι η αύξηση των υποχρεώσεων, η οποία ακολουθεί αποτυχημένες προσπάθειες εξαγορών, οδηγεί σε αύξηση των αποδόσεων. Γενικότερα, επικρατεί η άποψη ότι η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση εμποδίζει τις εξαγορές γιατί είναι άμεσα συνδεδεμένη με βελτιώσεις στις αποδόσεις της εταιρείας. Οι μεταβολές στις λειτουργικές αποδόσεις επιχειρήσεων που αποτέλεσαν στόχους αποτυχημένων προσπαθειών εξαγορών στο παρελθόν οδηγούν σε αυξήσεις των τιμών των μετοχών των επιχειρήσεων και είναι θετικά συσχετισμένες με τις μεταβολές στο δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Οι Harris & Raviv (1988) και ο Stulz (1988) απέδειξαν ότι οι αυξήσεις στην μόχλευση οδηγούν σε αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας της διεύθυνσης του στόχου, αυξάνοντας το κόστος του στόχου. Οι αυξημένες υποχρεώσεις στο Ισραήλ το 1991, εμπόδισαν τις εξαγορές οι οποίες κατέληξαν σε μεταφορά πλούτου στους υπάρχοντες δανειστές της επιχείρησης (Safieddine & Titman, 1999). Όπως αποδεικνύεται στην ίδια μελέτη των Safieddine & Titman οι εταιρείες οι οποίες αύξησαν στο μέγιστο το δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης σαν επακόλουθο μιας αποτυχημένης προσπάθειας εξαγοράς στη

συνέχεια μείωσαν το επίπεδο των πραγματοποιούμενων δαπανών επένδυσης, πούλησαν μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία, μείωσαν την απασχόληση, αύξησαν το επίκεντρο των δραστηριοτήτων τους και κυρίως αύξησαν το λειτουργικό τους εισόδημα. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με αποτελέσματα προηγούμενων μελετών οι οποίες απέδειξαν ότι οι λειτουργικές αποδόσεις των επιχειρήσεων βελτιώνονται ακολουθώντας μια αύξηση στην χρηματοοικονομική μόχλευση (Kaplan,1989, Smith,1990, Denis and Denis, 1993). Σε αντίθεση με τα παραπάνω, στις εταιρείες που αποτέλεσαν στόχους αποτυχημένων προσπαθειών εξαγορών και αύξησαν τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης ελάχιστα δεν παρατηρήθηκαν παρόμοια αποτελέσματα. Στην παραπάνω μελέτη αποδεικνύεται η αρνητική σχέση μεταξύ των δαπανών επένδυσης και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, η οποία υποστηρίχτηκε και σε προηγούμενες μελέτες, συγκεκριμένα των Myers (1977) και Jensen (1986). Ο Jensen (1986) υποστήριξε την άποψη ότι όταν οι διευθυντές έχουν την τάση να πραγματοποιούν υψηλές δαπάνες επένδυσης, η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση έχει σαν αποτέλεσμα την μείωση των δαπανών επένδυσης σε αυτό που θεωρείται βέλτιστο επίπεδο.

1.7 Καθαρές ταμιακές ροές και δραστηριότητα εξαγοράς

Οι περισσότερες εξαγορές αποβλέπουν περισσότερο στην επίτευξη συνέργιας και λιγότερο στις προσδοκώμενες ροές ή στον αναμενόμενο κίνδυνο.

Στην περίπτωση που το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στην δυνατότητα επίτευξης συνέργειας, η ανάλυση της εξαγοράς θα συγκεντρωθεί στην πιθανότητα ύπαρξης αυτού του αποτελέσματος. Στην περίπτωση που το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στις προσδοκώμενες εισροές και στον αναμενόμενο κίνδυνο, η κατάλληλη ανάλυση είναι αυτή που αναφέρεται στις επενδύσεις επέκτασης ή επιπρόσθετων ροών.

Καθαρή ταμιακή ροή : Από την πλευρά της εξαγοράστριας εταιρείας η αξιολόγηση στρέφεται στον προσδιορισμό της μελλοντικής επιπρόσθετης ταμιακής ροής που θα προστεθεί στην ήδη υπάρχουσα και θα προκύψει από την εξαγορά. Η συνέργεια προκύπτει από την πιθανότητα εμφάνισης διαφόρων πλεονεκτημάτων όπως λειτουργικών οικονομιών, διαφοροποίηση κινδύνου κ.α.(έχουν ήδη προαναφερθεί). Οι απαραίτητοι υπολογισμοί που πρέπει να γίνουν για να καταλήξουμε στην επιπρόσθετη ταμιακή ροή είναι απλοί, εάν υπάρχουν διαθέσιμα χρηματοοικονομικά στοιχεία για την εξαγοραζόμενη εταιρεία. Η καθαρή ταμιακή που προσδιορίζεται προεξοφλείται με το κατάλληλο επιτόκιο και με αυτό τον τρόπο λαμβάνουμε την καθαρή αξία ως προς την οποία συγκρίνεται η τιμή εξαγοράς.

Οι αποδόσεις των διαθέσιμων χρηματικών μέσων μιας επιχείρησης έχουν μεγάλη σημασία τόσο για τους μετόχους όσο και για τους διευθυντές των εταιρειών. Από την μια πλευρά, οι διευθυντές δεν επιδιώκουν την εξωτερική χρηματοδότηση, η οποία συνεπάγεται αυξημένο κόστος εξαιτίας της ύπαρξης μη τέλειων αγορών κεφαλαίου. Η βέλτιστη λύση σε αυτή την περίπτωση είναι να δημιουργήσουν ένα ικανοποιητικό επίπεδο διαθέσιμων

χρηματικών μέσων που θα τους επιτρέψει να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι επικροτούν επενδυτικά σχέδια τα οποία έχουν θετικά αποτελέσματα για την επιχείρηση μια και οι ίδιοι θα ωφεληθούν από αυτά.

Πολλές μελέτες αναφέρουν την ύπαρξη διαμάχης ανάμεσα σε διευθυντές και μετόχους εταιρειών σχετικά με τον τρόπο που θα διατεθούν τα χρηματικά διαθέσιμα μιας επιχείρησης. Ο Jensen (1986) ισχυρίζεται ότι η διαμάχη αυτή είναι εντονότερη στις εταιρείες που υπάρχουν μεγάλες ποσότητες καθαρών ταμιακών ροών ή ταμιακές ροές οι οποίες πρέπει να αποδοθούν στους μετόχους από την μια ή να χρηματοδοτήσουν επενδυτικές αποφάσεις με θετική παρούσα αξία από την άλλη. Σύμφωνα με τον ίδιο ερευνητή οι διευθυντές, οι οποίοι δεν ελέγχονται επαρκώς, διαθέτουν τις καθαρές ταμιακές ροές σε πολυδάπανα σχέδια. Η απόδοση μερισμάτων στους μετόχους, πραγματοποιείται όταν οι ταμιακές ροές είναι μεγαλύτερες από τις απαιτούμενες για την χρηματοδότηση των σχεδίων της επιχείρησης τα οποία έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία. Οι εταιρείες γίνονται πλουσιότερες σε χρηματικά μέσα όταν οι διευθυντές συσσωρεύουν τις καθαρές ταμιακές ροές, χωρίς να προβαίνουν σε άμεση κατασπατάλησή τους. Αυτό σε συνδυασμό με μια καλή απόδοση, είναι ικανό να δημιουργήσει ένα ικανοποιητικό επίπεδο καθαρών ταμιακών ροών, κάνοντας έτσι την επιχείρηση πλούσια σε χρηματοοικονομικά μέσα και επιτρέποντας στους διευθυντές να πραγματοποιήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια χωρίς ιδιαίτερους οικονομικούς περιορισμούς.

Ο ίδιος ερευνητής ισχυρίζεται ότι οι εξαγορές είναι μια μέθοδος με την οποία οι διευθυντές μπορούν να πραγματοποιήσουν ένα είδος επένδυσης με τα διαθέσιμα χρηματικά μέσα χωρίς να χρειαστεί να προβούν σε αποδόσεις μερισμάτων στους μετόχους τους.

Υποστηρίζοντας την παραπάνω άποψη διατυπώνει ένα είδος παρατήρησης όσον αφορά τις επενδύσεις οι οποίες γίνονται από τους διευθυντές μιας επιχείρησης. Οι επενδύσεις αυτές είναι μειωμένης απόδοσης. Κι αυτό γιατί οι διευθυντές, κυρίως επιδιώκουν να αυξήσουν το μέγεθος των λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων που έχουν στην διάθεσή τους ενεργώντας πολλές φορές με τέτοιο τρόπο ώστε να μην επιτυγχάνεται το μέγιστο δυνατό αποτέλεσμα προς όφελος των μετόχων τους.

Σύμφωνα με την έρευνα του Harford (1999) οι πλούσιες σε χρηματοοικονομικά μέσα εταιρείες που αντιμετωπίζουν προβλήματα για τον τρόπο διάθεσής τους, είναι πολύ πιθανόν να πραγματοποιήσουν εξαγορές. Η μελέτη αναλύει την εξαγοραστική δραστηριότητα των πλούσιων σε χρηματοοικονομικά μέσα εταιρειών και διαπιστώνει ότι τα αποτελέσματα είναι συνεπή με όσα έχουν προαναφερθεί, ότι δηλαδή οι εξαγορές οι οποίες γίνονται από τις πλούσιες σε χρηματοοικονομικά μέσα εταιρείες είναι μειωμένες σε απόδοση, όπως αποδεικνύεται από τις αρνητικές αποδόσεις της τιμής της μετοχής και την χαμηλή λειτουργική απόδοση της εταιρείας που δημιουργείται μετά την εξαγορά.

Προγενέστερες μελέτες, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από τους Lang, Stulz και Walkling (1991) υποστηρίζουν

την υπόθεση των καθαρών ταμιακών ροών για την εξήγηση του φαινομένου της εξαγοράς.

Οι ερευνητές Lang, Larry, Stulz & Walking (1991) αποδεικνύουν ότι οι εταιρείες με καλές επενδυτικές ευκαιρίες (δηλαδή υψηλό q) και μεγάλο ύψος ταμιακών ροών για την τρέχουσα περίοδο δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα για τον τρόπο διάθεσης των καθαρών ταμιακών ροών.

Η λογική εναλλακτική άποψη, στην υπόθεση των καθαρών ταμιακών ροών είναι ότι οι διευθυντές είναι διστακτικοί στο να σπαταλήσουν χρηματοοικονομικούς πόρους, εξαιτίας της ύπαρξης μη τέλειων αγορών κεφαλαίου. Αν κάποια στιγμή στο μέλλον οι χρηματοοικονομικοί αυτοί πόροι είναι απαραίτητοι στην επιχείρηση, είναι πολύ δύσκολο και δαπανηρό να εξευρεθούν και συγκεντρωθούν την δεδομένη στιγμή (Myers & Majluf, 1984).

Οι ερευνητές Hanson (1992) και Smith & Kim (1994) υποστήριξαν την παραπάνω υπόθεση και συμπέραναν ότι υπάρχουν κέρδη από μια εξαγορά όταν εταιρείες με χρηματοοικονομικά προβλήματα ενώνονται με εταιρείες οι οποίες χαρακτηρίζονται από "χρηματοοικονομική απραξία".

1.8. Ιστορική αναδρομή σε μελέτες που έχουν γίνει και αφορούν το θέμα των εξαγορών.

Στο τμήμα που ακολουθεί πραγματοποιείται μια σύντομη ιστορική αναδρομή σε μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί και αφορούν την πρόβλεψη των εξαγορών.

1.8.1 Frank K. Reilly- (1962)

Η πρώτη μελέτη που παρουσιάστηκε, ήταν αυτή του F.K.Reilly το 1962. Ο Reilly μελέτησε το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην αμερικάνικη αγορά. Το δείγμα που χρησιμοποίησε αποτελούνταν από συνολικά 50 εταιρείες, χωρισμένες σε δύο ομάδες, η κάθε μία αποτελούμενη από 25 εταιρείες. Η μία ομάδα περιελάμβανε τις επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε δραστηριότητες εξαγοράς ή συγχώνευσης, ενώ η άλλη είχε εταιρείες που δεν είχαν πάρει μέρος σε τέτοιου είδους διαδικασίες. Για να μελετήσει το φαινόμενο ο Reilly χρησιμοποίησε 9 δείκτες, οι οποίοι ήταν συναρτήσεις της τιμής της μετοχής της κάθε εταιρείας. Οι δείκτες αυτοί υπολογίστηκαν για το τελευταίο έτος πριν την εξαγορά ή τη συγχώνευση. Σκοπός του Reilly ήταν να βγάλει συμπεράσματα σχετικά με τα οφέλη που προκύπτουν από τις διαδικασίες αυτές, στηριζόμενος στην αξία των οικονομικών μονάδων με βάση την πορεία τους στη χρηματιστηριακή αγορά. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης του Reilly έδειξαν ότι στο 84% (21/25) των περιπτώσεων οι επιχειρήσεις-αγοραστές προσέφεραν κατά μέσο όρο ένα επιπλέον πρίμ της τάξεως

του 7% προκειμένου να γίνει η συναλλαγή. Το 12 % (3/25) ήταν αποτέλεσμα εχθρικών τακτικών και μειωμένων προσφορών, ενώ το 4% (1/25) προέκυψε ύστερα από συμφωνία και των δύο πλευρών.

1.8.2 Jack O. Vance - (1969)

Το κύριο χαρακτηριστικό της μελέτης του Vance είναι ότι χρησιμοποιεί τέσσερις χρηματοοικονομικούς δείκτες για την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής αποτυχίας των επιχειρήσεων. Οι τιμές αυτών των δεικτών μπορούν να οδηγήσουν στην αποφυγή της εξαγοράς μίας επιχείρησης από μία άλλη. Οι δείκτες αυτοί είναι: 1) η τιμή του δείκτη Τιμή / Κέρδη 2) το ποσοστό του κεφαλαίου κίνησης επί του συνόλου του ενεργητικού 3) το ποσοστό των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων επί του συνόλου ιδίων κεφαλαίων 4) ο δείκτης σταθερότητας εσόδων, υπολογιζόμενος για ένα διάστημα τριών ετών.

Οι παραπάνω δείκτες αποκαλούνται από τον ερευνητή **"σημάδια κινδύνου"**.

Για τους δείκτες αυτούς ο Vance όρισε διαστήματα τιμών με βάση την εμπειρία του, και για κάθε διάστημα όρισε ένα βάρος. Στην συνέχεια με βάση τα βάρη, ορίστηκε μια επικίνδυνη ζώνη. Το συνολικό βάρος για όλους τους δείκτες έκρινε αν η εταιρεία ήταν πιθανός στόχος εξαγοράς ή όχι.

Λαμβάνοντας ένα δείγμα από 21 εταιρείες που δέχτηκαν προσφορές εξαγορών / συγχωνεύσεων, εντός μιας τρίμηνης περιόδου του 1968, αναλύει τις τιμές τις οποίες

παρουσιάζουν οι δείκτες αυτοί. Η ανάλυση των τιμών των δεικτών αποδεικνύει ότι 17 από τις επιχειρήσεις του δείγματος θα μπορούσαν να είχαν προβλέψει την χρηματοοικονομική τους "ευπάθεια" από τα στοιχεία που παρουσιάζονταν στους ισολογισμούς τους. Ο ερευνητής θεωρεί ότι ο παράγοντας αυτός, δηλαδή η χρηματοοικονομική "ευπάθεια", είναι καθοριστικός για την ανάπτυξη στρατηγικών τύπου εξαγοράς / συγχώνευσης.

Ένα δεύτερο, σημαντικό χαρακτηριστικό της μελέτης του Vance είναι ότι προσδιορίζει τρεις χαρακτηριστικούς παράγοντες, οι οποίοι αποτελούν σημαντικά κίνητρα, πέρα από τα οικονομικά που αναφέρονται, για τους ενδεχόμενους επενδυτές στην ανάπτυξη μιας στρατηγικής εξαγοράς.

Αυτοί οι παράγοντες είναι :

- 1) Η ανοδική πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία και η κυρίαρχη θέση της εταιρείας μέσα σ' αυτόν.
- 2) Η ευκολία διείσδυσης στα κανάλια διανομής που διαθέτει η εταιρεία.
- 3) Η ύπαρξη μιας απλουστευμένης μέθοδου ενοποίησης συμφερόντων που να προϋποθέτει την ανάπτυξη ενός υγιούς ανταγωνιστικού πνεύματος.

1.8.3 M. Simkowitz και R.J. Monroe (1971)

Το 1971 οι Simkowitz και Monroe χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 25 αμερικάνικων επιχειρήσεων και 7 χρηματοοικονομικών δεικτών κατάφεραν να πετύχουν ποσοστό ορθής ταξινόμησης 77 % με την χρήση της διακριτικής ανάλυσης

για χρονικό διάστημα ενός έτους πριν από την εξαγορά ή την συγχώνευση. Χρησιμοποιώντας επίσης ένα δευτερογενές δείγμα 23 επιχειρήσεων που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύτηκαν την ίδια χρονική περίοδο, τα ποσοστά ορθής ταξινόμησης ήταν περίπου 65%. Οι μελετητές κρίνοντας τα αποτελέσματα ικανοποιητικά, θεώρησαν ορθή την υπόθεση ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι δυνατόν να προβλεφθούν μόνο από τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων.

Από το 1972 και μετά παρουσιάστηκαν πολλές αξιόλογες μελέτες χρησιμοποιώντας κυρίως τις εξής μεθοδολογίες:

1. Διακριτική Ανάλυση

1972-J. Tzoannos και J.M.Samuels

1978- A.Belkaoui

1980-J.W.Wansley και W. R. Lane

1984 - U.P.Rege

1990 – J. W.Bartley και C.M. Boardman

2. Διακριτική και Παραγοντική Ανάλυση

1973-D. Stevens

1990- P.Barnes

3. Πιθανολογική Ανάλυση

1980- R. Harris, J. Stewart, D.Guilkey, W. Garleton

4. Λογιστικό Υπόδειγμα Πιθανότητας

1984- J. Hasbrouck

1.8.4 J. Tzoannos, J.M. Samuels-(1972)

Η μελέτη χρησιμοποίησε την διακριτική ανάλυση για τον προσδιορισμό των οικονομικών χαρακτηριστικών 36 εταιρειών – στόχων και 32 υγιών μέσω της εξέτασης 11 αριθμοδεικτών τους σε μια περίοδο 9 μηνών.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης έδειξαν ότι οι εταιρείες- στόχοι έχουν χαμηλούς δείκτες P/E, προβλήματα κεφαλαιακής διάρθρωσης και περιορισμένη απόδοση στα κέρδη των μετόχων τους σαν επακόλουθο σταθεροποίησης των εσόδων τους.

Ταυτόχρονα με την μελέτη μονάδων που αποτέλεσαν στόχους, έγινε και μια προσπάθεια εκτίμησης εκείνων των χαρακτηριστικών που ωθούν επιχειρήσεις σε υποβολή προσφορών εξαγοράς /συγχώνευσης σε άλλες. Αποδείχτηκε ότι οι εταιρείες επενδυτές είναι ευκολότερο και με μεγαλύτερο ποσοστό επιτυχίας, αναγνωρίσιμες.

1.8.5 Ahmed Belkaoui -(1978) και Udayan P.Rege - (1984)

Οι δύο ερευνητές χρησιμοποιούν την ανάλυση αριθμοδεικτών προκειμένου να προσδιοριστούν τα χαρακτηριστικά της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε δραστηριότητες εξαγορών/ συγχωνεύσεων.

Στην μελέτη του Ahmed Belkaoui χρησιμοποιείται ένα δείγμα από 25 εταιρείες οι οποίες αποτέλεσαν στόχους εξαγορών και άλλες 25 οι οποίες δεν εξαγοράστηκαν. Για

τις δεύτερες συλλέχθηκαν και αναλύθηκαν τα λογιστικά τους στοιχεία 5 χρόνια πριν από την πραγματοποίηση της δραστηριότητας της εξαγοράς. Αρχικά γίνεται χρήση του τέστ ταξινόμησης της διχοτόμου και στην συνέχεια χρησιμοποιείται η διακριτική ανάλυση.

Χρησιμοποιήθηκαν 16 αριθμοδείκτες, οι οποίοι επιλέγησαν με βάση:

- 1) Την συχνότητα εμφάνισής τους στην διεθνή βιβλιογραφία (δείκτες ρευστότητας και φερεγγυότητας, δείκτες αποδοτικότητας κ.λ.π.)
- 2) Την πιθανή σχέση που αυτοί παρουσιάζουν με το φαινόμενο της εξαγοράς.
- 3) Την διάκριση μεταξύ δεικτών ρευστότητας και μη ρευστότητας.
- 4) Την εμφάνισή τους στη βιβλιογραφία με την μορφή παραγόντων που επιδρούν στην αποφυγή της εξαγοράς μιας επιχείρησης.

Οι 16 χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι οι παρακάτω :

1.Μη-ρευστοποιήσιμα Στοιχεία του Ενεργητικού	1. Περιθώριο Αυτοχρηματοδότησης / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2. Περιθώριο Αυτοχρηματοδότη- σης / Σύνολο Ενεργητικού 3. Καθαρά Αποτελέσματα / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 4. Καθαρά Αποτελέσματα / Σύνολο Ενεργητικού 5. Μακρο/θεσμες Υποχρεώσεις Προνομιούχες Μετοχές / Σύνολο Ενεργητικού
2.Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού	6. Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού 7. Διαθέσιμα / Σύνολο Ενεργητι- κού 8. Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού 9. Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα / Σύνολο Ενεργητικού
3.Ρευστοπ. Στοιχεία του ενεργ. προς βραχ.υποχρεώσεις	10.Κυκλοφ. Ενεργ. / Βραχυπρ. Υποχρεώσεις 11.Κυκλοφορούντα Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις 12.Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
4.Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού προς πωλήσεις	13. Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Πωλήσεις 14. Κυκλοφορούντα Αποθέματα / Πωλήσεις 15. Κεφάλαιο Κίνησης / Πωλήσεις 16. Διαθέσιμα/ Πωλήσεις

Ο Belkaoui, εφαρμόζοντας την πρώτη μέθοδο, χρησιμοποιεί τέσσερα βήματα:

- 1) Χωρίζει το δείγμα σε δύο υποσύνολα που περιέχουν ίσο αριθμό στοιχείων.

- 2) Επιλέγεται ένας δείκτης όριο (cut-off ratio) ο οποίος δίνει τον μικρότερο αριθμό λανθασμένων ταξινομήσεων σε μια υπο - ομάδα.
- 3) Ο παραπάνω δείκτης (cut off) χρησιμοποιείται για την ταξινόμηση των επιχειρήσεων στην δεύτερη υπο- ομάδα.
- 4) Υπολογίζεται ο αριθμός των εταιρειών που έχουν ταξινομηθεί λάθος.

Η ίδια διαδικασία εφαρμόζεται και στην δεύτερη υπο-ομάδα. Ο αριθμός των λανθασμένων ταξινομήσεων, από την χρήση κάθε βέλτιστου δείκτη "cut off" για καθένα από τα πέντε έτη χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του ποσοστού λάθους ταξινόμησης.

Τα καλύτερα αποτελέσματα επιτεύχθηκαν από την πρώτη κατηγορία δεικτών, δηλαδή από την κατηγορία των μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού. Η επιτυχία αυτών των δεικτών είναι εμφανέστερη για τις χρονιές -1, -2, -3 κατά τις οποίες επιτυγχάνεται ένα αρκετά ικανοποιητικό αποτέλεσμα διαχωρισμού των δύο ομάδων επιχειρήσεων.

Μεταξύ όλων των δεικτών τα καλύτερα αποτελέσματα έδωσε ο δείκτης κεφαλαίου κίνησης προς το σύνολο ενεργητικού. Ο δείκτης είναι ο τρίτος της δεύτερης κατηγορίας, δηλ. των ρευστοποιήσιμων στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού. Τα αποτελέσματα για τις τέσσερις πρώτες χρονιές ήταν αρκετά ικανοποιητικά ενώ για το έτος -2 το σφάλμα ταξινόμησης ήταν 20%.

Αξιοσημείωτες επίσης είναι και οι διαφορές πρόβλεψης μεταξύ των δεικτών ρευστότητας. Η ικανότητα πρόβλεψης του δείκτη Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού είναι

καλύτερη από τους άλλους δείκτες της κατηγορίας για ένα, δύο, τρία και τέσσερα χρόνια πριν την εξαγορά.

Ο δείκτης 2 (Διαθέσιμα / Σύνολο Ενεργητικού) είχε πολύ χαμηλή ικανότητα πρόβλεψης η οποία βελτιώθηκε όταν ο δείκτης αντικαταστήθηκε από τον δείκτη της άμεσης Κεφαλαιοποίησης (Quick Assets).

Γενικά, οι εξαγορασμένες εταιρείες είχαν καλύτερα στοιχεία από τις μη εξαγορασμένες εταιρείες για τρία, τέσσερα, και πέντε χρόνια και χειρότερα για το πρώτο και δεύτερο για το σύνολο του ενεργητικού, του κυκλοφορούντος ενεργητικού, του κεφαλαίου κίνησης και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Προσπαθώντας να γενικεύσει τη μέθοδο του ο Belkaoui υιοθέτησε τη διαδικασία που είχε χρησιμοποιήσει πρώτος ο Altman, σύμφωνα με την οποία γίνεται μια προσπάθεια να χρησιμοποιηθεί ένας γραμμικός συνδυασμός των χρηματοοικονομικών δεικτών, ο οποίος διακρίνει κατά βέλτιστο τρόπο, τις ομάδες των εξαγορασμένων και των εταιρειών.

Αρχικά όρισε για κάθε έτος μια οριακή τιμή της συνάρτησης Z , με βάση την οποία γίνεται η κατάταξη. Επίσης όρισε δύο ακόμη τιμές του Z : Z_1 , πάνω από την οποία ορίζεται η ομάδα των μη συγχωνευμένων επιχειρήσεων και Z_2 κάτω από την οποία ορίζεται η ομάδα των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Η περιοχή ανάμεσα στα Z_1 και Z_2 ορίζεται ως περιοχή αδιαφορίας. Στο σημείο αυτό χρησιμοποιήθηκε και ένα δευτερογενές δείγμα από 22 επιχειρήσεις για 5 έτη, με σκοπό να ελεγχθούν τα αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν με όσα ειπώθηκαν παραπάνω.

Τα αποτελέσματα ήταν παραπάνω από ικανοποιητικά αφού για το έτος -3 το ποσοστό σφάλματος ήταν μικρότερο από αυτό του πρωτογενούς δείγματος.

Ο Belkaoui κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες-στόχοι εμφανίζουν κακή κεφαλαιακή διάρθρωση, περιορισμένα έσοδα και αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεων τους, ενώ αντίθετα οι εταιρείες-επενδυτές εμφάνισαν καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων τους, υψηλότερα περιθώρια αυτοχρηματοδότησης και σταθερή ταμειακή θέση.

Ο Belkaoui αναφερόμενος στην παραπάνω μελέτη, θεωρεί τα αποτελέσματα ικανοποιητικά. Παρ' όλα αυτά επισημαίνει την έλλειψη ποιοτικών κριτηρίων, τα οποία θα πρόσθεταν μεγαλύτερη αξιοπιστία στο δείγμα. Διατυπώνει επίσης την πεποίθησή του ότι μια προσέγγιση του φαινομένου κατά βιομηχανικό κλάδο θα είχε καλύτερα αποτελέσματα.

Στην μελέτη του Rege (1984) στο δείγμα των επιχειρήσεων συμπεριλήφθηκαν 55 καναδέζικες επιχειρήσεις που είχαν εξαγοραστεί /συγχωνευτεί, 55 μη καναδέζικες που είχαν εξαγοραστεί και 55 μη καναδέζικες επίσης που δεν είχαν εξαγοραστεί.

Τα αποτελέσματα της μελέτης κατέλειξαν στο συμπέρασμα ότι η χρήση μόνο αριθμοδεικτών, για την εξαγωγή συμπερασμάτων που οδηγούν σε ικανοποιητική εξήγηση του φαινομένου της εξαγοράς, είναι ανεπαρκή και είναι απαραίτητη και η ανάλυση των στοιχείων που υπάρχουν για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

1.8.6 Η μελέτη του Donald L. Stevens - (1973)

Ο Stevens (1973) χρησιμοποίησε ένα δείγμα από 80 επιχειρήσεις και επέλεξε μια σειρά από αριθμοδείκτες για να προσδιορίσει την οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων οι οποίες αποτελούν στόχους εξαγορών / συγχωνεύσεων. Αρχικά επιλέγηκαν 20 αριθμοδείκτες.

Ο υπερβολικά μεγάλος αριθμός δεικτών σε ένα υπόδειγμα είναι δυνατό να προκαλέσει προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί με την χρήση της παραγοντικής ανάλυσης την οποία εφάρμοσαν πολλοί ερευνητές.

Κατά παρόμοιο τρόπο και ο Stevens προσπαθεί να αντιμετωπίσει την πολλαπλή συγγραμμικότητα των μεταβλητών, η οποία δημιουργεί προβλήματα στη μέθοδο της διακριτικής ανάλυσης, χρησιμοποιώντας την παραγοντική ανάλυση (factor analysis) για την επιλογή των αντιπροσωπευτικότερων από αυτούς. Από ένα αρχικό σύνολο 20 χρηματοοικονομικών δεικτών, καταλήγει στην επιλογή 6 μη σχετιζόμενων παραγόντων ερμηνείας του φαινομένου, χρησιμοποιώντας ένα δείκτη για κάθε παράγοντα:

- 1) Δείκτης μόχλευσης
- 2) Δείκτης αποδοτικότητας
- 3) Δείκτης δραστηριότητας
- 4) Δείκτης ρευστότητας
- 5) Δείκτης μερισματικής πολιτικής
- 6) Δείκτης P/E

Σύμφωνα με τον Stevens στην διακριτική ανάλυση δεν είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθούν όλοι οι δείκτες που προέκυψαν από την παραγοντική ανάλυση. Ο λόγος είναι ότι οι δύο μέθοδοι αντιμετωπίζουν το πρόβλημα με διαφορετικό τρόπο. Η παραγοντική ανάλυση εξετάζει το δείγμα συνολικά, δηλαδή τους δείκτες και τις ομάδες, εξετάζοντας τις μεταξύ τους συσχετίσεις, ενώ η διακριτική ανάλυση ταξινομεί τα στοιχεία στις προκαθορισμένες ομάδες και στη συνέχεια αναζητεί την μεταβλητή εκείνη που ξεχωρίζει με τον καλύτερο τρόπο τις δύο ομάδες.

Στη συνέχεια ο Stevens εφάρμοσε στο δείγμα την διακριτική ανάλυση, χρησιμοποιώντας τους τέσσερις από τους έξι δείκτες που προέκυψαν από την παραγοντική ανάλυση. Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής :

1. X_1 = δείκτης αποδοτικότητας= Μερικά Αποτελέσματα / Πωλήσεις,
2. X_2 = δείκτης ρευστότητας = Ίδια Κεφάλαια / Σύνολο Ενεργητικού,
3. X_3 = δείκτης δραστηριότητας = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού,
4. X_4 = δείκτης μόχλευσης = Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ο Stevens χρησιμοποίησε δύο ομάδες επιχειρήσεων, η μία περιείχε 40 επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύτηκαν, ενώ η άλλη ομάδα περιείχε 40 επιχειρήσεις που δεν είχαν συμμετάσχει σε τέτοιου είδους διαδικασίες.

Το ποσοστό ορθής ταξινόμησης ανήλθε στο 70 %, αποτέλεσμα αρκετά ικανοποιητικό. Τα ποσοστά δεν ήταν ίδια και για τις δύο ομάδες. Από την ομάδα των μη συγχωνευμένων επιχειρήσεων βρέθηκαν 18 οι οποίες εμφάνισαν χαρακτηριστικά που ταίριαζαν σε εκείνα της άλλης ομάδας. Σύμφωνα με τον Stevens κάτι τέτοιο εξηγείται από το γεγονός ότι στην ομάδα αυτή οι επιχειρήσεις μπορεί να μην έχουν συμμετάσχει σε διαδικασίες τύπου εξαγοράς ή συγχώνευσης, αλλά μπορεί να παρουσιάζουν ενδιαφέρον για πολλούς επενδυτές, δηλαδή να αποτελούν στόχο. Τις επιχειρήσεις αυτές τις αποκαλεί, χαρακτηριστικά, ελκυστικές - αλλά - μη συγχωνευμένες επιχειρήσεις.

Επίσης για τον έλεγχο των αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκε ένα δευτερογενές δείγμα 40 συνολικά επιχειρήσεων (20 συγχωνευμένες και 20 μη συγχωνευμένες). Το ποσοστό ορθής ταξινόμησης ανήλθε στο 67,5%, ποσοστό το οποίο επιβεβαιώνει τη σταθερότητα του αρχικού υποδείγματος.

Τέλος χρησιμοποιήθηκαν δύο δείγματα από επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύτηκαν κατά την χρονική περίοδο 1967-1968. Το πρωτογενές και το δευτερογενές δείγμα αποτελούνταν από επιχειρήσεις που συμμετείχαν στις διαδικασίες πριν από το έτος 1966. Τα αποτελέσματα ορθής ταξινόμησης ανήλθαν στο 70 %, το οποίο αποδεικνύει ότι τα κριτήρια ταξινόμησης παρέμειναν σταθερά στο χρονικό διάστημα 1966- 1968.

Ο Stevens καταλήγει στο ότι τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά προσφέρουν την απαραίτητη πληροφορία

για την ταξινόμηση των επιχειρήσεων στις ομάδες που προαναφέρθηκαν, θεωρώντας ότι οι λόγοι στρατηγικής που επηρεάζουν μια εξαγορά ή συγχώνευση αντικατοπτρίζονται στα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά. Επίσης η χρηματοοικονομική δομή της εταιρείας εκφρασμένη σε όρους ρευστότητας, αποδοτικότητας και δραστηριότητας παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στη μελέτη του φαινομένου.

Σε σύγκριση με την μελέτη των Monroe και Simkowitz (1971), ο Stevens επικεντρώνει τη διαφορά στο ότι οι Monroe και Simkowitz αναγνωρίζουν βέβαια την σημαντικότητα των δεικτών της μόχλευσης αλλά δεν θεωρούν την ρευστότητα και την αποδοτικότητα ως σημαντικούς παράγοντες. Μια άλλη σημαντική διαφορά είναι ότι σε αντίθεση με τους Monroe & Simkowitz, ο Stevens δεν χρησιμοποίησε καθόλου τους παράγοντες P/E και πολιτική μερίσματος, τα οποία είχαν αρνητική επίδραση στην εξήγηση του φαινομένου της εξαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

2.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΡΩΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ (Palepu, 1986)

Ο Palepu στο άρθρο του "**Predicting Takeover Targets**"(1986) πραγματοποιεί μια εμπειρική ανάλυση της πρόβλεψης της εξαγοράς με δύο βασικούς αντικειμενικούς σκοπούς:

Ο πρώτος αντικειμενικός σκοπός είναι να αναλύσει τα μεθοδολογικά προβλήματα τα οποία συνδέονται με την ανάπτυξη δυαδικών εκροών στα υποδείγματα πρόβλεψης και να καθορίσει τρόπους με τους οποίους μπορούν να αποφευχθούν τα προβλήματα αυτά.

Ο δεύτερος αντικειμενικός σκοπός είναι να εξετάσει εάν είναι δυνατόν να προβλεφθούν στόχοι με ένα υψηλό βαθμό ακρίβειας αφού διορθωθούν τα μεθοδολογικά λάθη προγενέστερων μελετών.

Μια κριτική εξέταση της μεθοδολογίας η οποία είχε χρησιμοποιηθεί στις προγενέστερες μελέτες εξαγορών φανέρωσε την ύπαρξη τριών κύριων μεθοδολογικών λαθών τα οποία αποδεικνύουν ότι οι αναφερόμενες προβλέψεις είναι ανακριβείς.

Πρώτο, η χρήση μη τυχαίων δειγμάτων, τα οποία αποτελούνται από ίσο αριθμό εξαγορασμένων και μη εξαγορασμένων εταιρειών, χωρίς κατάλληλες τροποποιήσεις κατά την διαδικασία υπολογισμού του υποδείγματος, οδηγεί σε ασυνεπείς και "μεροληπτικές" εκτιμήσεις για τους παραμέτρους του υποδείγματος και τις πιθανότητες της εξαγοράς. Αυτό καταλήγει σε υπερεκ-

τίμηση των ικανοτήτων του υποδείγματος να προβλέψει στόχους.

Δεύτερο, η χρήση μη τυχαίων δειγμάτων με ίσο αριθμό εξαγορασμένων και μη εξαγορασμένων εταιρειών στις δοκιμές πρόβλεψης οδηγεί σε ανακριβή ποσοστά λαθών τα οποία αποτυγχάνουν να αναπαραστήσουν την ικανότητα πρόγνωσης του υποδείγματος στον πραγματικό πληθυσμό.

Τρίτο, η χρήση αυθαίρετων τιμών ορίων πιθανοτήτων στον έλεγχο πρόβλεψης χωρίς να αναφέρεται λεπτομερώς ένα γενικό πλαίσιο απόφασης, τα αντισταθμιστικά οφέλη και οι πιθανότητες που υπάρχουν πριν από κάθε κατάσταση, οδηγούν σε δυσκολία ερμηνεύσης των αποτελεσμάτων.

Ο Palepu επιλέγει έξι μεταβλητές βάση έξι υποθέσεων οι οποίες προτείνονται στην οικονομική βιβλιογραφία και αποτελούν το θεωρητικό υπόβαθρο του θέματος των εξαγορών. Αυτές είναι :

1) Υπόθεση της μη αποτελεσματικής διοίκησης

Εταιρείες με μη αποτελεσματικές διοικήσεις είναι πολύ πιθανόν να αποτελούν στόχους εξαγορών. Το κίνητρο αυτό βασίζεται στην πρόταση της χρηματοοικονομικής θεωρίας σύμφωνα με την οποία οι διευθυντές μιας εταιρείας οι οποίοι απέτυχαν να μεγιστοποιήσουν την αγοραία αξία της αντικαθίστανται από άλλους.

Αυτή η υπόθεση έχει διερευνηθεί σε πολλές μελέτες (Asquith, 1983, Morck, 1988, 1989). Τα συμπεράσματα από την υπόθεση της ύπαρξης μη αποτελεσματικής διοίκησης

απορρέουν από προγενέστερες έρευνες του Manne (1965). Ο Manne (1965) ήταν ο πρώτος που όρισε το θέμα και μίλησε με ευκρίνεια γι' αυτό. Αντιλήφθηκε την εξαγορά σαν ένα μηχανισμό που ενθαρρύνει τους διευθυντές να επιδιώξουν στρατηγικές που θα μεγιστοποιήσουν την περιουσία των μετόχων τους. Σύμφωνα με τον Manne (1965) ο οικονομικός έλεγχος είναι ένα σημαντικό περιουσιακό στοιχείο το οποίο χρησιμοποιείται ως "προϊόν" στην αγορά. Ο τρόπος που θα γίνει η διαχείριση αυτού του "προϊόντος" εξαρτάται από την σχέση που διαμορφώνεται μεταξύ της τιμής της μετοχής της εταιρείας και της επίδοσης της διοίκησής της. Η παρουσίαση "φτωχών" επιδόσεων σε σχέση με κάποια σημεία τα οποία λαμβάνονται σαν όρια (π.χ. η επίδοση του κλάδου) προκαλούν πτώση των τιμών των μετοχών κάτω από την αξία τους και οδηγούν σε μεταφορά ελέγχου από μη αποτελεσματικές ομάδες διοίκησης σε νέες επίδοξες ομάδες, οι οποίες θα υποστηρίξουν προσφορές εξαγορών που θα βελτιώσουν την θέση της εταιρείας.

Μη αποτελεσματικά διοικούμενες εταιρείες είναι στόχοι εξαγορών από εταιρείες οι οποίες έχουν την τεχνογνωσία να μεγαλώσουν την αποτελεσματικότητά τους και κατά συνέπεια την αγοραία αξία τους.

Οι εταιρείες οι οποίες λειτουργούν με μη αποτελεσματικό τρόπο αναμένεται να έχουν χαμηλότερο επίπεδο αποδοτικότητας σε σχέση με τις εταιρείες οι οποίες είναι λειτουργικά αποτελεσματικές και συνεπώς είναι περισσότερο πιθανόν να αποτύχουν σε χρηματοοικονομικό επίπεδο.

2) Ανισορροπία πόρων και ανάπτυξης

Οι μεταβλητές της ανάπτυξης και της ρευστότητας έχουν χρησιμοποιηθεί σε διάφορες μελέτες και εμφανίζονται ως σημαντικές μεταβλητές στον καθορισμό της πιθανότητας εξαγοράς.

Εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν δυσαναλογία μεταξύ του επιπέδου ανάπτυξης και των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών πόρων είναι δυνατόν να αποτελέσουν πιθανούς στόχους. Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι δύο τύποι εταιρειών είναι πιθανοί στόχοι εξαγορών.

Οι πιο ελκυστικές, όπως προτείνεται από την σχετική βιβλιογραφία, είναι αυτές που διαθέτουν υψηλή ανάπτυξη και είναι φτωχές σε χρηματοοικονομικούς πόρους ή και το αντίθετο. Έτσι, εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη και χαμηλό επίπεδο χρηματοοικονομικών πόρων (χαμηλή ρευστότητα και υψηλή μόχλευση) μπορεί να αποτελούν στόχο εταιρειών με αντίθετη ανισορροπία (π.χ. χαμηλή ανάπτυξη, πλούσιες χρηματοοικονομικές πηγές). Η αξία των ενωμένων εταιρειών από την εξαγορά θα μπορούσε να υπερβεί την αξία των δύο εταιρειών ξεχωριστά. Στο σημείο αυτό παρατηρούμε ότι η θεωρία της ανισορροπίας ανάμεσα στο επίπεδο ανάπτυξης και στους χρηματοοικονομικούς πόρους είναι περίπου ανάλογη με την θεωρία του Jensen (1986) για το ρόλο των καθαρών ταμιακών ροών στην δραστηριότητα των εξαγορών.

3) Υπόθεση των μεταβολών στον κλάδο

Εταιρείες οι οποίες ανήκουν σε ένα κλάδο στον οποίο επικρατούν οικονομικές διαταραχές είναι πιθανοί στόχοι εξαγορών. Η παραπάνω υπόθεση προτάθηκε από τον Gort (1969) για να εξηγήσει τις διακυμάνσεις που παρατηρήθηκαν στους ρυθμούς συγχωνεύσεων τόσο ανάμεσα σε βιομηχανίες όσο και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Ο Gort υποστηρίζει ότι οι συγχωνεύσεις προκαλούνται από διαφοροποιημένες εκτιμήσεις από τους συμμετέχοντες στην αγορά οι οποίες έχουν την πηγή τους σε έντονες οικονομικές διαταραχές όπως είναι αλλαγές στην τεχνολογία, η δομή της βιομηχανίας καθώς και οι ρυθμίσεις που επιβάλλονται από το περιβάλλον.

4) Υπόθεση του μεγέθους

Η πιθανότητα της εξαγοράς μειώνεται με το μέγεθος της εταιρείας. Η παραπάνω πρόταση βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχουν διάφορα κόστη διεκπεραίωσης των εξαγορών τα οποία συνδέονται με τις εξαγοραζόμενες εταιρείες. Τα κόστη συνδέονται με την απορρόφηση του στόχου μέσα στο οργανωτικό πλαίσιο της εταιρείας που την αποκτά και στην παρατεταμένη "μάχη" που πρέπει να δώσει η διοίκηση ενός στόχου για να υπερασπίσει τον εαυτό της. Τέτοια κόστη εμπορικών συναλλαγών είναι πιθανό να

μεγαλώσουν με το μέγεθος και ο αριθμός των ενδεχόμενων προσφορών για μία εταιρεία- στόχο να μειωθεί.

Στις μεγαλύτερες εταιρείες, οι οποίες είναι περισσότερο εξιδεικευμένες και έχουν μεγαλύτερη δύναμη στην αγορά από τις μικρότερες εταιρείες, τα επίπεδα κερδών αναμένεται να είναι μεγαλύτερα. Επιπλέον, έχουν καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιακές αγορές και αντιμετωπίζουν αναλογικά χαμηλότερα κόστη έκδοσης μετοχών από τις μικρότερες εταιρείες όταν διοχετεύουν επιπρόσθετα κεφάλαια για καινούργια σχέδια ή για αντιμετώπιση χρεών. Από την άλλη πλευρά οι μεγαλύτερες εταιρείες είναι πιο δύσκολο να εξαγοραστούν μια και αυτό συνεπάγεται εμπλοκή σε μεγαλύτερο κίνδυνο για τις εταιρείες που τις εξαγοράζουν.

Πολλές μελέτες βρήκαν ότι το μέγεθος είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας στον προσδιορισμό της πιθανότητας της εξαγοράς. Οι Levine & Aaronovitch (1981) βρήκαν ότι το μέγεθος της εταιρείας είναι ο περισσότερο σημαντικός παράγοντας στον προσδιορισμό της πιθανότητας της εξαγοράς, ενώ ο Hasbrouck (1985), ο Palepu (1986) & οι Ambrose και Megginson (1992) αναγνωρίζουν το μέγεθος σαν ένα παράγοντα ο οποίος μειώνει την πιθανότητα μιας εταιρείας να εξαγοραστεί.

5) Αγοραία προς λογιστική αξία

Οι εταιρείες των οποίων η αγοραία αξία είναι χαμηλή σε σχέση με την λογιστική τους αξία είναι πιθανοί στόχοι εξαγορών. Οι υποστηρικτές αυτής της υπόθεσης ισχυρί-

ζονται ότι οι εταιρείες με δείκτη χαμηλής αγοραίας αξίας προς λογιστική είναι φτηνές "αγορές".

Εξαιτίας του γεγονότος ότι η λογιστική αξία της εταιρείας δεν αντανακλά την αξία αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων, η υπόθεση αυτή αμφισβητείται.

6) Υπόθεση του λόγου της τιμής προς τα κέρδη

Εταιρείες με χαμηλό δείκτη P/E είναι πιθανόν να είναι στόχοι εξαγορών. Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, εξαγοραστές με υψηλό P/E δείκτη επιδιώκουν να αποκτήσουν εταιρείες με χαμηλό P/E .

Ο Palepu στην μελέτη του υποστηρίζει την χρήση ενός ειδικού τύπου δείγματος (state-based) το οποίο αντικαθιστά την τυχαία δειγματοληψία. Σύμφωνα με αυτό το τύπο δείγματος n_1 εταιρείες επιλέγονται τυχαία από ένα υποπληθυσμό στόχων και n_2 εταιρείες επιλέγονται τυχαία από ένα υποπληθυσμό μη στόχων, n_1 και n_2 συναθροίζονται στο n .

Στην περίπτωση του τυχαίου δείγματος, n εταιρείες επιλέγονται τυχαία από ένα ολόκληρο πληθυσμό. Κάποιες από αυτές είναι στόχοι εξαγορών και κάποιες είναι μη στόχοι. Στην περίπτωση που επιλέγεται δείγμα τέτοιου τύπου, έχει παρατηρηθεί ότι ο αριθμός των στόχων είναι πολύ μικρός με τον αριθμό των μη στόχων. Το περιεχόμενο της πληροφορίας είναι κατά συνέπεια πολύ μικρό για τον υπολογισμό του υποδείγματος, οδηγώντας σε σχετικά ανακριβείς υπολογισμούς των παραμέτρων. Το δείγμα

μπορεί να παρέχει περισσότερες πληροφορίες εάν αποτελείται από ίσο αριθμό τόσο εξαγοραζόμενων, όσο και μη εξαγοραζόμενων εταιρειών. Σε ένα δείγμα "ειδικού τύπου" σαν και αυτό που επικαλείται ο Palepu πραγματοποιείται αυτό ακριβώς.

Οι Manski και Lerman (1977) καθώς και οι Manski & Mc Fadden (1981) αποδεικνύουν ότι ένα κατάλληλο δείγμα "ειδικού τύπου" εξασφαλίζει περισσότερο ακριβείς υπολογισμούς σε σύγκριση με ένα τυχαίο δείγμα του ίδιου μεγέθους. Ο Cosslett (1981) αναφέρει ότι ένα δείγμα "ειδικού τύπου" με ίσες αναλογίες σαν τον τύπο που χρησιμοποιείται από την βιβλιογραφία της πρόβλεψης των εξαγορών, είναι συνήθως ο βέλτιστος τύπος δείγματος.

Η καινοτομία της μελέτης του Palepu, έγκειται στο γεγονός, ότι αναγνωρίζει όπως και άλλοι την χρησιμότητα του δείγματος "ειδικού τύπου" αλλά το χρησιμοποιεί μέσα από μια τροποποιημένη διαδικασία υπολογισμού, σε σχέση με τις προγενέστερες μελέτες, μέσα από την οποία αναδεικνύεται η διαφορετικότητα της δειγματοληψίας "ειδικού τύπου" έναντι της τυχαίας δειγματοληψίας.

Οι προηγούμενες μελέτες απέτυχαν σε αυτό το σημείο και οδηγήθηκαν σε ανακριβείς υπολογισμούς της πιθανότητας εξαγοράς. Έστω ότι i είναι μια εταιρεία που επιλέγεται από ένα πληθυσμό και p είναι η πιθανότητα αυτή η εταιρεία να είναι στόχος εξαγοράς. Έστω ότι p' είναι η πιθανότητα η εταιρεία i να είναι στόχος, όπως αυτή υπολογίζεται από το δείγμα. Στην περίπτωση της τυχαίας δειγματοληψίας οι πιθανότητες p & p' είναι ίσες. Στην περίπτωση του δείγματος "ειδικού τύπου", όμως δεν

συμβαίνει κάτι τέτοιο. Στην βιβλιογραφία που αναφέρεται στις εξαγορές η συνηθισμένη διαδικασία που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των παραμέτρων του υποδείγματος και των πιθανοτήτων εξαγοράς, είναι η χρήση της συνάρτησης της μέγιστης πιθανοφάνειας. Η διαδικασία υπολογισμού της συνάρτησης μέγιστης πιθανοφάνειας περιλαμβάνει την μεγιστοποίηση της συνάρτησης πιθανοφάνειας του δείγματος, προκειμένου να προβλεφθεί η πιθανότητα εξαγοράς για το σύνολο του πληθυσμού. Όταν χρησιμοποιείται ένα δείγμα "ειδικού τύπου" υπολογίζεται το p' . Η μεγιστοποίηση της συνάρτησης πιθανοφάνειας του δείγματος αποδίδει ένα αμερόληπτο υπολογισμό του p' . Καθώς όμως τα p' & p δεν είναι ισοδύναμα, δεν μπορούμε να έχουμε μια αμερόληπτη εκτίμηση της πιθανότητας εξαγοράς στο σύνολο του πληθυσμού. Οι μεροληπτικές εκτιμήσεις, που αναφέρθηκαν και απορρέουν από την χρήση ενός δείγματος "ειδικού τύπου" μπορούν να αποφευχθούν. Γι αυτό το λόγο, οι εκτιμήτριες οι οποίες χρησιμοποιούνται έχουν κατάλληλα τροποποιηθεί και προσαρμόσκει ανάλογα με την ιδιαιτερότητα του δείγματος. Οι Manski & McFadden (1981) αναφέρουν την χρήση, εναλλακτικά, δύο εκτιμητριών: την υπό συνθήκη εκτιμήτρια μέγιστης πιθανοφάνειας και την σταθμισμένη εκτιμήτρια μέγιστης πιθανοφάνειας. Οι δύο αυτές εκτιμήτριες λαμβάνονται από σχετικά απλές τροποποιήσεις των κανονικών εκτιμητριών μέγιστης πιθανοφάνειας που συνήθως χρησιμοποιούνται.

Επίσης, ο Manski και ο Lerman (1977) απέδειξαν ότι το μεθοδολογικό λάθος που έγινε σε αυτό το σημείο, στην διαδικασία δηλαδή επιλογής του δείγματος, οδήγησε σε ασυνέπεια και "μεροληπτικούς" υπολογισμούς των

παραμέτρων του υποδείγματος και παραπέρα σε λανθασμένους υπολογισμούς των πιθανοτήτων. Ο Cosslett (1981) παρατήρησε ότι οι πιθανές "μεροληπτικές εκτιμήσεις" μπορεί να ανέλθουν σε 30% ή και περισσότερο, αποδεικνύοντας την σοβαρότητα του προβλήματος.

Εάν ο σκοπός του υπολογιζόμενου υποδείγματος είναι μόνο να κατατάξει πιθανότητες (δηλ. να υπολογίσει εάν η πιθανότητα να εξαγοραστεί μια εταιρεία A είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα να εξαγοραστεί μια εταιρεία B), η παραπάνω "μεροληπτική εκτίμηση" είναι μη σημαντική. Εάν οι υπολογιζόμενοι παράμετροι πρόκειται να χρησιμοποιηθούν για να γίνει έλεγχος υποθέσεων, η λανθασμένη εκτίμηση και η ασυνέπεια γίνονται σημαντικές.

Επίσης, εάν ο αντικειμενικός σκοπός είναι να χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα για να προβλεφθούν στόχοι, η "μεροληπτική εκτίμηση" οδηγεί σε λανθασμένες εξαγωγές συμπερασμάτων.

Η ύπαρξη λίγων στόχων και πολλών μη στόχων στον πραγματικό πληθυσμό, η οποία οδήγησε στην χρήση του "ειδικού τύπου" δείγματος κατά την διαδικασία υπολογισμού του υποδείγματος δεν εφαρμόζεται όταν δοκιμάζεται η ικανότητα πρόβλεψης του.

Σε πολλές μελέτες το δείγμα "ειδικού τύπου" έχει χρησιμοποιηθεί για να υπολογιστεί η ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος. Η πρακτική αυτή σύμφωνα με τον Paleru οδήγησε σε μια σειρά από λάθη όσον αφορά την πραγματική ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος.

Όταν ελέγχεται η ικανότητα πρόβλεψης ενός υποδείγματος, το πιο σημαντικό σημείο πάνω στο οποίο

επικεντρώνεται το ενδιαφέρον είναι το ποσοστό λάθους ταξινομήσεων το οποίο παρουσιάζεται. Εξετάζοντας δηλαδή ένα σύνολο από εταιρείες, επιδιώκουμε να διαπιστώσουμε τι ποσοστό από αυτές ενώ π.χ. είναι στόχοι υπολογίστηκαν από το υπόδειγμα λανθασμένα σαν μη στόχοι. Καθώς λοιπόν ένα δείγμα "ειδικού τύπου" δεν είναι εξ' ορισμού ένα τυχαίο δείγμα, τα ποσοστά λάθους τα οποία προκύπτουν από τις δοκιμές για την ικανότητα πρόβλεψής του δεν είναι άμεσα εφαρμόσιμα στο σύνολο του πληθυσμού.

Λόγω του ότι το υπόδειγμα, όταν χρησιμοποιηθεί στην πράξη, εφαρμόζεται σε ολόκληρο τον πληθυσμό, γίνεται άμεσα κατανοητό ότι το δείγμα που πρέπει να χρησιμοποιηθεί, όταν δοκιμάζεται η ικανότητα πρόβλεψής του πρέπει να αντικατοπτρίζει, όσον το δυνατόν καλύτερα, τον πραγματικό πληθυσμό.

Ένα άλλο σημαντικό σημείο στην μελέτη του Palepu, το οποίο αξίζει να αναφερθεί, είναι ο υπολογισμός της τιμής-ορίου πιθανότητας (optimal cutoff probability).

Όταν το ενδιαφέρον σε μια μελέτη επικεντρώνεται στο εάν μια ομάδα από μεταβλητές επιδρούν σημαντικά ή όχι στην διαμόρφωση της πιθανότητας της εξαγοράς, ο έλεγχος της ικανότητας πρόβλεψης του υποδείγματος δεν είναι απαραίτητος. Ο έλεγχος της ικανότητας πρόβλεψης του υποδείγματος γίνεται σημαντικός όταν εξετάζεται η γενικότερη επεξηγηματική του δύναμη και η σημαντικότητα των μεταβλητών που περιλαμβάνονται σε αυτό.

Οι δοκιμές πρόβλεψης γίνονται σημαντικές μόνο εάν αντικειμενικός σκοπός είναι να βελτιώσουμε την ικανότητα του υποδείγματος να προβλέπει στόχους. Οι δοκιμές

πρόβλεψης ταξινομούν τις ομάδες των εταιρειών σε στόχους και μη στόχους με βάση την υπολογιζόμενη πιθανότητα εξαγοράς. Για να ταξινομηθεί μια εταιρεία σαν στόχος ή μη στόχος, υπολογίζεται η πιθανότητα εξαγοράς της και στην συνέχεια συγκρίνεται με μια προκαθορισμένη τιμή-όριο πιθανότητας. Εάν η υπολογιζόμενη πιθανότητα είναι μικρότερη από το τιμή-όριο τότε η εταιρεία ταξινομείται σαν μη στόχος.

Το κατάλληλο όριο πιθανότητας το οποίο χρησιμοποιείται στις δοκιμές πρόβλεψης είναι καθορισμένο από το γενικό πλαίσιο απόφασης μέσα στο οποίο πρόκειται να χρησιμοποιηθούν τα αποτελέσματα του υποδείγματος. Για να υπολογιστεί το βέλτιστο όριο πιθανότητας, είναι απαραίτητο να καθοριστεί το γενικό πλαίσιο απόφασης, μια κατάλληλη συνάρτηση αντιστάθμισης και οι πιθανότητες που ισχύουν πριν από την κατάσταση.

Οι προγενέστερες μελέτες που είχαν γίνει πάνω στο θέμα των εξαγορών ανέπτυξαν υποδείγματα με απώτερο σκοπό να προβλεφθούν στόχοι εξαγορών. Στα περισσότερα απ' αυτά έγιναν έλεγχοι για να εξεταστεί η ικανότητα πρόβλεψής τους. Στις δοκιμές πρόβλεψης λήφθηκε υπ' όψιν μια τιμή-όριο πιθανότητας αλλά αντί γι' αυτό χρησιμοποιήθηκε σαν όριο το 0.5.

Ένα άλλο σημαντικό σημείο της μελέτης του Palepu είναι ο καθορισμός ενός γενικού πλαισίου απόφασης μέσα στο οποίο ελέγχεται η ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος. Όταν δεν γίνεται αυτό τα αποτελέσματα των δοκιμών είναι πολύ δύσκολο να ερμηνευτούν. Για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα σε αυτό το σημείο, υποθέτει

ότι σκοπός του υπολογιζόμενου υποδείγματος είναι να κάνει προβλέψεις, που θα είναι αποτελεσματικές σε στρατηγικές επένδυσης στο χρηματιστήριο.

Αποτελέσματα προγενέστερων μελετών αποδεικνύουν ότι αρκετά υποδείγματα που αναπτύχθηκαν από διάφορους ερευνητές παρουσιάζουν ικανοποιητικά αποτελέσματα πρόβλεψης έξι με δώδεκα μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Οι Dudd & Ruback (1977) αποδεικνύουν ότι οι μηχανισμοί της αγοράς καταδεικνύουν μια εταιρεία ως πιθανό στόχο κατά την διάρκεια μιας μικρής περιόδου γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. Οι Jensen & Ruback (1983) επανεξετάζοντας την υπόθεση αυτή συμφώνησαν ότι είναι δύσκολο αλλά όχι αδύνατο να προβλεφθούν μελλοντικοί στόχοι εξαγορών από τις ενδείξεις που παρέχουν οι μηχανισμοί της αγοράς.

Το υπόδειγμα πιθανότητας το οποίο χρησιμοποιεί ο Palepu έχει τη μορφή:

$$P(i, t) = 1 / (1 + e^{-\beta x(i, t)})$$

Σαν $P(i, t)$ ορίζεται η πιθανότητα μια εταιρεία i να εξαγοραστεί σε μια περίοδο t , $x(i, t)$ είναι ένα διάνυσμα των μετρούμενων χαρακτηριστικών της εταιρείας και β είναι το διάνυσμα των μη γνωστών παραμέτρων.

Η ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος που παρουσιάστηκε από τον Palepu ελέγχεται σε μια ομάδα από εταιρείες αποτελούμενες από 30 στόχους και 1087 μη στόχους.

Από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι, ενώ το υπόδειγμα αναγνωρίζει σωστά ένα υψηλό ποσοστό από εταιρείες οι οποίες είναι πραγματικά στόχοι, κατατάσσει λανθασμένα σαν στόχους ένα μεγάλο αριθμό εταιρειών οι οποίες είναι μη στόχοι.

Συνεπώς το υπόδειγμα αποδεικνύεται αναποτελεσματικό αφού δεν είναι δυνατόν να υπάρξουν κέρδη επενδύοντας σε εταιρείες οι οποίες έχουν προβλεφθεί από αυτό ως ενδεχόμενοι στόχοι.

Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα από το υπόδειγμα κατατάσσουν 625 εταιρείες σαν στόχους εξαγορών και 492 σαν μη στόχους. Από τις 625 εταιρείες που κατατάχθηκαν από το υπόδειγμα σαν στόχοι μόνο 24 ήταν πραγματικά στόχοι. Από τις 492 εταιρείες οι οποίες προβλέφθηκαν από το υπόδειγμα σαν μην στόχοι, 486 ήταν στην πραγματικότητα μη στόχοι. Από το σύνολο των 30 εταιρειών που ήταν πραγματικά στόχοι, 24 εταιρείες (80%) προβλέφθηκαν σωστά από το υπόδειγμα. Από το σύνολο των 1087 εταιρειών, οι οποίες ήταν μη στόχοι μόνο 486 (45%) προβλέφθηκαν σωστά σαν μη στόχοι.

Οι εκτιμήσεις του υποδείγματος χρησιμοποιούνται για να εξετάσουν την πιθανότητα να αποκτηθούν πρόσθετες αποδόσεις επενδύοντας στις μετοχές των προβλεπόμενων στόχων. Οι έλεγχοι χρησιμοποιούν τις καθημερινές επιπλέον αποδόσεις οι οποίες έχουν καταγραφεί στο Center For Research in Security Prices (CRSP) - αρχείο πρόσθετων αποδόσεων. Οι κατεγραμμένες σε αυτό το αρχείο πρόσθετες αποδόσεις υπολογίζονται ως :

$$XR_{it} = R_{it} - E (R_{it}),$$

Όπου

$XRit$ = πρόσθετες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων i για την ημέρα t .

Rit = αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων i για την ημέρα t .

$E(Rit)$ = αναμενόμενος ρυθμός των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων i για την ημέρα t .

Ο αναμενόμενος ρυθμός αποδόσεων $E(Rit)$ υπολογίζεται ομαδοποιώντας ετησίως όλα τα χρεώγραφα τα οποία συμπεριλαμβάνονται στον κατάλογο των Χρηματιστηρίων της Νέας Υόρκης σε δέκα ισοδύναμα χαρτοφυλάκια ελέγχου τα οποία ταξινομούνται σύμφωνα με τον κίνδυνο ο οποίος συνδέεται με καθένα από αυτά. Οι αποδόσεις που παρατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο ελέγχου το οποίο έχει προσεγγιστικά τον ίδιο βαθμό χρηματοοικονομικού κινδύνου (β) όπως και το χρεώγραφο i χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του $E(Rit)$.

Το υπόδειγμα εξαγοράς αναγνωρίζει 625 εταιρείες σαν ενδεχόμενους στόχους κατά την διάρκεια του 1980.

Οι πρόσθετες αποδόσεις για αυτές τις εταιρείες εξετάζονται για μια περίοδο 250 διαπραγματεύσιμων ημερών αρχίζοντας στις 2 Ιανουαρίου του 1980, η οποία είναι η πρώτη διαπραγματεύσιμη ημέρα του χρόνου.

Οι πρόσθετες αποδόσεις αυτών των εταιρειών σε μια δεδομένη ημέρα είναι απίθανο να είναι ανεξάρτητες. Οι μετοχές όλων των εταιρειών σχηματίζουν ένα ίσα υπολογισμένο από άποψη βαρών χαρτοφυλάκιο και οι

δοκιμές εκτελούνται στο χαρτοφυλάκιο των πρόσθετων αποδόσεων.

Ο μέσος όρος των πρόσθετων αποδόσεων για το χαρτοφυλάκιο κάθε σχετική μέρα t υπολογίζεται σαν:

$$AXR_t = 1/N \sum XR_{it}$$

όπου N είναι ο αριθμός των χρεωγράφων με πρόσθετες αποδόσεις κατά την διάρκεια της ημέρας t .

Οι κατά μέσο όρο συσσωρευμένες πρόσθετες αποδόσεις CER είναι το άθροισμα των κατά μέσο όρο πρόσθετων αποδόσεων για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο.

$$CER = \sum AXR_t$$

Όπου CER είναι για ημέρες 1 έως k .

Επιπροσθέτως με την ομάδα των 625 εταιρειών οι οποίες προβλέπονται από το υπόδειγμα ως ενδεχόμενοι στόχοι, αναφέρονται οι πρόσθετες αποδόσεις για άλλα 3 χαρτοφυλάκια: τους 24 προβλεπόμενους στόχους οι οποίοι πραγματικά εξαγοράστηκαν, τις 492 επιχειρήσεις οι οποίες υπολογίστηκαν σαν μη στόχοι και 6 προβλεπόμενες σαν μη στόχους οι οποίες τελικά εξαγοράστηκαν.

Τα αποτελέσματα δεν επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι είναι δυνατόν να αποκτηθούν σημαντικές πρόσθετες αποδόσεις επενδύοντας σε εταιρείες οι οποίες υπολογίστηκαν από το υπόδειγμα ότι θα είναι στόχοι. Ο μέσος όρος των συσσωρευμένων πρόσθετων αποδόσεων για τους 625 προβλεπόμενους στόχους κατά το διάστημα των 250 ημερών είναι - 1.62% ($t = -0,77$). Ο μέσος όρος των

συσσωρευμένων πρόσθετων αποδόσεων για τους προβλεπόμενους στόχους είναι μικρός και ταλαντεύεται γύρω στο μηδέν, καθ' όλην την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Σε αντίθεση, ο μέσος όρος των συσσωρευμένων πρόσθετων αποδόσεων για την υπο-ομάδα των 24 προβλέψιμων στόχων οι οποίοι έγιναν στόχοι κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου είναι μεγάλος και εντυπωσιακός. Ο μέσος όρος των συσσωρευμένων πρόσθετων αποδόσεων για αυτή την ομάδα είναι 20,98%. Ο λόγος για μη σημαντικές αποδόσεις για τους προβλεπόμενους στόχους σαν σύνολο βρίσκεται στο γεγονός ότι η ομάδα αυτή αποτελείται από 601 εταιρείες οι οποίες λανθασμένα έχουν προβλεφθεί από το υπόδειγμα ως ενδεχόμενοι στόχοι.

Συμπερασματικά, ο μεγάλος αριθμός των εταιρειών οι οποίες λανθασμένα έχουν ταξινομηθεί σαν στόχοι μειώνει σημαντικά την χρησιμότητα των προβλέψεων του υποδείγματος.

Τα αποτελέσματα των δοκιμών πρόβλεψης αποδεικνύουν ότι η επένδυση στις εταιρείες, τις οποίες το υπόδειγμα προβλέπει ότι θα εξαγοραστούν, δεν αποφέρει σημαντικές πρόσθετες αποδόσεις.

Διαπιστώθηκε, επίσης, ότι υπάρχουν κάποιοι περιορισμοί ως προς την γενίκευση των συμπερασμάτων:

Πρώτον, η ομάδα των ανεξάρτητων μεταβλητών οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στο υπόδειγμα, δεν αποτελεί μια ολοκληρωμένη απεικόνιση όλων των πιθανών μεταβλητών.

Οι μεταβλητές επιλέγονται από μια ομάδα μεταβλητών των οποίων η συχνότητα χρησιμοποίησης στην υποθέση των εξαγορών είναι αρκετά μεγάλη. Τα αποτελέσματα

αποδεικνύουν ότι στηριζόμενοι στις έξι αυτές υποθέσεις δεν είναι δυνατόν να προβλέψουμε στόχους εξαγορών με ένα υψηλό βαθμό ακρίβειας.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σε αυτή τη μελέτη είναι οι ίδιες μεταβλητές οι οποίες έχουν αποδειχτεί σημαντικές σε άλλες μελέτες. Γι αυτό το λόγο η διαφορά στα συμπεράσματα στην μελέτη του Paleru σε σχέση με τις άλλες δεν μπορούν να αποδοθούν στις θεωρούμενες μεταβλητές.

Δεύτερον, τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του υποδείγματος και στην πρόβλεψη είναι κατά μέσο όρο έξι μήνες παλιά σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς. Η χρησιμοποίηση πιο πρόσφατων δεδομένων είναι πιθανόν να βελτιώσει την ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος.

2.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ (Powell, 1997)

Η αναλυτική παρουσίαση του υποδείγματος που ακολουθεί αναφέρεται σε μια ακόμη από τις πολλές προσπάθειες που έχουν γίνει για την εκτίμηση της πιθανότητας εξαγοράς. Η μελέτη παρουσιάστηκε από τον Powell το 1997.

Ο ερευνητής στην μελέτη του προσπαθώντας να δημιουργήσει ένα αποτελεσματικό υπόδειγμα πάνω στο θέμα των εξαγορών αποσκοπεί σε τρεις κυρίως στόχους:

1) Να διερευνήσει εάν η πιθανότητα της εξαγοράς επηρεάζεται από ορισμένα χαρακτηριστικά της εταιρείας και του κλάδου γενικότερα. Τα χαρακτηριστικά αυτά επιλέγονται έτσι ώστε να επαληθευτεί η εγκυρότητα διαφόρων θεωριών, οι οποίες έχουν προταθεί στην προσπάθεια ορθολογικής εξήγησης της δραστηριότητας της εξαγοράς. Σύμφωνα με την μελέτη, τα χαρακτηριστικά της εταιρείας και του κλάδου στον οποίο αυτή ανήκει, ασκούν καθοριστική επίδραση στην πιθανότητα της εξαγοράς. Η μελέτη αποδεικνύεται χρήσιμη στην εξασφάλιση περισσότερων πληροφοριών απ' αυτές που έχουμε στην διάθεσή μας για το ρόλο των χαρακτηριστικών αυτών. Η ήδη υπάρχουσα πληροφορία στηρίζεται σε αντιφατικές αποδείξεις από την Βρεταννία και από τις Ηνωμένες Πολιτείες.

2) Να ερευνήσει το κατά πόσο, διαχωρίζοντας τους στόχους σε δύο κατηγορίες, σε αυτούς που αποτελούν στόχους φιλικών εξαγορών και σε αυτούς που αποτελούν στόχους εχθρικών εξαγορών, βελτιώνονται τα υποδείγματα πρόβλεψης της πιθανότητας εξαγοράς.

Μια σημαντική ερώτηση αναφέρεται στο εάν οι στόχοι πρέπει ή δεν πρέπει να αποτελούν μια ομοιογενή ομάδα. Πολλές φορές θεωρούμε ότι οι στόχοι αποτελούν μια ομοιογενή ομάδα γεγονός το οποίο μπορεί να αποκρύψει παρά να διασαφηνίσει σημαντικά χαρακτηριστικά των εταιρειών στις οποίες υποβάλλονται προσφορές για εξαγορά.

3) Να ερευνήσει εάν το υπόδειγμα είναι αποτελεσματικό διαχρονικά.

Η μελέτη του Powell μπορεί να φανεί αποτελεσματική και για ένα άλλο λόγο. Αυτός είναι η ασυνέπεια που υπάρχει στα συμπεράσματα προηγούμενων μελετών που έγιναν τόσο στην Βρετανία όσο και στην Αμερική και αναφέρονταν στα χαρακτηριστικά των στόχων της εξαγοράς.

Υπάρχουν τέσσερις σημαντικοί λόγοι που αναδεικνύουν τη σπουδαιότητα του άρθρου:

- 1) Η μελέτη επιβεβαιώνει ότι κάποια από τα αποτελέσματα της έρευνας των Morck, Shleifer & Vishny (1988), οι οποίοι εξέτασαν ένα δείγμα αμερικάνικων εταιρειών ισχύουν και για τις βρετανικές επιχειρήσεις.
- 2) Η μελέτη επίσης επιβεβαιώνει ότι τα χαρακτηριστικά τα οποία είναι καθοριστικά στην προσπάθεια εκτίμησης της πιθανότητας εξαγοράς για τις βρετανικές εταιρείες δεν παραμένουν σταθερά διαχρονικά.
- 3) Η μελέτη ανακαλύπτει ότι τα χαρακτηριστικά του κλάδου των εταιρειών παίζουν ένα ξεχωριστό ρόλο στον προσδιορισμό της πιθανότητας εξαγοράς μιας εταιρείας.
- 4) Το πιο σημαντικό σε αυτή την μελέτη είναι ότι μεταχειρίζεται τους στόχους όχι σαν μια ομοιογενή ομάδα, αλλά τους διαχωρίζει σε φιλικούς και εχθρικούς διασαφηνίζοντας έτσι περισσότερο τις επιδράσεις που έχουν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών και του κλάδου πάνω στην πιθανότητα της εξαγοράς.

Ο ερευνητής χρησιμοποιεί ένα δείγμα το οποίο αποτελείται από 411 στόχους (97 επιχειρήσεις που αποτελούν στόχους εχθρικών εξαγορών και 314 επιχειρήσεις αποτελούν στο-χους φιλικών εξαγορών) και

532 επιχειρήσεις οι οποίες δεν εξαγοράστηκαν από την περίοδο 1984 έως 1991.

Η μελέτη χρησιμοποιεί ένα πολυμεταβλητό λογιστικό υπόδειγμα πιθανότητας σύμφωνα με το οποίο η πιθανότητα εξαγοράς της εταιρείας i , συμβολίζεται με P_{ij} .

Όσον αφορά τον δείκτη j υπάρχουν δύο ενδεχόμενα :

1) Σύμφωνα με την πρώτη εκδοχή, η οποία στηρίζεται στον διαχωρισμό ανάμεσα σε φιλικούς και εχθρικούς στόχους, η εταιρεία i μπορεί να είναι μη στόχος ή στόχος. Εάν είναι στόχος τότε διακρίνεται σε φιλικός ή εχθρικός και συμβολίζεται διαφορετικά. Δηλαδή εάν η εταιρεία i είναι ένας μη στόχος $j = 0$, εάν είναι στόχος διακρίνεται σε εχθρικό και φιλικό και συμβολίζεται αντίστοιχα, $j=1$ εάν είναι εχθρικός στόχος $j=2$ εάν είναι φιλικός στόχος.

2) Η εταιρεία i είναι ένας μη στόχος εάν $j=0$ ή είναι στόχος εάν $j=1$. Σύμφωνα με αυτή την εκδοχή δεν έχουμε διάκριση σε φιλικούς ή εχθρικούς στόχους. Η πιθανότητα P_{ij} είναι μια συνάρτηση των διανυσμάτων των μετρούμενων χαρακτηριστικών X_i , της εταιρείας i .

Το υπόδειγμα ορίζεται ως ακολούθως (Maddala 1983):

$$P_{ij} = \exp (\beta_j' X_i) / \sum_j \exp (\beta_j' X_i)$$

Όπου β_j είναι το διάνυσμα των παραμέτρων οι οποίες υπολογίζονται.

Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στα χαρακτηριστικά των εταιρειών τα οποία επιλέγονται και παρουσιάζονται στο υπόδειγμα της πιθανότητας της εξαγοράς. Οι επιλογές των χαρακτηριστικών γίνονται βάσει των θεωριών που έχουν

προταθεί ως κίνητρα εξαγοράς και σε προηγούμενες εμπειρικές μελέτες.

Οι θεωρίες οι οποίες έχουν επιλεγεί αντιπροσωπεύουν τα πιο σημαντικά κίνητρα.

Αυτές είναι:

- 1) Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης
- 2) Υποτίμηση της αξίας της εταιρείας
- 3) Οι καθαρές ταμιακές ροές
- 4) Το μέγεθος της εταιρείας
- 5) Η πραγματική περιουσία
- 6) Ανισορροπία ανάπτυξης και πηγών

Για την πρώτη, τέταρτη και έκτη θεωρία έγινε λεπτομερής αναφορά κατά την παρουσίαση του πρώτου υποδείγματος (Paleru, 1986). Η τρίτη θεωρία που αναφέρεται στην υπόθεση των ταμιακών ροών αναπτύχθηκε στο πρώτο κεφάλαιο. Εδώ αναφέρονται συμπληρωματικά κάποια επιπλέον στοιχεία. Η εκτίμηση των μελλοντικών ταμιακών ροών μιας εταιρείας αποτελεί μια διαφορετική προσέγγιση στην προσπάθεια αποτίμησης της αξίας της. Η μέθοδος αυτή (Παπούλιας, 1993) παρέχει τα πιο αξιόπιστα αποτελέσματα διότι απεικονίζει και ενσωματώνει όλες τις δυνατότητες της εταιρείας, μετά από την πραγματοποίηση της κάθε μορφής επέμβασης που μπορεί να γίνει από τον εξαγοραστή, την ικανότητα της να αναπτύσσεται στο μέλλον και να δημιουργεί ταμιακά πλεονάσματα, προκειμένου να ανταπεξέλθει στις κάθε είδους υποχρεώσεις της. Οι εταιρείες που έχουν δημιουργήσει μεγάλα αποθέματα

από χρηματικά διαθέσιμα διαθέτουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των εταιρειών που δεν έχουν τέτοια δυνατότητα. Η συσσώρευση μεγάλης ποσότητας χρηματικών πόρων αποτελεί σημαντική πηγή κεφαλαίων για επενδυτικές δραστηριότητες όταν τα τρέχοντα κεφάλαια που διαθέτει η επιχείρηση είναι ανεπαρκή. Πολλές φορές οι εταιρείες δημιουργούν περισσότερα χρηματικά μέσα απ' όσα χρειάζονται για να αντιμετωπίσουν τις αναμενόμενες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις τους. Σύμφωνα με την υπόθεση των καθαρών ταμιακών ροών οι έντονες διαμάχες μεταξύ διευθυντών και μετόχων οι οποίες συνδέονται με τον τρόπο διάθεσης συσσωρευμένης ποσότητας χρηματικών διαθεσίμων απομονώνουν τους διευθυντές από τις εξωτερικές αγορές και οδηγούν σε επενδυτικές αποφάσεις μειωμένης απόδοσης.

Σύμφωνα με την μελέτη του Harford (1999) οι πλούσιες σε χρηματοοικονομικά μέσα εταιρείες είναι πολύ πιθανόν να πραγματοποιήσουν εξαγορές.

Ο Jensen υποστηρίζει την ύπαρξη θεωρίας κόστους (agency cost) για τον τρόπο διάθεσης των καθαρών ταμιακών ροών στα πλαίσια των εξαγορών.

Οι καθαρές ταμιακές ροές είναι πλεονασματικές ταμιακές ροές οι οποίες είναι απαραίτητες για την χρηματοδότηση προγραμμάτων τα οποία έχουν θετική παρούσα αξία όταν προεξοφλούνται με ένα σχετικό επιτόκιο. Η ύπαρξη καθαρών ταμιακών ροών παρέχει στους διευθυντές κίνητρα για να αναπτύξουν τις εταιρείες τους. Άμεση επιδίωξη των διευθυντών να επεκτείνουν τις εταιρείες τους, επενδύοντας ακόμα και σε σχέδια τα οποία

έχουν αρνητική παρούσα αξία (Jensen,1986). Οι διευθυντές των εταιρειών που επιδιώκουν την μεγιστοποίηση των οφελών των μετόχων τους θα φροντίσουν να αποδώσουν τις καθαρές ταμιακές ροές που έχουν συσσωρεύσει σε αυτούς. Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι η διατήρηση των ταμιακών ροών εσωτερικά μειώνει την δυνατότητα των εταιρειών να δραστηριοποιηθούν στις αγορές κεφαλαίου. Η θεωρία των καθαρών ταμιακών ροών αναφέρει ότι εταιρείες με μη αποτελεσματικές ομάδες διοίκησης οι οποίες έχουν φτωχές επιδόσεις και εταιρείες οι οποίες έχουν συσσωρεύσει μεγάλη ποσότητα ταμιακών ροών, που δεν επιστρέφουν στους μετόχους, είναι οι πιο πιθανοί στόχοι.

Πολλές μελέτες έχουν υποστηρίξει εμπειρικά τις θεωρίες του Jensen. Για παράδειγμα, οι Mitchell και Lehn (1990), υποστηρίζοντας την θεωρία του Jensen, βρήκαν ότι η πιθανότητα μια εταιρεία να γίνει στόχος εξαγοράς είναι αρνητικά συσχετισμένη με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις τις οποίες κερδίζουν οι εταιρείες από τις δικές τους εξαγορές. Έτσι εταιρείες, οι οποίες κάνουν εξαγορές είναι πολύ πιθανόν να γίνουν οι ίδιες στόχοι.

Όσον αφορά την *θεωρία της υποτίμησης της αξίας της εταιρείας* έχει διαπιστωθεί ότι εταιρείες των οποίων οι αγοραίες αξίες είναι μικρότερες των λογιστικών αξιών αποτελούν πιθανούς στόχους εξαγορών. Όπως αποδεικνύει ο Hasbrouck (1985), η εταιρεία η οποία επιθυμεί να επεκταθεί μέσα από μια εξαγορά θα μπορούσε να συγκρίνει το κόστος της επένδυσης και τα κόστη των αποκτηθέντων περιουσιακών στοιχείων τα οποία έχουν ήδη πραγματοποιηθεί.

Το πιο κατάλληλο μέτρο για την εκτίμηση αυτή είναι ο δείκτης της αγοραίας αξίας μιας εταιρείας προς το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων, γνωστός σαν δείκτης του Tobins (q). Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο υψηλότερη είναι η πιθανότητα να εξαγοραστεί η επιχείρηση από ένα πιθανό επενδυτή. Ο δείκτης υποτίμησης της αξίας της εταιρείας και ο δείκτης του Tobins (q), είναι επίσης πιθανόν να αποτελέσουν μέτρα για την διοικητική επίδοση. Τόσο ο δείκτης υποτίμησης της αξίας της εταιρείας όσο και ο δείκτης q ενσωματώνουν ένα αγοραίο μέτρο για την αξία της επιχείρησης, το οποίο εάν μετρηθεί πριν από την ανακοίνωση της εξαγοράς, θα μπορούσε να εκφράσει τις πιθανές προσδοκίες της αγοράς για την μελλοντική αξία της επιχείρησης κάτω από τρέχουσα διοίκηση όσο και από ενδεχόμενες νέες διοικητικές ομάδες.

Στην μελέτη του Powell, χρησιμοποιείται η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων αντί του κόστους αντικατάστασης, κι αυτό γιατί τόσο το κόστος αντικατάστασης όσον και το τρέχον κόστος των περιουσιακών στοιχείων των αγγλικών εταιρειών βάσει των οποίων έγινε η έρευνα δεν ήταν δυνατόν να υπολογιστεί με ακρίβεια. Το κόστος αντικατάστασης υπολογίζεται συνήθως από τα δημοσιευμένα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιρειών (Lindenberg & Ross, 1981). Η χρήση ωστόσο τόσο των λογιστικών αξιών όσο και των υπολογισμένων κόστων αντικατάστασης δεν αντικατοπτρίζουν με ακρίβεια τα πραγματικά κόστη αντικατάστασης. Το κόστος αντικατάστασης υπολογίζεται με ακρίβεια όταν ληφθούν υπ'όψιν και ορισμένα άλλα στοιχεία όπως είναι η πραγματική ηλικία

των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, η τεχνολογική πρόοδος και ο πληθωρισμός. Κατά συνέπεια είναι προτιμότερη η χρήση της λογιστικής αξίας, η οποία είναι πιο απλή στη διαδικασία υπολογισμού της, έναντι του κόστους αντικατάστασης για το οποίο απαιτείται μια πιο πολύπλοκη και δαπανηρή διαδικασία εκτίμησης.

Όσον αφορά την θεωρία που έχει αναπτυχθεί πάνω στην *πραγματική περιουσία μιας εταιρείας* έχει αποδειχθεί ότι η αναλογία των ενσώματων ακινητοποιήσεων που μια εταιρεία έχει στο σύνολο του ενεργητικού της είναι δυνατόν να αυξήσει την πιθανότητα εξαγοράς. Υπάρχουν δύο εξηγήσεις που ερμηνεύουν αυτό το αποτέλεσμα:

Πρώτον, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία θα μπορούσαν να είναι η βάση, που παρέχει την ευχέρεια για πραγματοποίηση μεγαλύτερων χρεών. Μια εταιρεία η οποία εξαγοράζει κάποια άλλη θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης στόχος σαν υποθήκες για την χρηματοδότηση των χρεών της εξαγοράς και έτσι να χαμηλώσει αποτελεσματικά το άμεσο κόστος.

Δεύτερον, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία θα μπορούσαν να είναι ένα σημαντικό πλεονέκτημα για τις πλούσιες σε περιουσιακά στοιχεία εταιρείες σε κλάδους οι οποίοι βρίσκονται σε ύφεση.

Βιομηχανικοί κλάδοι οι οποίοι έχουν φθίνουσα πορεία παρουσιάζουν πολύ λίγες πιθανότητες ανάπτυξης. Για το λόγο αυτό μια εταιρεία πλούσια σε περιουσιακά στοιχεία, η οποία ανήκει σε ένα τέτοιο βιομηχανικό κλάδο με μικρές πιθανότητες ανάπτυξης, θα υιοθετούσε την εξαγορά σαν μία μέθοδο που θα την αναδιοργάνωνε προκειμένου να

κερδίσει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου.

Η υπόθεση της ανισορροπίας μεταξύ επιπέδου ανάπτυξης-χρηματικών πόρων και δραστηριότητα εξαγοράς, αναπτύχθηκε λεπτομερώς κατά την παρουσίαση του προηγούμενου υποδείγματος.

Τα χαρακτηριστικά των εταιρειών τα οποία χρησιμοποιούνται σαν μεταβλητές στο υπόδειγμα της εξαγοράς υπολογίζονται από τους ακόλουθους δείκτες:

1. Λειτουργικά κέρδη / Χρησιμοποιούμενο Κεφάλαιο
2. Μέγεθος συνολικών περιουσιακών στοιχείων
3. Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις Πάγιου Ενεργητικού / Σύνολο Ενεργητικού
4. Λογιστική αξία / Αγοραία αξία
5. Ταμιακές ροές / Σύνολο περιουσιακών στοιχείων
6. Μετρητά και εμπορεύσιμα χρεώγραφα / Συνολικά περιουσιακά στοιχεία
7. Συνολικά χρέη / Συνολικά Ίδια Κεφάλαια

Ο Hart (1988) υποστηρίζει ότι τόσο τα κλαδικά χαρακτηριστικά όσο και τα χαρακτηριστικά των εταιρειών είναι σημαντικά στον καθορισμό του ενδεχομένου της εξαγοράς. Οι Morck, Schleifer & Vishny (1988) βρήκαν ότι και οι δύο τύποι χαρακτηριστικών (κλαδικών και εταιρικών) αποτελούν σημαντικούς παράγοντες στον υπολογισμό της πιθανότητας εξαγοράς.

Με βάση τα παραπάνω ο Powell για κάθε μεταβλητή την οποία συμπεριλαμβάνει στο υπόδειγμα υπολογίζει δύο

τιμές. Η μια τιμή υπολογίζεται με βάση τα δεδομένα που υπάρχουν για την εταιρεία και η δεύτερη τιμή υπολογίζεται με βάση τα δεδομένα που υπάρχουν για τον κλάδο.

Χρησιμοποιούνται τέσσερα λογιστικά υποδείγματα. Η πρώτη βασική διάκριση μεταξύ των υποδειγμάτων είναι εάν διαχωρίζουν τους στόχους σε ένα ενιαίο σύνολο (B_1 & B_2) ή εάν μεταχειρίζονται εχθρικούς και φιλικούς στόχους ξεχωριστά (M_1 & M_2). Η δεύτερη διάκριση αφορά τις μεταβλητές οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στα υποδείγματα. Τα υποδείγματα M_1 & B_1 χρησιμοποιούν μεταβλητές οι οποίες αναφέρονται μόνο στα χαρακτηριστικά των εταιρειών ενώ τα υποδείγματα M_2 & B_2 χρησιμοποιούν την διαφορά μεταξύ των αξιών της εταιρείας και του βιομηχανικού κλάδου στον οποίο ανήκει και την διαφορά μεταξύ των αξιών του βιομηχανικού κλάδου και της οικονομίας για κάθε χαρακτηριστικό το οποίο εξετάζεται σαν ανεξάρτητη μεταβλητή.

Επιλογή Δείγματος

Το δείγμα το οποίο χρησιμοποίησε ο Powell στην μελέτη του περιλαμβάνει ένα σύνολο από στόχους και μη στόχους οι οποίοι επιλέχθηκαν από την περίοδο 1984 - 1991 (Δείγμα 1). Το δείγμα διαιρείται σε δύο επιμέρους δείγματα : στόχοι και μη στόχοι οι οποίοι επιλέχθηκαν από την περίοδο 1984-1987(Δείγμα 2) και στόχοι και μη στόχοι οι οποίοι επιλέχθηκαν από την περίοδο 1988-1991(Δείγμα 3).Το έτος το οποίο χρησιμοποιήθηκε για την

διαίρεση του εξεταζόμενου δείγματος επιλέχθηκε απλά για λόγους διευκόλυνσης.

Παρουσίαση αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την χρήση των υποδειγμάτων.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στους συνημμένους πίνακες. Μια θετική ένδειξη σε μια παράμετρο υποδεικνύει ότι μια αύξηση στην αντίστοιχη μεταβλητή αυξάνει την πιθανότητα της εξαγοράς και μια αρνητική ένδειξη το αντίθετο. Για κάθε δείγμα, αναφέρεται ο δείκτης μέγιστης πιθανοφάνειας και ο δείκτης McFadden (R^2), ο οποίος αναφέρεται στην επεξηγηματική δύναμη του υποδείγματος.

Από άποψη σημαντικότητας, το υπόδειγμα B_1 το οποίο υπολογίζεται βάση του δείγματος 3 είναι το πιο σημαντικό υπόδειγμα με δείκτη πιθανοφάνειας 26,19%. Το υπόδειγμα αυτό έχει επίσης υψηλή επεξηγηματική δύναμη, και ένα μεγάλο αριθμό από σημαντικές παραμέτρους. Από την άλλη πλευρά, το υπόδειγμα B_1 το οποίο υπολογίζεται βάση του δείγματος 2 παρουσιάζει ένα δείκτη πιθανοφάνειας 13,24 % ο οποίος δεν είναι σημαντικός στο επίπεδο 5%.

Για το δείγμα 1, η ρευστότητα, το μέγεθος και οι καθαρές ταμιακές ροές φαίνεται να είναι οι πιο σημαντικοί παράγοντες για την πιθανότητα εξαγοράς. Όπως έχει υποτεθεί, όσο μικρότερη είναι η εταιρεία και όσο μεγαλύτερες είναι οι καθαρές ταμιακές ροές, τόσο υψηλότερη είναι η πιθανότητα της εξαγοράς.

Οι δείκτες της διοικητικής επίδοσης, ο δείκτης της αγοραίας προς την λογιστική αξία, ο δείκτης των ενσώματων ακινητοποιήσεων του πάγιου ενεργητικού/σύνολο του ενεργητικού δεν φαίνεται να επιδρούν σημαντικά στην πιθανότητα της εξαγοράς μιας εταιρείας, τουλάχιστον κατά την διάρκεια της περιόδου 1984-1991.

Στην πραγματικότητα, για την χρονική περίοδο από 1984-87, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία δεν είναι η μόνη σημαντική μεταβλητή η οποία επηρεάζει την πιθανότητα εξαγοράς μιας εταιρείας. Για το δείγμα 3, η ρευστότητα, η μόχλευση, το μέγεθος και οι καθαρές ταμιακές ροές είναι σημαντικοί παράγοντες στον καθορισμό της πιθανότητας εξαγοράς.

Το υπόδειγμα B2 καθορίζει τις μεταβλητές σαν απόκλίσεις από τους μέσους όρους και περιλαμβάνει δύο συστατικά στοιχεία. Ένα συστατικό στοιχείο της επιχείρησης, το οποίο αναφέρεται σε μια μεταβλητή της επιχείρησης μείον την σταθμισμένη αξία ενός κλαδικού μέσου και ένα ειδικό συστατικό στοιχείο του κλάδου, το οποίο είναι σταθμικός μέσος του κλάδου μείον την σταθμισμένη αξία του μέσου της οικονομίας. Στο υπόδειγμα B2 το οποίο υπολογίστηκε βάση του δείγματος 1 η τιμή του δείκτη πιθανοφάνειας είναι 32.21%, ενώ η τιμή του δείκτη McFadden, ο οποίος, όπως προαναφέρθηκε, αναφέρεται στην επεξηγηματική δύναμη του υποδείγματος, είναι 2,49%. Η τιμή αυτή αποδεικνύει ότι το υπόδειγμα έχει την χαμηλότερη επεξηγηματική δύναμη. Το υπόδειγμα B2 το οποίο υπολογίστηκε βάση του δείγματος 3, από την άλλη πλευρά έχει την υψηλότερη επεξηγηματική δύναμη ($R^2 = 5,04 \%$) και η τιμή του δείκτη πιθανοφάνειας είναι

31,97%. Παρόμοια με το υπόδειγμα B1, το υπόδειγμα B2 το οποίο υπολογίστηκε βάση του δείγματος 2 δεν παρουσιάζει σημαντικά αποτελέσματα.

Από τα αποτελέσματα του υπόδειγματος B2 το οποίο υπολογίζεται βάση του δείγματος 1, φαίνεται ότι, για τα συστατικά στοιχεία που αφορούν ειδικά την εταιρεία (τα οποία όπως αναφέρεται και παραπάνω είναι μεταβλητές της επιχείρησης μείον την σταθμισμένη αξία ενός κλαδικού μέσου), η πιθανότητα εξαγοράς μιας εταιρείας είναι υψηλότερη: 1) όσο χαμηλότερη είναι η ρευστότητα της εταιρείας από το μέσο όρο του κλάδου 2) όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της εταιρείας από το μέσο όρο του κλάδου.

Για τα συστατικά στοιχεία που αφορούν το κλάδο, η πιθανότητα εξαγοράς μιας εταιρείας είναι υψηλότερη: 1) όσο χαμηλότερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου σε σχέση με τον μέσο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας 2) όσο υψηλότερη είναι η αναλογία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που έχει ο κλάδος σε σχέση με το μέσο όρο της οικονομίας.

Οι αποδόσεις της εταιρείας πριν από την πραγματοποίηση της εξαγοράς φαίνεται ότι δεν είναι καθοριστικοί παράγοντες της πιθανότητας εξαγοράς τόσο στο B1 όσο στο B2. Μια εξήγηση, γι' αυτά τα αποτελέσματα είναι ότι η μη αποτελεσματική διοίκηση και η υπόθεση της υποεκτίμησης του στόχου είναι πιο πιθανόν να υπερισχύουν σε εχθρικές εξαγορές. Επιπλέον διαπιστώνεται η σπουδαιότητα των χαρακτηριστικών τόσο των εταιρειών

όσο και του κλάδου κατά τον υπολογισμό της πιθανότητας εξαγοράς.

Όπως προαναφέρθηκε τα υποδείγματα M1 & M2 διαχωρίζουν τις εχθρικές από τις φιλικές εξαγορές. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή των υποδειγμάτων φανερώνουν ότι ο διαχωρισμός μεταξύ φιλικών και εχθρικών στόχων συντελεί στην καλύτερη κατανόηση των χαρακτηριστικών που επιδρούν στον καθορισμό της πιθανότητας της εξαγοράς και αποδεικνύουν την ανωτερότητα του πολυωνυμικού σε σχέση με το δυονυμικό υπόδειγμα στο οποίο δεν υπάρχει ο διαχωρισμός μεταξύ φιλικών και εχθρικών εξαγορών.

Τα αποτελέσματα του υπόδειγματος M1 υπολογιζόμενα βάσει του δείγματος 1, χρησιμοποιώντας μόνο τα χαρακτηριστικά της εταιρείας, φανερώνουν ότι η πιθανότητα της εχθρικής εξαγοράς μιας εταιρείας είναι υψηλότερη: 1) Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας, 2) Όσο χαμηλότερη είναι η ρευστότητα της εταιρείας, 3) Όσο χαμηλότερη είναι η αποδοτικότητα της εταιρείας, 4) Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης που αναφέρεται στην υποτίμηση της αξίας της εταιρείας.

Η πιθανότητα της φιλικής εξαγοράς μιας εταιρείας είναι υψηλότερη: 1) όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της εταιρείας και 2) όσο υψηλότερη είναι η μόχλευση της εταιρείας.

Τα συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν από τα υποδείγματα, βάσει των δειγμάτων 1 και 2 αποδεικνύουν ότι υπάρχουν αλλαγές στην πιθανότητα της εξαγοράς όταν συγκρίνονται διαφορετικές χρονικές περιόδους. Στο δείγμα 2

μόνο το μέγεθος είναι σημαντικό στον καθορισμό της πιθανότητας εχθρικής εξαγοράς μιας εταιρείας. Σε αντίθεση, για το δείγμα 3, το μέγεθος, η ρευστότητα, η αποδοτικότητα, οι καθαρές ταμιακές ροές και ο δείκτης της υποτίμησης της αξίας της περιουσίας είναι σημαντικοί παράγοντες για την εκτίμηση της πιθανότητας της εχθρικής εξαγοράς μιας εταιρείας. Για φιλικές εξαγορές, οι καθοριστικοί παράγοντες για την πιθανότητα της εξαγοράς, όπως υπολογίστηκαν βάσει του δείγματος 2 είναι το μέγεθος και τα σταθερά υλικά περιουσιακά στοιχεία. Για το δείγμα 3, το μέγεθος, η ρευστότητα και η μόχλευση επιδρούν στην πιθανότητα της φιλικής εξαγοράς. Από τα αποτελέσματα αποδεικνύεται, ότι οι εχθρικοί και οι φιλικοί στόχοι διαφέρουν από την άποψη της επίδρασης του μεγέθους, της αποδοτικότητας, των καθαρών ταμιακών ροών, της μόχλευσης και του δείκτη της υποτίμησης πάνω στην πιθανότητα της εξαγοράς.

Ένα άλλο συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι οι εχθρικές εξαγορές απευθύνονται σε εταιρείες με μη αποτελεσματική διοίκηση, γιατί όσο φτωχότερη είναι η αποδοτικότητα και όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο των καθαρών ταμιακών ροών, τόσο υψηλότερη η πιθανότητα μιας εχθρικής εξαγοράς.

Το υπόδειγμα M_2 περιλαμβάνει τόσο χαρακτηριστικά της επιχείρησης όσο και χαρακτηριστικά του κλάδου στον οποίο αυτή ανήκει για κάθε μεταβλητή. Τα αποτελέσματα που αναφέρονται στο δείγμα 1 αποδεικνύουν ότι η πιθανότητα εχθρικής εξαγοράς μιας εταιρείας αυξάνεται:

- 1) Όσο χαμηλότερη είναι η ρευστότητα της εταιρείας κάτω από το μέσο όρο του κλάδου.
- 2) Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας πάνω από το μέσο όρο του κλάδου.
- 3) Όσο υψηλότερα είναι ο δείκτης που αναφέρεται στην υποτίμηση της αξίας της περιουσίας πάνω από το μέσο όρο του κλάδου.
- 4) Όσο χαμηλότερα είναι η ανάπτυξη του κλάδου από το μέσο όρο της οικονομίας.
- 5) Όσο υψηλότερα είναι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία του κλάδου πάνω από το μέσο όρο της οικονομίας.
- 6) Όσο υψηλότερα είναι ο δείκτης υποτίμησης της αξίας του κλάδου πάνω από το μέσο όρο της οικονομίας.

Στην περίπτωση των φιλικών εξαγορών τα αποτελέσματα από το δείγμα 1 αποδεικνύουν ότι η πιθανότητα της φιλικής εξαγοράς μιας εταιρείας αυξάνεται :

- 1) Όσο υψηλότερη είναι η μόχλευση της εταιρείας πάνω από το μέσο όρο του κλάδου.
- 2) Όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της εταιρείας κάτω από το μέσο όρο του κλάδου.
- 3) Όσο μικρότερο είναι το μέγεθος του κλάδου κάτω από το μέσο όρο της οικονομίας
- 4) Όσο υψηλότερα είναι ο μέσος όρος των πάγιων περιουσιακών στοιχείων του κλάδου πάνω από το μέσο όρο της οικονομίας.

Όσον αφορά τα ειδικά κλαδικά χαρακτηριστικά μόνο το μέγεθος και το επίπεδο των πάγιων περιουσιακών στοιχείων είναι σημαντικά.

Για το δείγμα 2, η μόνη σημαντική μεταβλητή είναι το μέγεθος της εταιρείας ενώ στο δείγμα 3, μόνο το μέγεθος της εταιρείας και η μόχλευση είναι σημαντικά στο να εξηγήσουν τις φιλικές εξαγορές.

Τα αποτελέσματα της έρευνας συνοπτικά αποδεικνύουν τα παρακάτω:

- 1) Η επίδραση των χαρακτηριστικών των στόχων οι οποίοι υπόκεινται σε εχθρικές εξαγορές πάνω στην πιθανότητα εξαγοράς είναι διαφορετική από την επίδραση των ίδιων χαρακτηριστικών πάνω στην πιθανότητα εξαγοράς επιχειρήσεων που αποτελούν στόχους φιλικών εξαγορών.
- 2) Τα αποτελέσματα αυτά αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου.
- 3) Τα χαρακτηριστικά του κλάδου των επιχειρήσεων-στόχων μπορούν να παίξουν ένα ιδιαίτερο ρόλο στην εκτίμηση της πιθανότητας εξαγοράς τόσο φιλικών όσο και εχθρικών εξαγορών.
- 4) Υποθέτοντας ότι οι στόχοι ανήκουν σε μια ομοιογενή ομάδα ενδεχόμενα να καταλήξουμε σε παραπλανητικά συμπεράσματα για το ρόλο των χαρακτηριστικών των εταιρειών και των κλάδων κατά τον υπολογισμό της πιθανότητας εξαγοράς.

2.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΡΙΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ **(Theodossiou et.al.,1986)**

Η εξέταση των παραγόντων που επιδρούν στην εξαγορά των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του θέματος των εξαγορών και αξίζει να κάνουμε μια σύντομη αναφορά πάνω στο αυτό.

Πολλές πρόσφατες μελέτες που αναφέρονται σε θέματα εξαγορών / συγχωνεύσεων εστιάζουν την προσοχή τους στους παράγοντες που είναι καθοριστικοί στις εξαγορές των οικονομικά υγιών εταιρειών. Λίγες μόνο μελέτες ασχολούνται με τους παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στην εξαγορά των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών.

Μια σημαντική μελέτη η οποία παρουσιάστηκε από τους Theodossiou et.al. στο άρθρο τους: "Financial Distress and Corporate Acquisitions" το 1996 προσπαθεί να αναλύσει τους παράγοντες που επιδρούν στην απόφαση να αποκτηθεί μια χρηματοοικονομικά αποτυχημένη εταιρεία. Κι αυτό γιατί μια τέτοια απόφαση αποτελεί μια σημαντική περίπτωση με σπουδαίες εφαρμογές για τους επενδυτές, τους μετόχους, τους κατόχους ομολογιών καθώς και τους διευθυντές των εταιρειών.

Τα μερίσματα των εξαγοραζόμενων εταιρειών αυξάνουν σε αξία μερικές μέρες πριν από την ανακοίνωση, όπως έχει ήδη προαναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, ενώ ειδικά για τις χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες οι αυξήσεις των μερισμάτων έχει παρατηρηθεί ότι είναι μεγαλύτερες (Clark & Einstein,1983). Μια έγκαιρη

πρόβλεψη για την εξαγορά της χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας διευκολύνει στρατηγικές επένδυσης με μεγάλα περιθώρια οφέλους για τους επενδυτές και τους μετόχους ενώ εάν η πιθανότητα της εξαγοράς είναι χαμηλή, η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων εταιρείας αποδεικνύεται η καλύτερη στρατηγική. Η έσχατη αυτή λύση είναι προτιμητέα από την πλειοψηφία των μετόχων, οι οποίοι θα αντιμετώπιζαν εναλλακτικά μια επιλογή με μηδενική αξία.

Οι Pastena & Ruland (1986) εξέτασαν την αποτελεσματικότητα πολλών χρηματοοικονομικών μεταβλητών πάνω στο θέμα της πρόβλεψης της εξαγοράς μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας. Βρήκαν ότι η απόφαση να αποκτηθεί μια χρηματοοικονομικά αποτυχημένη εταιρεία βασίζεται κυρίως σε συνέργεια και στην έκταση των χρηματοοικονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει η εταιρεία.

Αντίθετα με άλλους ερευνητές, οι Peel και Wilson (1989), ερευνώντας διάφορες εκδοχές για την εξαγορά των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών στις αγγλικές κυρίως εταιρείες, βρήκαν ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των μεταβλητών οι οποίες σχετίζονται με τον βαθμό συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας και του μεγέθους από την μια μεριά και της πιθανότητας της εξαγοράς από την άλλη.

Το υπόδειγμα το οποίο χρησιμοποιείται για να εξεταστούν οι παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στην απόφαση να αποκτηθεί μια χρηματοοικονομικά αποτυχημένη εταιρεία στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι το λογιστικό υπόδειγμα ανταποκρινόμενης αλληλουχίας (sequential response logit

model (SRL)). Το δείγμα των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών, εξαγορασμένων και μη, δημιουργείται χρησιμοποιώντας ποιοτικά κριτήρια της χρηματοοικονομικής αποτυχίας όπως είναι η αμέλεια της ανακοίνωσης χρεών, οι προσπάθειες επαναδιαπραγμάτευσης του χρέους και η ανικανότητα να ικανοποιηθούν υποχρεώσεις του χρέους.

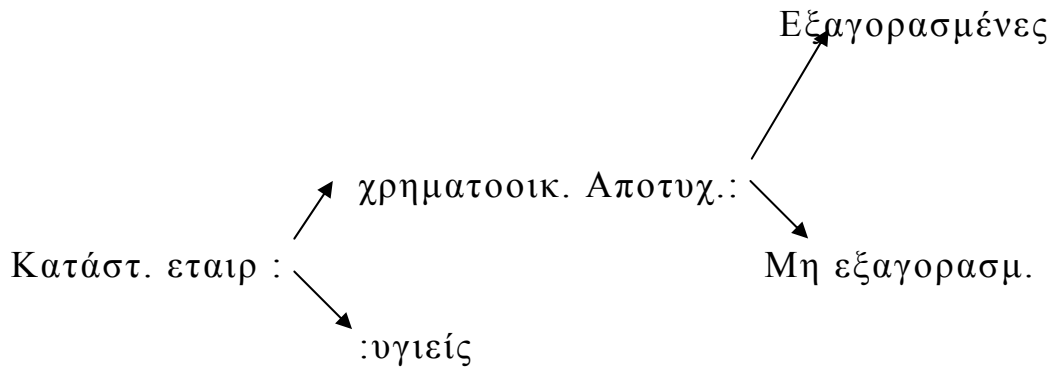
Οι Pastena και Ruland (1986), σε μελέτες που έκαναν πάνω σε αυτό το θέμα, επέλεξαν το δείγμα των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών με βάση τον ορισμό της χρηματοοικονομικής αποτυχίας όπως αυτή αναφέρεται στο υπόδειγμα του Altman (1968).

Η πτώχευση είναι η πιο "αυστηρή" περίπτωση της χρηματοοικονομικής αποτυχίας. Πολλές εξαγοραζόμενες εταιρείες δεν έχουν το ίδιο επίπεδο χρηματοοικονομικής αποτυχίας σε σχέση με τις πτωχευμένες εταιρείες. Η επιλογή των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στο παραπάνω υπόδειγμα πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας το Akaike's Information Criterion το οποίο είναι ένα μέτρο σχετικό με την ελαστικότητα που έχει αναπτυχθεί για την εκτίμηση της σχετικής σημασίας κάθε χρηματοοικονομικής μεταβλητής στο υπόδειγμα.

Σύμφωνα με το λογιστικό υπόδειγμα ανταποκρινόμενης αλληλουχίας (sequential response logit model) οι εξαγορασμένες, μη εξαγορασμένες και οι υγιείς ή χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες εκφράζονται σε μια αλληλουχία δύο σταδίων, δύο δυαδικών εκροών, των υγιειών και χρηματοοικονομικά αποτυχημένων στο στάδιο

ένα και των εξαγορασμένων και μη εξαγορασμένων στο στάδιο δύο.

Το ακόλουθο διάγραμμα αποδεικνύει αναπαριστά την λειτουργία του SRL:



Το υπόδειγμα της πιθανότητας προδιαγράφεται, σαν μια συνάρτηση των χρηματοοικονομικών μεταβλητών σχετικών με κάθε ζευγάρι καταλήξεων. Η μεθοδολογία η οποία χρησιμοποιείται για να επιλεγούν αυτές οι μεταβλητές αναλύεται παρακάτω.

Η πιθανότητα της χρηματοοικονομικής αποτυχίας μιας εταιρείας i ορίζεται από την συνάρτηση $F_i = F(X_{i,j}\beta)$, βασιζόμενη στο χαρακτηριστικό διάνυσμα X_i της εταιρείας. Το διάνυσμα $X_i = (1, X_{i1}, \dots, X_{ik})$ συμπεριλαμβάνει επεξηγηματικές μεταβλητές σχετικές με την κατάληξη μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας και $\beta = (\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k)$ είναι οι αντίστοιχοι συντελεστές για αυτές τις μεταβλητές. Σύμφωνα με το λογιστικό υπόδειγμα η πιθανότητα της χρηματοοικονομικής αποτυχίας μίας εταιρείας δίνεται από :

$$F_i = (1 + \exp(-D_i))^{-1}$$

Όπου $D_i = X_i \beta$ είναι ένας γραμμικός δείκτης της χρηματοοικονομικής αποτυχίας. Η πιθανότητα F_i και ο δείκτης D_i είναι θετικά συσχετιζόμενοι, δηλαδή εταιρείες με μεγαλύτερο δείκτη χρηματοοικονομικής αποτυχίας έχουν και μεγαλύτερη πιθανότητα χρηματοοικονομικής αποτυχίας. Ο συντελεστής β μετρά την επίδραση X_{ij} στην πιθανότητα της αποτυχίας. Ένας θετικός συντελεστής συνεπάγεται μια θετική σχέση μεταξύ της μεταβλητής και της πιθανότητας μιας εταιρείας να αποτύχει χρηματοοικονομικά και το αντίθετο.

Υποθέτεται επίσης, σύμφωνα πάντα με την μελέτη, ότι $G_i = G(Z_i, \gamma)$ να είναι η πιθανότητα της εξαγοράς μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας, όπου $Z_i = (1, Z_{i,1}, \dots, Z_{i,p})$ είναι ένα διάνυσμα των επεξηγηματικών μεταβλητών σχετικών με την κατάληξη της εξαγοράς (εξαγορασμένη - μη εξαγορασμένη) και $\gamma = (\gamma_0, \gamma_1, \dots, \gamma_k)$ είναι οι συντελεστές του υποδείγματος.

Η πιθανότητα της εξαγοράς δίνεται από :

$G_i = (1 + \exp(-M_i))^{-1}$ όπου $M_i = Z_i \beta$ είναι μια γραμμική σχέση των χρηματοοικονομικών μεταβλητών σχετικών με την κατάληξη της εξαγοράς. Τα M_i και G_i είναι επίσης θετικά σχετιζόμενα. Θετικοί συντελεστές συνεπάγονται μια θετική σχέση μεταξύ των μεταβλητών και της πιθανότητας εξαγοράς.

Με βάση των τρόπο τον οποίο ορίζεται το υπόδειγμα, την κατάταξη δηλαδή των εταιρειών σε υγιείς και χρηματοοικονομικά αποτυχημένες από την μια μεριά και σε εξαγοραζόμενες και μη εξαγοραζόμενες από την άλλη

γίνεται και η επιλογή μιας σειράς μεταβλητών οι οποίες ερμηνεύουν καλύτερα τις υποθέσεις αυτές βάσει των οποίων καθορίστηκε το υπόδειγμα.

Οι υποθέσεις αυτές είναι:

- 1) Χρηματοοικονομική Μόχλευση
- 2) Πρόσοδος , κέρδος
- 3) Μη αποτελεσματική διοίκηση
- 4) Δραστηριότητα
- 5) Μέγεθος της εταιρείας
- 6) Ρευστότητας της εταιρείας
- 7) Περουσιακά παραγωγικά στοιχεία της εταιρείας
- 8) Ανάπτυξη της εταιρείας
- 9) Εσωτερικός έλεγχος

Η πρώτη υπόθεση αναφέρεται στη χρηματοοικονομική μόχλευση η οποία συνεπάγεται δεσμεύσεις κεφαλαίων τα οποία προορίζονται για πληρωμές τόκων, πληρωμές μερισμάτων κ.λ.π. Η μη πραγματοποίηση αυτών των πληρωμών θα έχει αρνητικές επιπτώσεις για την ίδια την εταιρεία. Έτσι, οι εταιρείες οι οποίες έχουν υψηλούς δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι περισσότερο επιρρεπής κατά την διάρκεια περιόδων ύφεσης. Η θετική σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής μόχλευσης και χρηματοοικονομικής αποτυχίας αποδεικνύεται θεωρητικά και εμπειρικά.

Από την άλλη πλευρά, η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση στην πιθανότητα της εξαγοράς. Και αυτό γιατί η εξαγορά των

εταιρειών με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνει τον δείκτη χρεών της εξαγοράστριας εταιρείας πέρα από το βέλτιστο επίπεδο καταλήγοντας σε μείωση της αγοραίας αξίας της. Επίσης, υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση μεγαλώνει την πιθανότητα ασυνέπειας (αθέτησης χρεών) της εξαγοράστριας εταιρείας.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μόχλευσης οι οποίοι χρησιμοποιούνται για ελέγξουν τις παραπάνω υποθέσεις είναι :

- α) μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις / συνολικά περιουσιακά στοιχεία.
- β) βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / συνολικά περιουσιακά στοιχεία.
- γ) συνολικά χρέη / συνολικά περιουσιακά στοιχεία.

Η δεύτερη υπόθεση αναφέρεται στη ροή εισοδήματος, η οποία δημιουργείται από την λειτουργία μιας επιχείρησης και εξασφαλίζει χρήματα και κεφάλαιο για μελλοντικές επενδύσεις, καθιστώντας τις επιχειρήσεις ικανές να ικανοποιήσουν τόσο τις βραχυχρόνιες όσο και τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους. Διάφορα θεωρητικά υποδείγματα πτώχευσης υποδεικνύουν μια θετική σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας και της αξίας της εταιρείας και μια αρνητική σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας και της πιθανότητας πτώχευσης (Scott,1977). Οι χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες με ικανοποιητικά επίπεδα αποδοτικότητας μπορεί να υποβάλλουν προσφορές εξαγορών σε εταιρείες οι οποίες έχουν τα μέσα να

αντιμετωπίσουν τα προβλήματα της χρηματοοικονομικής τους αποτυχίας.

Οι δείκτες που χρησιμοποιούνται είναι :

- α) τα κέρδη προ τόκων και φόρων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία,
- β) το καθαρό εισόδημα προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία,
- γ) τα λειτουργικά κέρδη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία,
- δ) τα διατηρούμενα κέρδη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία,
- ε) το καθαρό εισόδημα προς τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία.

Για την τρίτη υπόθεση της μη αποτελεσματικής διοίκησης λεπτομερής αναφορά γίνεται στο πρώτο υπόδειγμα. Συμπληρωματικά αναφέρεται ότι για την μέτρηση της χρησιμοποιείται ο δείκτης των αποθεμάτων προς τις πωλήσεις, ο οποίος αποδεικνύει ουσιαστικά την ικανότητα της διοίκησης να μετατρέπει τα αποθεματικά σε πωλήσεις. Υψηλές τιμές του δείκτη αυτού είναι ισχυρές ενδείξεις για την μη αποτελεσματικότητα της διοίκησης.

Όσον αφορά την τέταρτη υπόθεση, σαν δείκτης μέτρησης της δραστηριότητας της εταιρείας χρησιμοποιείται ο λόγος των πωλήσεων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία. Ο δείκτης αυτός συσχετίζεται θετικά με την πιθανότητα της εξαγοράς.

Για την πέμπτη υπόθεση, που αναφέρεται στο μέγεθος της εταιρείας λεπτομερής αναφορά έγινε στο πρώτο υπόδειγμα.

Οι μεγαλύτερες εταιρείες φαίνεται να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιακές αγορές. Το κόστος έκδοσης νέων μετοχών το οποίο είναι συνδεδεμένο με την άντληση επιπρόσθετων χρηματοδοτικών κεφαλαίων για καινούργια σχέδια ή αντιμετώπιση χρεών είναι αναλογικά χαμηλότερο σε σχέση με τις μικρότερες εταιρείες. Κατά συνέπεια έχουν μικρότερη πιθανότητα χρεωκοπίας. Για να μετρηθεί η επίδραση του μεγέθους πάνω στη πιθανότητα της χρηματοοικονομικής αποτυχίας και της εξαγοράς χρησιμοποιούνται : α) ο φυσικός λογάριθμος των αποπληθωρισμένων συνολικών περιουσιακών στοιχείων και β) ο φυσικός λογάριθμος των αποπληθωρισμένων πωλήσεων.

Τόσο τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία όσο και οι πωλήσεις μετρούνται σε εκατομμύρια δολάρια και είναι αποπληθωρισμένα χρησιμοποιώντας τον δείκτη τιμών του καταναλωτή.

Σχετικά με την έκτη υπόθεση που αναφέρεται στην ρευστότητα της εταιρείας έχει αποδειχθεί ότι οι εταιρείες οι οποίες δεν διαθέτουν ικανοποιητικό επίπεδο ρευστότητας συχνά αντιμετωπίζουν προβλήματα στην ικανοποίηση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων τους περιορίζοντας με αυτό τον τρόπο την παροχή εμπορικών πιστώσεων.

Επιπλέον οι πιστωτές μπορεί να οδηγήσουν τέτοιες εταιρείες σε διαδικασίες πτώχευσης.

Οι χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες οι οποίες κατέχουν μεγάλα ποσά ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων με τα οποία μπορούν να αντιμετωπίσουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους είναι ελκυστικοί στόχοι εξαγορών για εταιρείες οι οποίες ψάχνουν να

εκμεταλλευτούν αυτά τα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Η ρευστότητα της εταιρείας αναμένεται να έχει αρνητική σχέση με την πιθανότητα της χρηματοοικονομική της αποτυχίας και θετική με την πιθανότητα εξαγοράς της.

Οι δείκτες ρευστότητας οι οποίοι χρησιμοποιούνται είναι :

- α) τα ίδια κεφάλαια κίνησης προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία,
- β) τα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (δείκτης άμεσης ρευστότητας),
- γ) το κυκλοφορούν ενεργητικό προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας),
- δ) τα μετρητά προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις,
- ε) τα μετρητά προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία.

Σχετικά με την έβδομη υπόθεση τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης χρησιμοποιούνται κυρίως από τις εταιρείες για να παράγουν αγαθά και υπηρεσίες. Χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες συχνά πουλάνε πάγια περιουσιακά στοιχεία για να βελτιώσουν την θέση ρευστότητας. Σαν αποτέλεσμα, αναμένεται να κατέχουν χαμηλότερο δείκτη πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία σε σύγκριση με τις υγιείς εταιρείες.

Από την άλλη πλευρά, εταιρείες με υψηλή αναλογία πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία αναμένεται να είναι περισσότερο ελκυστικοί στόχοι εξαγορών.

Όσον αφορά την όγδοη υπόθεση που αναφέρεται στην ανάπτυξη της εταιρείας αναμένεται να είναι αρνητικά συσχετιζόμενη με την πιθανότητα χρηματοοικονομικής αποτυχίας και θετικά με την πιθανότητα της εξαγοράς. Η ανάπτυξη της εταιρείας και η αποτελεσματικότητα της διοίκησης είναι παράγοντες άμεσα συσχετιζόμενοι με τις μελλοντικές ταμιακές ροές της εταιρείας. Για την μέτρηση της ανάπτυξης χρησιμοποιούνται : α) η πραγματική αύξηση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων, β) η πραγματική αύξηση των πωλήσεων και γ) η αύξηση της απασχόλησης.

Για την ένατη υπόθεση που αναφέρεται στον εσωτερικό έλεγχο έχει αποδειχθεί ότι οι διευθυντές των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών, οι οποίες τελικά εξαγοράζονται αντικαθίστανται αμέσως μετά την εξαγορά, ενώ οι διευθυντές των εταιρειών που βρίσκονται σε διαδικασία πτώχευσης κρατούν τις θέσεις τους για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι ερευνητές Ang και Chua (1981) βρήκαν ότι το 70 % των υψηλών διευθυντικών στελεχών κρατούν τις θέσεις για περισσότερο από δύο χρόνια μετά την πραγματοποίηση μιας πτώχευσης. Σε επιτυχημένες περιπτώσεις αναδιοργάνωσης εταιρειών, περίπου το 50% των υψηλών διευθυντικών στελεχών κράτησαν την θέση τους μέχρι και έξι χρόνια μετά την πτώχευση, πραγματοποιώντας ικανοποιητικά κέρδη. Οι διευθυντές οι οποίοι αναγκάστηκαν να αποσυρθούν από τις εταιρείες τους, αντιμετώπισαν σημαντικές ζημιές σε εισόδημα, δύναμη, γόητρο και άλλα μη χρηματικά οφέλη, τα οποία κέρδιζαν διευθύνοντας τις εταιρείες τους. Ο εσωτερικός έλεγχος τυπικά μετριέται από την αναλογία

των κοινών μετοχών τις οποίες έχουν στα χέρια τους οι διευθυντές προς τις συνολικές κοινές μετοχές.

Προγενέστερες μελέτες απέδειξαν ότι τα υποδείγματα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής αποτυχίας τα οποία συμπεριλαμβάνουν μεταβλητές στις οποίες δεν έχουν γίνει κατάλληλες τροποποιήσεις βάση των κλαδικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης έχουν μειωμένη ικανότητα πρόγνωσης (Platt & Platt, 1990). Για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα αυτό έγινε κατάλληλη διαμόρφωση των χρηματοοικονομικών δεικτών των εταιρειών, οι οποίοι διαιρέθηκαν με τους μέσους των κλάδων. Οι Platt & Platt απέδειξαν ότι τα υποδείγματα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής αποτυχίας τα οποία βασίζονται σε δείκτες σχετικούς με τον κλάδο (ονομάζονται προσαρμοσμένα υποδείγματα) ερμηνεύουν καλύτερα από τα υποδείγματα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής αποτυχίας τα οποία βασίζονται σε δείκτες σχετικούς με την επιχείρηση (μη προσαρμοσμένα). Ο Theodosiou (1987) ερευνώντας αυτές τις υποθέσεις σε αμερικάνικες κατασκευαστικές και λιανικές εταιρείες βρήκε ότι τα υποδείγματα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής αποτυχίας των επιχειρήσεων τα οποία υπολογίζονται βάση των μεγεθών του κλάδου έχουν ανάλογες ικανότητες πρόβλεψης όπως και τα μη προσαρμοσμένα υποδείγματα.

Δεν είναι τελικά ξεκάθαρο εάν τα προσαρμοσμένα υποδείγματα έχουν καλύτερες ικανότητες πρόβλεψης απ' ότι τα μη προσαρμοσμένα υποδείγματα. Εξαιτίας της κατάλληλης διαμόρφωσης των μεταβλητών υποθέτουν ότι οι ρυθμοί χρηματοοικονομικής αποτυχίας είναι ομοιογενείς κατά κλάδο και στην διάρκεια του χρόνου. Στο υπόδειγμα

των Theodosiou et.al. χρησιμοποιούνται μη προσαρμοσμένα υποδείγματα.

Η επιλογή του δείγματος

Πολλές από τις μελέτες που ασχολήθηκαν με την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής αποτυχίας των επιχειρήσεων έχουν χρησιμοποιήσει νομικούς ορισμούς της πτώχευσης προκειμένου να επιλέξουν δείγματα χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών. Ο νομικός ορισμός εγκυμονεί τον κίνδυνο να επιλεγεί ένα δείγμα το οποίο περιλαμβάνει τελικά ένα μεγάλο αριθμό από υγιείς εταιρείες οι οποίες καταθέτουν αιτήσεις πτωχεύσεων για να αποφύγουν φόρους ή νόμους και να εξαιρεθεί ένας μεγάλος αριθμός από χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες η οποίες ποτέ δεν υπέβαλαν κατάθεση για πτώχευση εξαιτίας μιας εξαγοράς η μιας ιδιωτικοποίησης. Πολλές χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες υπέβαλαν πτωχεύσεις και λειτούργησαν κάτω από ένα πλάνο αναδιοργάνωσης για πολλά χρόνια πριν προχωρήσουν σε ρευστοποιήσεις. Προκειμένου να αποφύγουν αυτό το πρόβλημα οι Theodosiou et.al.(1996) χρησιμοποιούν ένα ορισμό της χρηματοοικονομικής αποτυχίας ο οποίος βασίζεται σε ένα ποιοτικό κριτήριο. Μια εταιρεία χαρακτηρίζεται σαν χρηματοοικονομικά αποτυχημένη εάν αυτή παρουσιάζει τουλάχιστον ένα από τα παρακάτω σημάδια αποτυχίας:

1) αθέτηση χρεών, 2) προσπάθειες επαναδιαπραγμάτευσης των χρεών με πιστωτές και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, 3) ανικανότητα να αντιμετωπιστούν υποχρεώσεις σταθερών πληρωμών του χρέους.

Πληροφορίες για τις χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες συλλέχθηκαν από το Wall Street Journal Index (WSJI) .

Η παραπάνω προσέγγιση αποφεύγει πολλά μεθοδολογικά προβλήματα αλλά έχει και μερικά μειονεκτήματα. Τα πιο σημαντικά από αυτά είναι ο χρόνος και το κόστος τα οποία χρειάζονται για να συλλεγεί το δείγμα των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων και των υγιών εταιρειών. Όλες οι ανακοινώσεις οι οποίες δημοσιεύονται όλα τα χρόνια, για κάθε εταιρεία, πρέπει να επανεξεταστούν με σκοπό να οριστεί η κατάσταση της εταιρείας.

Κάθε εξαγορασμένη ή πτωχευμένη εταιρεία ερευνάται για να διερευνηθεί εάν έχει "σημάδια" χρηματοοικονομικής αποτυχίας. Από την έρευνα προέκυψε ένα δείγμα από 37 εξαγοραζόμενες και 44 μη εξαγοραζόμενες χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες. Επιλέγονται επίσης 100 εταιρείες από ένα πληθυσμό 1000 εταιρειών. Πέντε από αυτές τις εταιρείες επιδεικνύουν σημάδια χρηματοοικονομικής αποτυχίας και κατατάσσονται σαν χρηματοοικονομικά αποτυχημένες. Έτσι το τελικό δείγμα από υγιείς και μη εξαγορασμένες χρηματοοικονομικά αποτυχημένες εταιρείες συμπεριλαμβάνει 95 και 49 εταιρείες αντίστοιχα.

Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της μελέτης φανερώνουν ότι τα συνολικά χρέη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, τον

ετήσιο ρυθμό αύξησης της απασχόλησης, τα λειτουργικά κέρδη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, τα αποθέματα προς τις πωλήσεις και τον λογάριθμο των αποπληθωρισμένων πωλήσεων ως σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές στο υπόδειγμα των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών. Ο δείκτης των αποθεμάτων προς τις πωλήσεις και η μεταβλητή του μεγέθους βρέθηκαν να είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%.

Η τιμή του δείκτη χρηματοοικονομικής αποτυχίας Di αποδεικνύει ότι ο δείκτης των συνολικών χρεών προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και τα αποθέματα προς τις πωλήσεις επιδρούν θετικά στην πιθανότητα της χρηματοοικονομικής αποτυχίας, ενώ η αύξηση της απασχόλησης, το μέγεθος, και ο δείκτης του συνολικού εισοδήματος προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία έχουν αρνητική επίδραση στην πιθανότητα της χρηματοοικονομικής αποτυχίας. Ο δείκτης των συνολικών χρεών προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία είναι η πιο σημαντική επεξηγηματική μεταβλητή. Η δεύτερη πιο σημαντική μεταβλητή είναι η αύξηση της απασχόλησης (0.3094), ακολουθούμενη από τον δείκτη των λειτουργικών κερδών προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία (0.2778), τα αποθέματα προς τις πωλήσεις (0.1757), και την ποσότητα των αποπληθωρισμένων πωλήσεων (0.1729).

Τα παραπάνω αποτελέσματα είναι συνεπή με τις υποθέσεις της χρηματοοικονομικής αποτυχίας. Κανένας από τους δείκτες ρευστότητας δεν αποτελεί σημαντική επεξηγηματική μεταβλητή στο υπόδειγμα χρηματοοικονομικής αποτυχίας παρά το γεγονός ότι οι δείκτες ρευστότητας ήταν σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές

σε προηγούμενες εμπειρικές μελέτες. Μια σύγκριση του δείγματός που χρησιμοποιήθηκε σε αυτή την μελέτη με ένα δείγμα από υγιείς και χρεωκοπημένες οικονομικά εταιρείες που έχει εξαχθεί από την δεκαετία του '70 έδειξε μια ανοδική μετακίνηση του μέσου των μεταβλητών ρευστότητας της ομάδας των χρηματοοικονομικά αποτυχημένων εταιρειών προς την ομάδα των υγιών εταιρειών. Σε αντίθεση, ο μέσος των υγιών παραμένει σχετικά σταθερός και στις δύο περιόδους.

Τα αποτελέσματα επίσης υποδεικνύουν τις πωλήσεις προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, τα αποθέματα προς τις πωλήσεις, τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, το καθαρό εισόδημα προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, τον εσωτερικό έλεγχο και τα συνολικά χρέη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία ως σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές στο υπόδειγμα της εξαγοράς.

Ο δείκτης του καθαρού εισοδήματος προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και τα συνολικά χρέη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία έχουν χαμηλή επεξηγηματική αξία.

Ο δείκτης των πωλήσεων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, τα αποθέματα προς τις πωλήσεις, τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και το καθαρό εισόδημα προς τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία είναι θετικά συσχετισμένα με την πιθανότητα της εξαγοράς.

Η μεταβλητή που αναφέρεται στον εσωτερικό έλεγχο και ο δείκτης των συνολικών χρεών προς τα συνολικά

περιουσιακά στοιχεία είναι αρνητικά συσχετισμένα με την πιθανότητα της εξαγοράς. Ο δείκτης των πωλήσεων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία έχει την μεγαλύτερη επεξηγηματική δύναμη, ακολουθούμενος από τον δείκτη των αποθεμάτων προς τις πωλήσεις, τη μεταβλητή που αναφέρεται στον εσωτερικό έλεγχο και τον δείκτη των σταθερών περιουσιακών στοιχείων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, του καθαρού εισοδήματος προς τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία και τα συνολικά χρέη προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα από την εφαρμογή του υποδείγματος αποδεικνύουν ότι δύο από τους πιο σημαντικούς παράγοντες για απόκτηση μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας είναι το επίπεδο των πωλήσεων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και η αναποτελεσματικότητα της διοίκησης. Ο εσωτερικός έλεγχος εμφανίζεται ως ο τρίτος σημαντικότερος παράγοντας, γεγονός που φαίνεται να υποστηρίζει την υπόθεση ότι οι διευθυντές γενικά αντιστέκονται στην εξαγορά από τον φόβο μήπως τελικά χάσουν την δουλεία τους.

Η αναλογία των παραγωγικών πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και οι αποδόσεις των περιουσιακών αυτών στοιχείων είναι επίσης σημαντικές μεταβλητές κι αυτό γιατί οι εταιρείες με κερδοφόρα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι ευκολότερο να αναδομηθούν.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση έχει ένα αρνητικό συντελεστή, ο οποίος είναι συνεπής με την υπόθεση ότι, οι

αγοράστριες εταιρείες αποφεύγουν τις εταιρείες με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση γιατί οι τελευταίες αλλάζουν την κεφαλαιακή υποδομή που διαθέτουν, καταλήγοντας σε μια μείωση της αξίας τους στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με τα όσα ειπώθηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια μπορούμε να συμπεράνουμε ότι έχουν πραγματοποιηθεί αξιόλογες προσπάθειες ανάλυσης των ποσοτικών παραγόντων οι επιδρούν στην εξαγορά μιας επιχείρησης. Οι προσπάθειες αυτές δεν φαίνεται να καταλήγουν στο σύνολό τους σε κοινά συμπεράσματα. Ενώ σε μία περίπτωση ένας ποσοτικός παράγοντας (π.χ. το μέγεθος της εταιρείας) φαίνεται να παίζει καθοριστικό ρόλο στον προσδιορισμό της πιθανότητας της εξαγοράς σε κάποια άλλη περίπτωση κάποιο άλλο ποσοτικό χαρακτηριστικό παίζει σπουδαιότερο ρόλο.

Στο **πρώτο υπόδειγμα** το οποίο περιγράφεται στην εργασία, η σπουδαιότητα έγκειται στο γεγονός ότι εισάγει μεθοδολογικές καινοτομίες οι οποίες αντιμετωπίζουν μεθοδολογικά λάθη τα οποία διαπιστώθηκαν σε προηγούμενες μελέτες και τα οποία οδήγησαν στην ανάπτυξη δυαδικών καταστάσεων στα υποδείγματα πρόβλεψης.

Μια εξέταση της μεθοδολογίας η οποία χρησιμοποιήθηκε από προγενέστερες μελέτες πρόβλεψης εξαγορών έδειξε ότι υπάρχουν τρία κύρια μεθοδολογικά λάθη τα οποία οδηγούν σε λανθασμένες εκτιμήσεις:

Πρώτον, η χρήση μη τυχαίων δειγμάτων στο στάδιο του υπολογισμού του υποδείγματος, χωρίς κατάλληλες τροποποιήσεις στην διαδικασία υπολογισμού, οδηγούν σε ασυνέπεια και λανθασμένες εκτιμήσεις των πιθανοτήτων εξαγοράς. Αυτό καταλήγει σε υπερεκτίμηση της ικανότητας του υποδείγματος να προβλέψει στόχους.

Δεύτερον, η χρήση μη τυχαίων δειγμάτων, με ίσο αριθμό εξαγοραζόμενων και μη εξαγοραζόμενων εταιρειών στις δοκιμές πρόβλεψης οδηγεί σε υπολογισμούς λανθασμένων ποσοστών ταξινόμησης τα οποία αποτυγχάνουν να υπολογίσουν την ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος στον πληθυσμό.

Τρίτον, η χρήση αυθαίρετων ορίων πιθανότητας στις δοκιμές πρόβλεψης χωρίς να αναφέρεται λεπτομερώς ένα γενικό πλαίσιο απόφασης, καθώς και τα αντισταθμιστικά οφέλη, κάνουν τις αναφερόμενες ακρίβειες πρόβλεψης δύσκολο να ερμηνευτούν.

Η σπουδαιότητα αυτής της μελέτης βρίσκεται στο ότι υιοθετεί μεθοδολογικές τροποποιήσεις για την αποφυγή των παραπάνω προβλήματων.

Ο Palepu (1986) αποδεικνύει ότι ενώ η χρήση ενός "ειδικού τύπου" δείγματος δεν επηρεάζει την σχετική κατάταξη των εταιρειών από την άποψη της ταξινόμησης, οδηγεί σε "μεροληπτικές" πιθανότητες ταξινόμησης. Ενώ, οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες χρησιμοποίησαν ένα δείγμα με ένα ισοδύναμο αριθμό από στόχους και μη στόχους. Ο Palepu ισχυρίστηκε ότι : " εάν ο σκοπός των υπολογιζόμενων υποδειγμάτων είναι μόνο να ταξινομήσουν πιθανότητες, η παραπάνω υπόθεση είναι μη σημαντική". Στις δοκιμές πρόβλεψης τα ποσοστά λάθους ταξινομήσεων είναι χαμηλότερα από τα πραγματικά όταν το υπόδειγμα χρησιμοποιείται για να προβλεπτούν στόχοι και υπερεκτιμούν τον πραγματικό ποσοστό λάθους ταξινομήσεων όταν προβλέπουν μη στόχους. Ο αριθμός των στόχων στο τυχαίο δείγμα είναι πολύ μικρός σε σύγκριση

με τον αριθμό των μη στόχων. Το περιεχόμενο της πληροφορίας σε ένα τέτοιο δείγμα για τον υπολογισμό του υποδείγματος είναι αρκετά μικρό, οδηγώντας σε σχετικά ανακριβείς υπολογισμούς των παραμέτρων. Η δυσκολία αυτή ξεπερνιέται με την χρήση ενός κατάλληλα σχεδιασμένου δείγματος το οποίο περιλαμβάνει μεγαλύτερο αριθμό στόχων. Ο Palepu αναγνωρίζει ένα τρίτο παράγοντα ο οποίος μεγιστοποιεί την ακρίβεια στην ικανότητα πρόβλεψης του υποδείγματος. Η οριακή πιθανότητα τίθεται σαν ένας αριθμός, ο οποίος είναι πολύ παραπάνω από την πιθανότητα εξαγοράς.

Στο **δεύτερο υπόδειγμα**, η καινοτομία της μελέτης επικεντρώνεται στο γεγονός του διαχωρισμού των στόχων σε φιλικούς και εχθρικούς .

Ο Powell έδειξε ότι η επίδραση των χαρακτηριστικών των στόχων εχθρικών εξαγορών πάνω στην πιθανότητα της εξαγοράς είναι διαφορετική από την επίδραση που έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά πάνω στην πιθανότητα της εξαγοράς στις περιπτώσεις φιλικών εξαγορών. Η επίδραση των χαρακτηριστικών αυτών δεν παραμένει σταθερή διαμέσου του χρόνου.

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο της μελέτης αυτής είναι ότι επικεντρώνεται στους ξεχωριστούς ρόλους που φαίνεται να παίζουν τόσο τα χαρακτηριστικά της εταιρείας όσο και τα χαρακτηριστικά του κλάδου γενικότερα στον οποίο ανήκει η εταιρεία πάνω στην πιθανότητα της εξαγοράς.

Οι βασικότεροι δείκτες οι οποίοι εισάγονται στο υπόδειγμα προκειμένου να προσδιοριστεί η πιθανότητα της εξαγοράς βασίζονται στις έξι κυριότερες θεωρίες που έχουν

διατυπωθεί και χρησιμοποιηθεί στην βιβλιογραφία για να εξηγήσουν την δραστηριότητα της εξαγοράς. Αυτές είναι συνοπτικά η αντικατάσταση της μη αποτελεσματικής διοίκησης, η υποτίμηση της αξίας της εταιρείας, οι καθαρές ταμιακές ροές, το μέγεθος της εταιρείας, η πραγματική περιουσία, η ανισορροπία που υπάρχει μεταξύ πηγών και ανάπτυξης .

Τέλος το **τρίτο υποδείγμα** εξετάζει τους παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στην απόφαση να αποκτηθεί μια χρηματοοικονομικά αποτυχημένη εταιρεία. Χρησιμοποιείται το λογιστικό υπόδειγμα ανταποκρινόμενης αλληλουχίας, το οποίο παρουσιάζει τις εξαγορασμένες και μη εξαγορασμένες εταιρείες και τις υγιείς ή χρηματοοικονομικά αποτυχημένες σαν μια αλληλουχία δύο σταδίων, δύο δυαδικών εκροών, των υγιών και χρηματοοικονομικά αποτυχημένων στο ένα στάδιο και των εξαγορασμένων και μη εξαγορασμένων στο άλλο στάδιο. Τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση, η αποτελεσματικότητα της διοίκησης, η ανάπτυξη της εταιρείας και το μέγεθος είναι σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές στα υποδείγματα χρηματοοικονομικής απότυχίας, ενώ το λειτουργικό εισόδημα φαίνεται να συσχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα της πτώχευσης.

Κανένας δείκτης ρευστότητας δεν αποτελεί σημαντική ερμηνευτική μεταβλητή, παρά το γεγονός ότι οι δείκτες αυτοί ήταν σημαντικοί σε προηγούμενες μελέτες.

Το επίπεδο των πωλήσεων της εταιρείας, η αναποτελεσματικότητα της διοίκησης, η αναλογία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων συσχετίζονται θετικά με

την πιθανότητα της εξαγοράς μιας χρηματοοικονομικά αποτυχημένης εταιρείας ενώ ο εσωτερικός έλεγχος και η χρηματοοικονομική μόχλευση συσχετίζονται αρνητικά με την πιθανότητα εξαγοράς.

Πέρα από την αναφορά η οποία γίνεται στα ποσοτικά χαρακτηριστικά υπάρχει και μια σειρά από ποιοτικούς παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στην διαμόρφωση των όρων μιας εξαγοράς και στον καθορισμό ενός ικανοποιητικού υποδείγματος που να προσδιορίζει με ακρίβεια την πιθανότητα της εξαγοράς μιας επιχείρησης.

Το "αποτέλεσμα της συνέργειας" αναφέρεται στην βιβλιογραφία σαν ένα ποιοτικός παράγοντας του προσδιορισμού της εξαγοράς μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τον παράγοντα αυτό ο συνδυασμός δύο επιχειρήσεων δημιουργεί περισσότερα κέρδη από όσο θα ήταν το άθροισμα των κερδών των δύο επιχειρήσεων εάν λειτουργούσαν ξεχωριστά.

Ακόμα η εξαγορά μπορεί να επιτρέψει σε μια εταιρεία που δεν διαθέτει γενικές διοικητικές ικανότητες να τις αποκτήσει από μια άλλη εταιρεία. Η απόκτηση ικανού επιστημονικού προσωπικού αποτελεί έναν άλλο ποιοτικό παράγοντα ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε δραστηριότητα εξαγοράς, αν μια εταιρεία έχει μείνει πίσω στην τεχνολογική της εξέλιξη. Σε αυτές τις περιπτώσεις η εταιρεία η οποία χρειάζεται την τεχνολογία που διαθέτει η άλλη επιχείρηση μπορεί να καταβάλλει ένα πριμ πάνω στα επίπεδα κερδών, μερισμάτων, αγοραίων ή λογιστικών αξιών της εταιρείας που θα εξαγοράσει.

Στόχος μιας εξαγοράς μπορεί να είναι επίσης και η ανάπτυξη μιας παραγωγικής ικανότητας που δεν διαθέτει η επιχείρηση. Ορισμένες επιχειρήσεις έχουν μεγάλη ικανότητα παραγωγής εξειδικευμένων προϊόντων υψηλής απόδοσης. Με την είσοδό τους όμως σε νέες αγορές, οι επιχειρήσεις αυτές πρέπει να χρησιμοποιήσουν τεχνικές μαζικής παραγωγής. Αν μια επιχείρηση δεν έχει τέτοια πείρα, οι τεχνικές αυτές ενδέχεται να πρέπει να αποκτηθούν μέσω μιας εξαγοράς. Μια άλλη επιχείρηση μπορεί να χρειάζεται να δημιουργήσει μια αποτελεσματική οργάνωση πωλήσεων.

Η ανυπαρξία ατόμου, το οποίο θα αναλάβει την διαδοχή του ιδιοκτήτη στην εταιρεία αποτελεί ένα ακόμα ποιοτικό κριτήριο το οποίο μπορεί να συμβάλλει στην πιθανότητα μιας εξαγοράς, κυρίως στις μικρές "οικογενειακές" εταιρείες.

Ο συνδυασμός όλων ή επιμέρους παραγόντων ποσοτικών και ποιοτικών, όπως παραπάνω αναφέρθηκε ενδέχεται να καθορίσουν με μεγαλύτερη ακρίβεια την πιθανότητα της εξαγοράς μιας επιχείρησης.

REFERENCES :

- 1.Ambrose, B.W. and W.L.Meggison (1992), The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defences in Determining Acquisition Likelihood, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No 4, pp.575-89.
- 2.Ang, J. S. and J.H.Chua (1981)"Corporate Bankruptcy and Job Losses Among Top Level Managers", *Financial Management*, Vol. 10 (Autumn), pp 70-75.
- 3.Asquith Paul, 1983, Merger bids, uncertainty, and stockholder returns, *Journal of Financial Economics* 11,51-83.
- 4.Barnes Paul (1990), "The Prediction of Takeover Targets in the U.K. by Means of Multiple Discriminant Analysis",*Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1).
- 5.Brian F. Smith -Robert White - Michael Robinson - Richard Nason (1997) "Intraday Volatility and Trading Volume After takeover announcements" , *Journal of Banking & Finance* 21.
- 6.Brown, K.C., W.V. Harlow and S. Tinic, 1988, Risk aversion, uncertain information, and market efficiency, *Journal of Financial Economics* 22, 355-385.
- 7.Clark, T. A. and M. Weinstein (1983), " The Behavior of the Common Stock of Bankrupt Firms" *Journal of Finance*, Vol. 38 (May),pp 489-504.
- 8.Conrad, J. and C. Niden, 1990, Order flow, trading costs and corporate acquisition announcements, Unpublished paper (University of North Carolina, Chapel Hill, NC.)
- 9.Cosslett, S. R., 1981, Efficient estimation of discrete-choice models, in: C.F.Manski and D. McFadden, eds. , *Structural*

analysis of discrete data with econometric applications (MIT Press, Cambridge, MA).

10. Denis, David J., and Diane K. Denis, 1995, Performance changes following top management dismissals, *Journal of Finance* 50, 1029-1057.
11. Denis, David J., and Diane K. Denis, 1993, Managerial discretion, organizational structure, and corporate performance: A study of leveraged recapitalization, *Journal of Accounting and Economics* 16, 209-236.
12. Dodd, P. and R. Ruback, 1977, "Tender offers and stockholder returns : An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 5, 351-402.
13. Fishman, M., 1989, Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions, *Journal of Finance* 44, 51-57.
14. Foster, F.D. and the Viswanathan, 1990, Trading costs of target firms in corporate takeovers, Working Paper (Fuqua School of Business, Duke University, Durham, NC).
15. Foster, F.D. and S. Viswanathan, 1993, The effect of public information and competition on trading volume and price volatility.
16. Gilbert E.W. and Esmeralda O. Lyn (1990), "The impact of Target Managerial Resistance of the Shareholders of Bidding Firms" - / *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(4).
17. Gort, M. 1969, An economic disturbance theory of mergers *Quarterly Journal of Economics* 83, 624-642.

18. Grossman, Sanford, and Oliver Hart, 1982, Corporate financial structure and managerial incentives; in McCall, ed.: *The economics of Information and Uncertainty* (University of Chicago Press, Chicago, III).
19. Harris, Milton, and Artur Raviv, 1988, Corporate control contests and capital structure, *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
20. Hansen, R.G., 1987, A Theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisition, *Journal of Business* 60, 75-95.
21. Hasbrouck, J. (1985), " The Characteristics of Takeovers Targets : q and Other Measures" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 9, pp. 351-62.
22. Holthausen, R.W. and R.E. Verrecchia, 1990, The effect of informedness and consensus on price and volume behaviour, *Accounting Review* 65, 191-208.
23. Jarrad Harford, (1999) "Corporate Cash Reverse and Asquisitions" *The Journal of Finance- Vol LIV , No 6*.
24. Jarrell, G.A., J.A. Brickley and J.M. Netter, 1988, The market for corporate control: The empirical evidence since 1980, *The Journal of Economic Perspectives* 2.
25. Jensen M. C. and R.S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11(April), pp. 5-50.
26. Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323- 29.

27. Jennings, R.H., 1994, Intraday changes in target firms' share price and bid-ask quotes around takeover announcements, *The Journal of Financial Research* 17, 255-270.
28. Kaplan, Steven, 1989, The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics* 43, 301-340.
29. Kim, O. and R.E. Verrecchia, 1991a, Trading volume and price reactions to public announcements, *Journal of Accounting Research* 29, 302-321.
30. Kim, O. and R.E. Verrecchia, 1991b, Market reaction to anticipated announcements, *Journal of Financial Economics* 30, 273-309.
31. Lang, L., R. Stulz and R. Walking (1991) "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, pp. 315-35.
32. Lang, Larry, Eli ofek, and Rene Stulz, 1996, Leverage, investment, and firm growth, *Journal of Financial Economics* 40, 3-29.
33. Lee, C., M. Ready and P. Sequin, 1994, Volume, volatility and New York Stock Exchange trading halts, *Journal of Finance* 49, 183-214.
34. Malatesta, P.H. (1983), The wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 155-81.
35. Manski, C.F. and S.R. Lerman, 1977, The estimation of choice probabilities from choice based samples, *Econometrica* 45-8, 1977-1988.

- 36.Manne, H. G. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 73, pp 110-20.
- 37.Martin, K. and J. McConnell (1991) "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 671-87.
- 38.Mitchell, M. L. and K.Lehn (1990), "Do Bad Bidders Become Good Targets?", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No 2, pp. 372-98.
- 39.Morck,R.,A. Schleifer and R. Vishny (1988) "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, in A.J.Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (University of Chicago Press, Chicago), pp.101-29.
- 40.Myers, Stewart, 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- 41.Niamh Brennan (1999),"Voluntary Disclosure of Profit Forecasts by Target Companies in Takeover Bids", *Journal of Business Finance & Accounting* , 26 (7) & (8).
- 42.Palepu K.G.(1986)"Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics* 8 (1986), 3-35.
- 43.Pastena, V. and W. Ruland (1986), The mergers/ Bankruptcy Alternative, *Accounting Review*, Vol. 61 (April), pp.288-301.
- 44.Platt, H.D. and M.B.Platt (1990), Development of a Class of Stable Predictive Variables: The case of Bankruptcy Prediction, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.17, No 1 (Spring), pp. 31-51.

45. Peel, M. J. and N. Wilson (1989), The Liquidation/Merger Alternative: Some Results for the UK Corporate Sector, "Managerial and Decision Economics, Vol. 10(1989), pp.209-220.
46. Powell G. Ronan (1997), "Modelling Takeover Likelihood ", Journal of Business Finance & Accounting, 24 (7) & (8).
47. Ross, Stephen, 1977, The determination of financial structure: The incentive- signaling approach, Bell Journal of Economics 8,23-40.
48. Safieddine Assem & Titman Sheridan (1999)," Leverage and Corporate Performance : Evidence From Unsuccessful Takeovers", The Journal of Finance- Vol LIV , No 2.
49. Schwert William (1990)" Hostility in Takeovers : in the Eyes of the Beholder", The Journal of Finance- Vol LV, No 6.
50. Smith, Abbie, 1990, Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts, Journal of Financial Economics 27,143-164.
51. Steve Thompson , "Takeover Activity Among Financial Mutuals : An analysis of target Characteristics", Journal of Banking And Finance 21.
52. Stulz, Rene, 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market of corporate control, Journal of Financial Economics 20, 25-54.
53. Tartari Elvira - Doumpos Michael - Baourakis George - Constantin Zopounidis, "A stacked Generalization Framework for the Prediction of Corporate Acquisitions".

54. Theodossiou et.al., (1986) "Financial Distress and Corporate Acquisitions : Further Empirical evidence", Journal of Business Finance & Accounting, 23(5) & (6).
55. J.Fred Weston - Eugene F. Brigham (1986), Βασικές Αρχές της Οικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής.
56. Δούμπος Μιχάλης, (2001), Διδακτορική Διατριβή
" Πολυκριτήριες Μέθοδοι Ταξινόμησης και Εφαρμογές στην Χρηματοοικονομική Διοίκηση ".
57. Jan H. Giddy, (1994), "Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές"
58. Παπούλιας Γ.. (1993), "Χρηματοοικονομική Διοίκηση"
59. Αποστολόπουλος Ιωάννης., (1997) "Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης".
60. Γ. Πανηγυράκης (1991) Διεθνές Εξαγωγικό Μάρκετινγκ.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ 1

Συσσωρευμένες πρόσθετες αποδόσεις για μια περίοδο 250 εμπορεύσιμων ημερών για 625 προβλεπόμενους στόχους εξαγορών, 24 από τους οποίους έγιναν πραγματικά στόχοι, 492 προβλέφθηκαν σαν μη στόχοι και 6 προβλέφθηκαν πραγματικά σαν στόχοι οι οποίοι έγιναν πραγματικά στόχοι.

ΣΥΣΣΩΡΕΥΜΕΝΕΣ ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ				
Προβλεπόμενοι στόχοι			Προβλεπόμενοι μη στόχοι	
Ημέρα	Σύνολο Εταιρειών (625)	Πραγματικοί στόχοι (24)	Σύνολο εταιρειών (492)	Πραγματικοί στόχοι (6)
1	0.10	-0.61	-0.16	-0.59
10	0.63	-1.38	0.90	5.55
20	0.79	-3.01	0.82	4.57
30	0.79	-3.58	1.49	4.31
40	0.96	-1.68	1.50	4.61
50	0.50	-1.44	1.23	3.47
60	0.47	0.32	0.32	1.18
70	-0.79	-2.12	0.02	7.41
80	-1.62	-1.40	-0.56	11.03
90	-2.17	1.71	-1.39	16.80
100	-1.81	6.17	-1.22	14.35
110	-2.27	6.82	-1.08	15.15
120	-2.94	6.56	-1.74	13.79
130	-3.27	6.51	-1.53	14.63
140	-2.88	7.43	-1.40	14.98
150	-1.74	11.55	-1.44	16.23
160	-0.54	16.99	-1.18	14.27
170	0.16	17.03	-1.65	17.37

180	0.81	17.85	-1.64	22.30
190	0.51	18.77	-1.37	33.31
200	0.17	19.26	-1.40	31.98
210	0.05	19.52	-1.35	31.59
220	0.05	20.20	-1.12	31.64
230	-0.85	20.79	-0.26	32.96
240	-0.67	20.93	-1.53	35.16
250	-1.62	20.98	-1.51	36.24

Πηγή: Palepu (1996)“Predicting Takeover Targers”

