

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εργασία αυτή εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στην Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Ευχαριστώ, τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Ν. Τσαγκαράκη για την πολύτιμη καθοδήγηση και συμπαράστασή του και τους καθηγητές κκ. Εμ. Τσιριτάκη και Κυριαζή για τις χρήσιμες παρατηρήσεις τους. Ευχαριστώ την οικογένειά μου που μου συμπαραστάθηκε και όλους εκείνους που συνέβαλαν στο να έρθει εις πέρας η εργασία αυτή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	Σελ.
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	9
2.1.1 Σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική	9
2.1.2 Διαφορετικές μορφές σχέσης μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική	10
2.2 Εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο	12
2.2.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής	13
2.2.1.1 Προϋποθέσεις που αφορούν στην εταιρία	13
- Για την κύρια αγορά	
- Για την παράλληλη αγορά	
- Για τη ΝΕΧΑ	
2.2.1.2 Προϋποθέσεις που αφορούν στις μετοχές της ανώνυμης εταιρίας	15
2.2.1.3 Προϋπόθεση από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	16
2.3 Διαδικασία εισαγωγής	20
2.3.1 Ενημερωτικό Δελτίο	20
2.3.2 Η καθαυτό διαδικασία εισαγωγής	22
Α. Προστάδιο	
Β. Βασικά στάδια	
1. Εισαγωγή μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο με δημόσια εγγραφή	
- Χρονικός περιορισμός	
2. Εισαγωγή μετοχών για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο χωρίς δημόσια εγγραφή	
- Χρονικός περιορισμός	
2.4 Σύμβαση αναδοχής και ευθύνη του Αναδόχου	27
2.4.1 Σύμβαση αναδοχής και είδη της συμβάσεως	27
2.4.2 Ευθύνη του αναδόχου	29
3. ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	32
3.1 Προσαρμογή στις σύγχρονες ανάγκες	32
3.2 Κίνητρα που ωθούν στην κεφαλαιακή αναδιάρθρωση	33
3.3 Χρηματοοικονομικές επιπτώσεις των divestitures	34

3.4 Τα κέρδη που προκύπτουν από τα divestitures	35
3.5 Παρουσίαση των κύριων μορφών αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων	36
3.6 Σύγκριση των μορφών αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων	39
3.7 Η λογική των κερδών που προκύπτουν από την αλλαγή της κεφαλαιακής διάρθρωσης	41
3.8 Η επιλογή της μεθόδου αλλαγής της κεφαλαιακής διάρθρωσης	43
4. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	44
5. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	46
6. ΔΕΙΓΜΑ	60
6.1 Δεδομένα	60
6.2 Υποθέσεις	61
6.3 Περιγραφή δείγματος	62
7. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	64
7.1 Εισαγωγή	64
7.2 Υπολογισμός της αντίδρασης των τιμών των μετοχών σε νέες πληροφορίες	65
7.3 Το υπόδειγμα της αγοράς	66
7.4 Έλεγχος για στατιστικά σημαντικές αποδόσεις	70
7.5 Παραμετρικοί και μη παραμετρικοί έλεγχοι J	71
7.5.1 Παραμετρικοί έλεγχοι	71
7.5.2 Μη παραμετρικοί έλεγχοι	73
8. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	75
8.1 Αποτελέσματα ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων	75
8.2 Αποτελέσματα παραμετρικών και μη παραμετρικών ελέγχων	76
8.2.1 Δίπλευρος έλεγχος για το J_0	76
8.2.2 Μονόπλευρος έλεγχος για το J_0	76
8.2.3 Δίπλευρος και μονόπλευρος έλεγχος για το J_1	76
8.2.4 Δίπλευρος και μονόπλευρος έλεγχος για το J_2	76
8.2.5 Δίπλευρος έλεγχος για το J_3 κάθε μετοχής	77
8.2.6 Μονόπλευρος έλεγχος για το J_3 κάθε μετοχής	77
8.2.7 Δίπλευρος και μονόπλευρος έλεγχος για το J_3 κατά μέσο όρο	77
9. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	78

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΠΙΝΑΚΕΣ ΜΕ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	80
ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	100

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια, μία απάντηση στην μανία των συγχωνεύσεων που επικράτησε στο τέλος της δεκαετίας του '70 και στις αρχές της δεκαετίας του '80 είναι η αλλαγή της μορφής της κεφαλαιακής διάρθρωσης των σύνθετων επιχειρήσεων ως μία προσπάθεια αυτών να επανεστιάσουν την προσοχή τους στο 'core competencies'. Η οικονομική βιβλιογραφία αναγνωρίζει διάφορα κίνητρα για τα διάφορα είδη κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης όπως spin-offs, carve-outs και sell-offs. Αυτά τα κίνητρα περιλαμβάνουν λειτουργική αποτελεσματικότητα, καλύτερη διαχείριση των κεφαλαίων και των περιουσιακών στοιχείων, περιορισμό των αρνητικών συνεργιών, βελτίωση των επενδυτικών ευκαιριών, περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης και καλύτερη διαχείριση από τα στελέχη των επιχειρήσεων. Επιπλέον, όλες οι παραπάνω μορφές κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης, αντιμετωπίζονται ως μηχανισμοί αντι-εξαγοράς και ως ένας τρόπος να περιοριστεί το agency problem.

Ένα χαρακτηριστικό στοιχείο της αμερικάνικης επιχειρηματικής δραστηριότητας κατά την διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας ήταν η επικράτηση της αναδιοργάνωσης των επιχειρηματικών μονάδων, γεγονός που τις επέτρεψε να επανεστιάσουν την προσοχή τους στον κεντρικό πυρήνα της επιχείρησης.

Αυτή η δραστηριότητα αναδιοργάνωσης περιλαμβάνει πολλές εναλλακτικές μορφές με τις οποίες μία μητρική επιχείρηση μπορεί να διαχωρίσει μία λειτουργική μονάδα. Οι κυριότερες από αυτές είναι: η εισαγωγή των μετοχών μίας θυγατρικής στο χρηματιστήριο (equity carve-out), η διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin-off), η πώληση μίας θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση (asset sell-off) και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering).

Πιο έντονα, από τις μεθόδους αναδιοργάνωσης που εμφανίστηκαν στην αμερικάνικη οικονομία, παρουσιάστηκαν τα carve-outs.

Σημαντική ήταν επίσης η αύξηση των carve-outs που παρατηρήθηκε και στην ελληνική οικονομία κατά την τελευταία τετραετία πριν από το 2000. Πιο συγκεκριμένα, το 1999 πολλές

ελληνικές επιχειρήσεις μετατράπηκαν σε ομίλους με πολύπλευρη δραστηριότητα ενώ την ίδια περίοδο, έντονη ήταν η τάση που παρουσίασαν οι εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών να εισάγουν προς διαπραγμάτευση και τις θυγατρικές τους.

Ιδιαίτερα η ξένη αλλά και η ελληνική βιβλιογραφία έχουν ασχοληθεί με τις επιπτώσεις που συνεπάγεται η εισαγωγή των μετοχών μίας θυγατρικής στο χρηματιστήριο. Σε πολλές, μάλιστα, περιπτώσεις γίνεται σύγκριση και με τις υπόλοιπες μορφές αλλαγής της κεφαλαιακής διάρθρωσης που αναφέραμε παραπάνω.

Πολλές μελέτες προσπαθούν να διερευνήσουν τους λόγους που ωθούν τις μητρικές εταιρίες να προχωρήσουν σε εισαγωγή των θυγατρικών τους εταιριών στο χρηματιστήριο, εγκαταλείποντας ένα σημαντικό μέρος του διαχειριστικού ελέγχου που ασκούν πάνω σ' αυτές. Οι περισσότερες μελέτες συγκλίνουν σε τρεις κυριαρχικούς λόγους:

- 1) Με τον διαχωρισμό των εταιριών καθίσταται πλέον δυνατό να αντληθούν κεφάλαια μόνο για την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων της θυγατρικής,
- 2) το γεγονός της δημοσίευσης ξεχωριστών οικονομικών καταστάσεων από την θυγατρική, αυξάνει την πληροφόρηση που μπορούν να αντλήσουν οι επενδυτές για την εταιρία και ταυτόχρονα, συνεπάγεται την καλύτερη αξιολόγηση αυτής και
- 3) η αναδιαμόρφωση των αρμοδιοτήτων των διοικητικών στελεχών και των εργαζομένων συμβάλλει στην βελτίωση της παραγωγικότητας της εταιρίας.

Κοινός τόπος όλων αυτών των μελετών είναι το τελικό τους συμπέρασμα. Δηλαδή, όλες αποφαίνονται ότι η εισαγωγή των μετοχών μίας θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο λαμβάνεται ως καλό νέο από την αγορά για την περαιτέρω εξέλιξη της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρίας.

Η έντονη ανάπτυξη του φαινομένου της διαδικασίας εισαγωγής των θυγατρικών εταιριών στο χρηματιστήριο τόσο στην ελληνική όσο και στην αμερικάνικη οικονομία, σε συνδυασμό με το ότι το *carve-out* αποτελεί μία επιχειρηματική απόφαση δεσπόζουσας σημασίας, κάνει τα αποτελέσματα της έρευνάς μας ιδιαίτερα σημαντικά.

Σκοπός της έρευνας είναι να εξεταστεί η επίδραση που προκύπτει στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρίας από την εισαγωγή μίας θυγατρικής της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Οι επιπτώσεις διερευνούνται σε σχέση με :

την ημερομηνία εισαγωγής της μετοχής της θυγατρικής στο χρηματιστήριο προς διαπραγμάτευση.

Το Κεφάλαιο 2 παρουσιάζει το θεσμικό πλαίσιο, δηλαδή ορίζεται πότε υπάρχει σχέση μητρικής προς θυγατρική επιχείρηση και ποιες είναι οι μορφές αυτής της σχέσης. Παράλληλα, αναφέρεται η νομοθεσία που περιλαμβάνει τις προϋποθέσεις και την διαδικασία εισαγωγής νέων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται αναλυτικά οι κύριες μορφές αλλαγής της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και πραγματοποιείται σύγκριση μεταξύ τους. Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά και συνοπτικά οι υποθέσεις που εξετάζει η ξένη βιβλιογραφία. Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται οι διάφορες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση που έχει η εισαγωγή της μετοχής μίας θυγατρικής εταιρίας για διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο (carve-out) στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρίας και πραγματοποιείται και σύγκριση της επίπτωσης του carve-out με την επίπτωση των άλλων μορφών επιχειρηματικής αναδιοργάνωσης, δηλαδή το spin-off, το sell-off και το seasoned equity offering. Στο Κεφάλαιο 6, αναφέρουμε τις πηγές από όπου αντλήσαμε το προς εξέταση δείγμα και γίνεται η αναλυτική παρουσίασή του. Στο κεφάλαιο 7 αναφέρεται η μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε για να διενεργήσουμε την έρευνά μας. Στο κεφάλαιο 8 παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα, δηλαδή, τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της παραπάνω μεθοδολογίας. Τέλος, στο κεφάλαιο 9 παρουσιάζονται τα γενικά συμπεράσματα της έρευνάς μας.

2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2.1.1 ΣΧΕΣΗ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ

Μητρική επιχείρηση είναι η επιχείρηση που ελέγχει μία ή περισσότερες θυγατρικές με την έννοια των διατάξεων της παρ. 5α, του άρθρου 42ε του Ν.2190/1920.

Θυγατρική επιχείρηση είναι η επιχείρηση που ελέγχεται άμεσα με έναν από τους τρόπους που αναφέρονται στην παρ. 5α, του άρθρου 42ε του Ν.2190/1920, από μία ή περισσότερες μητρικές.

Άρα, ο Ν.2190/1920 καθορίζει στο άρθρο 42ε (παρ.5, περ.α) πότε υπάρχει σχέση μεταξύ μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική.

Η σχέση αυτή καθορίζεται κυρίως από το ποσοστό που η μητρική επιχείρηση συμμετέχει στο κεφάλαιο ή στα δικαιώματα ψήφου της θυγατρικής.

Για να προσδιορίσουμε αυτά τα ποσοστά πρέπει από τις μετοχές ή τα μερίδια της θυγατρικής, που κατέχει η μητρική, να αφαιρέσουμε, κατά ρητή διάταξη του Ν.2190/1920 (άρθρο 42ε, παρ. 5 περ. α, εδ. τρίτο), εκείνα που απορρέουν:

- α) Από τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται για λογαριασμό άλλου προσώπου, εκτός της μητρικής ή της θυγατρικής επιχείρησης,
- β) τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχει η μητρική για εγγύηση ή για ασφάλεια δανείων.

Επίσης, ο νόμος σε συνέχεια της άνω διατάξεως, αναφέρει ότι για να προσδιορίσουμε το σύνολο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων ή εταίρων της θυγατρικής επιχείρησης, πρέπει να αφαιρέσουμε τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται, είτε από την ίδια τη θυγατρική επιχείρηση, είτε από τις θυγατρικές της επιχειρήσεις, είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του, αλλά για λογαριασμό των άνω επιχειρήσεων (θυγατρικής και των θυγατρικών της).

2.1.2 ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΣΧΕΣΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ

Στη συνέχεια, αναφέρουμε αναλυτικά πότε υπάρχει σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική με βάση τις διατάξεις του Ν.2190/1920 (άρθρο 42ε, παρ.5,περ.α) και του Ε.Γ.Λ.Σ. (παρ.2.2.112,περ.10). Οι μορφές που εμφανίζονται είναι οι ακόλουθες πέντε:

1) Όταν μία επιχείρηση (μητρική) έχει την πλειοψηφία του κεφαλαίου μίας άλλης (θυγατρικής) ή των δικαιωμάτων ψήφου μίας άλλης (θυγατρικής).

Από αυτό προκύπτει ότι για να θεωρούνται συνδεδεμένες οι άνω επιχειρήσεις, πρέπει η μητρική να συμμετέχει στο κεφάλαιο της θυγατρικής με ποσοστό μεγαλύτερο του 50% ή να έχει ποσοστό ψήφων μεγαλύτερο του 50%.

2) Όταν μία επιχείρηση (μητρική) έχει την πλειοψηφία του κεφαλαίου μίας άλλης (θυγατρικής) ή των δικαιωμάτων ψήφου μίας άλλης (θυγατρικής) και η πλειοψηφία αυτή σχηματίζεται ύστερα από συνυπολογισμό των τίτλων και των δικαιωμάτων που κατέχονται από τρίτους για λογαριασμό της μητρικής επιχείρησης.

Στον κωδ. Ν.2190/1920 αναφέρεται (σχετική υποπερίπτωση αα, της παρ. 5, του άρθρου 42ε) ότι για τον προσδιορισμό των ποσοστών συμμετοχής ή των δικαιωμάτων ψήφου που έχει η μητρική επιχείρηση πρέπει να προστίθενται και τα ποσοστά (συμμετοχής και δικαιωμάτων ψήφου) κάθε άλλης επιχείρησης που είναι θυγατρική της ή θυγατρική θυγατρικής της.

3) Όταν μία επιχείρηση ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μίας άλλης (θυγατρικής) επιχείρησης, ύστερα από συμφωνία με άλλους μετόχους ή εταίρους της επιχείρησης αυτής (της θυγατρικής).

4) Όταν συμμετέχει στο κεφάλαιο μίας άλλης επιχείρησης και έχει το δικαίωμα είτε άμεσα είτε μέσω τρίτων να διορίζει ή να παύει την πλειοψηφία των μελών των οργάνων διοίκησης της θυγατρικής επιχείρησης.

Εκτός από τον διορισμό ή την παύση της διοίκησης της θυγατρικής από την μητρική με βάση τα ποσοστά (συμμετοχής και δικαιωμάτων ψήφου), μπορεί μία επιχείρηση να διορίζει ή να παύει την διοίκηση μίας άλλης, επειδή οι μετοχές της τελευταίας έχουν μεγάλη διασπορά με αποτέλεσμα η πρώτη να μπορεί αμέσως να διορίσει ή να παύσει την διοίκηση ακόμα και αν κατέχει το 40% των μετοχών της θυγατρικής.

5) Όταν μία επιχείρηση ασκεί δεσπόζουσα επιρροή σε μία άλλη επιχείρηση (θυγατρική).

Δεσπόζουσα επιρροή υπάρχει όταν:

α) Η μητρική επιχείρηση κατέχει άμεσα ή έμμεσα, δηλαδή μέσω τρίτων που ενεργούν για λογαριασμό της επιχείρησης αυτής, τουλάχιστον το 20% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της θυγατρικής, και

β) η μητρική ασκεί κυριαρχική επιρροή στην διοίκηση ή την λειτουργία της θυγατρικής.

Όπως αναφέρει το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 3, μία μητρική (ή επενδύουσα) επιχείρηση μπορεί να ασκεί κυριαρχική (ή σημαντική) επιρροή σε μία άλλη επιχείρηση (θυγατρική) με ποικίλους τρόπους οι σπουδαιότεροι των οποίων είναι:

α) Η εκπροσώπηση της μητρικής στο διοικητικό συμβούλιο της θυγατρικής, και

β) Η συμμετοχή της μητρικής στη διαδικασία καθορισμού της πολιτικής της θυγατρικής επιχείρησης με ουσιώδεις μεταξύ τους συναλλαγές, ανταλλαγής διοικητικού προσωπικού ή με εξάρτηση από τεχνικές πληροφορίες που παρέχει η μητρική στην θυγατρική.

Και στην άνω περίπτωση, σύμφωνα με ρητή διάταξη του Ν.2190/1920 (τρίτο εδάφιο, της παρ.5 του άρθρου 42ε), πρέπει, για τον προσδιορισμό των ποσοστών συμμετοχής ή των δικαιωμάτων ψήφου που έχει η μητρική επιχείρηση, να προστίθενται και τα ποσοστά (συμμετοχής και δικαιωμάτων ψήφου) κάθε άλλης επιχείρησης που είναι θυγατρική της ή θυγατρική θυγατρικής της.

2.2 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Το προσφιλέστερο επενδυτικό προϊόν στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, είναι η μετοχή. Η μετοχή, βέβαια, δεν είναι αυτοτελές προϊόν αλλά συναρτάται με την ανώνυμη εταιρεία, τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της οποίας παριστά. Άρα, προκειμένου να καταστεί η μετοχή αντικείμενο χρηματιστηριακής συναλλαγής, πρέπει η ανώνυμη εταιρεία στην οποία αναφέρεται να είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο.

Οι σημαντικότεροι λόγοι για τους οποίους μία εταιρία αποφασίζει να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο είναι οι εξής:

- 1) Η αποπληρωμή χρεών
- 2) Γενικοί επιχειρηματικοί σκοποί
- 3) Χρηματοοικονομική επέκταση ή εξαγορές
- 4) Η διατήρηση ενός συγκεκριμένου ποσοστού ιδιοκτησίας από την πλευρά της μητρικής.

Θα ασχοληθούμε, λοιπόν, με τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία εισαγωγής μιας ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Οι προϋποθέσεις και η διαδικασία στην οποία θα αναφερθούμε είναι εκείνη που ακολουθείται προκειμένου να εισαχθεί μία ανώνυμη εταιρεία στην κύρια αγορά. Με μικρές παραλλαγές, οι οποίες αφορούν επεικέστερους όρους, ακολουθείται η ίδια διαδικασία και για την εισαγωγή στην παράλληλη αγορά όπως επίσης και στη ΝΕΧΑ.

Μία εταιρία η οποία έχει τις απαιτούμενες προϋποθέσεις για εισαγωγή στην κύρια αγορά, μπορεί να επιλέξει την εισαγωγή της στην παράλληλη (παρ. 9 του Κεφαλαίου Α της υπ' αριθ. 2063/99 Απόφασης ΥΠΕΘΟ).

Επίσης, είναι δυνατή η μετάταξη εισηγμένης εταιρίας από μία αγορά σε μία άλλη, υψηλότερων προδιαγραφών, εφόσον πληρούνται οι απαιτούμενες γι' αυτό προϋποθέσεις (παρ. 11 του Κεφαλαίου Α της υπ' αριθ. 2063/99 Απόφασης ΥΠΕΘΟ και άρθρο 9 Ν. 2733/1999).

2.2.1 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

2.2.1.1 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΑ

Η απόφαση για την εισαγωγή μιας ανώνυμης εταιρίας στο χρηματιστήριο, ανήκει στην αρμοδιότητα του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (άρθρο 2 παρ. 1 Π Δ/γματος 350/1985). Μάλιστα, το άρθρο 8 παρ. 1 προβλέπει και τη δυνατότητα του παραπάνω οργάνου να απορρίπτει σχετική αίτηση. Πάντως, η απορριπτική απόφαση, ως διοικητική πράξη, είναι προσβλητή στο Συμβούλιο της Επικρατείας.

Για την κύρια αγορά

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής ορίζονται στο άρθρο 3 Ι Π. Δ/γματος 350/1985 και σε γενικές γραμμές είναι:

α. Η νομική κατάσταση της εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς οι οποίοι διέπουν, κυρίως την ίδρυσή της και την καταστατική της λειτουργία. Στη νομική κατάσταση της εταιρίας υπάγεται, μεταξύ άλλων, η έγκυρη σύστασή της, η συνέχιση του παραγωγικού της σταδίου και όχι η λύση και η είσοδός της στο στάδιο της εκκαθάρισης, το κεφάλαιό της να έχει το απαιτούμενο από το νόμο ύψος, η νόμιμη συγκρότηση της επωνυμίας της, ο νόμιμος σκοπός της, η διάρκειά της, ο αριθμός των ιδρυτών της, κ.λ.π.

Εκτός από τη νομική κατάσταση της εταιρίας ενδιαφέρει η οικονομική της κατάσταση, με την έννοια του πλέγματος των συναλλαγών, των δικαιωμάτων βιομηχανικής και πνευματικής ιδιοκτησίας (σήματα, διακριτικά γνωρίσματα, εφευρέσεις κ.λ.π.). Ακόμη, ενδιαφέρουν οι αξιώσεις που η εταιρεία έχει έναντι τρίτων και οι αξιώσεις των τρίτων κατά της εταιρίας κ.λ.π.

β. Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 4.000.000.000 δρχ. Το ποσό αυτό μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, ύστερα από εισήγηση του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

γ. Η εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρεία, για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, με απόφασή της, να επιτρέψει ύστερα από γνώμη του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την εισαγωγή εταιρίας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μία τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρίας ή των επενδυτών και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι αυτό σε θέση να σχηματίσει επαρκή γνώμη για την εταιρεία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο ΧΑΑ.

δ. Η εταιρεία θα πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Για την παράλληλη αγορά (Απόφαση ΥΠΕΘΟ 2063/1999 όπως τροποποιήθηκε από την υπ'αριθμ. 2095/1999 Απόφαση ΥΠΕΘΟ).

Οι προϋποθέσεις είναι οι ίδιες με τις παραπάνω, εκτός από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να είναι τουλάχιστον 1.000.000.000δρχ. και το ότι οι οικονομικές καταστάσεις που υποβάλλονται πρέπει να αφορούν τις δύο οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής.

Για τη ΝΕΧΑ

Οι υπό εισαγωγή ανώνυμες εταιρίες πρέπει να είναι μικρομεσαίες με αντικείμενο δυναμικό ή καινοτόμο (άρθρο 1 Ν. 2733/1999), τα ίδια κεφάλαιά τους να έχουν ύψος τουλάχιστον 500.000.000 δρχ. και οι οικονομικές καταστάσεις που υποβάλλονται να αφορούν τις δύο οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της εισαγωγής (άρθρο 2 στοιχ. Α, Β Ν. 2733/1999).

2.2.1.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Εκτός από τις παραπάνω προϋποθέσεις, οι οποίες αφορούν στην ανώνυμη εταιρία, απαιτείται να πληρούνται και ορισμένες άλλες, που αφορούν στις μετοχές της συγκεκριμένης εταιρίας (άρθρο 3 Π.Π.Δ/γματος 350/1985).

α) Η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς. Έτσι, οι μετοχές πρέπει π.χ. να έχουν την ονομαστική αξία που ο νόμος προβλέπει, να χαρακτηρίζονται από την αρχή της ισότητας κ.λ.π. Ακόμη, οι μετοχές πρέπει να μην είναι άκυρες για οποιοδήποτε λόγο.

β) Να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Δεν επιτρέπεται, επομένως, να είναι δεσμευμένες με την έννοια του άρθρου 3 παρ. 8 Ν. 2190/1920. Δηλαδή να εξαρτάται η μεταβίβασή τους από την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου ή της Γενικής Συνέλευσης ή να έχει προβλεφθεί δικαίωμα προτίμησης για τους άλλους μετόχους.

γ) Η αίτηση συμμετοχής πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετοχών.

δ) Οι μετοχές πρέπει να είναι πλήρως αποπληρωμένες. Έτσι, αν το κεφάλαιο της εταιρίας έχει συμφωνηθεί να καταβληθεί τμηματικά, πρέπει πριν από την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο να έχει καταβληθεί και η τελευταία δόση κάθε μετοχής.

2.21.3. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Πέρα από τις προϋποθέσεις αυτές που αφορούν στην κατάσταση της ανώνυμης εταιρίας (νομική και οικονομική) και την κατάσταση των μετοχών της, τίθεται και ένας άλλος όρος που ανήκει στο χώρο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, η πλήρωση του οποίου είναι απαραίτητη προκειμένου να χορηγηθεί η απαιτούμενη άδεια από το Διοικ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την εισαγωγή της συγκεκριμένης εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Ο όρος αυτός που τελικά, όπως θα δούμε, δεν είναι ουσιαστικός όρος, αλλά επιδιωκόμενος στόχος, είναι η επαρκής διασπορά των μετοχών της.

Α. Μέχρι το έτος 1998 προκειμένου να χορηγηθεί η παραπάνω άδεια, θα έπρεπε η ανώνυμη εταιρία να είχε προχωρήσει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και να είχε διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο επενδυτικό κοινό τις μετοχές που προερχόταν από την αύξηση. Η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών θα έπρεπε να αντιστοιχεί στο 25% του μετοχικού της κεφαλαίου (άρθρο 3 παρ. 4 Π Δ/γματος 350/1985). (Δηλαδή, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα έπρεπε να ανερχόταν σε ποσοστό τουλάχιστον 25% επί του ήδη υπάρχοντος). Η προϋπόθεση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή κρινόταν απαραίτητη προκειμένου να επιτευχθεί η επιδιωκόμενη διασπορά των μετοχών στο ευρύ κοινό. Διασπορά, η έκταση της οποίας αποτελούσε και αποτελεί εχέγγυο για τη συνεχή και υψηλή εμπορευσιμότητα της μετοχής. Διότι η εμπορευσιμότητα συνιστούσε και συνιστά στοιχείο που επιβεβαιώνει τη σκοπιμότητα διαπραγμάτευσης της μετοχής στο περιβάλλον της οργανωμένης αγοράς του Χρηματιστηρίου. Χρησιμοποιείτο, λοιπόν, η αύξηση με δημόσια εγγραφή ουσιαστικά ως μέσο για την επίτευξη της επαρκούς διασποράς.

Το έτος 1998 με το άρθρο 1 παρ. 4 Ν. 2651 τροποποιήθηκε η παραπάνω διάταξη. Με την τροποποίηση αυτή εγκαταλείφθηκε η ιδέα ότι η επαρκής διασπορά μπορούσε να επιτευχθεί μόνο μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και με διάθεση των νέων μετοχών στο ευρύ κοινό με δημόσια εγγραφή. Έτσι, το ενδιαφέρον επικεντρώθηκε μόνο στην επαρκή διασπορά των μετοχών, η οποία, ανεξάρτητα από τη μέθοδο με την οποία θα επιτευχθεί, θα πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί το αργότερο κατά το χρόνο που το Διοικ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αποφασίζει την εισαγωγή της εταιρίας (άρθρο 3 παρ.4 α Π.Δ/γματος 350/1985).

Β. Σήμερα, λοιπόν, μία ανώνυμη εταιρία προκειμένου να λάβει άδεια εισαγωγής στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου, έχει να επιλέξει: α) είτε την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και τη διάθεση των μετοχών που προέρχονται από την αύξηση στο κοινό με δημόσια εγγραφή (τηρουμένου πάντα του ποσοστού του 25%, αφού, όπως θα δούμε αμέσως παρακάτω, αυτό είναι περιεχόμενο της έννοιας της επαρκούς διασποράς), είτε β) την χωρίς αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου επαρκή διασπορά των υφισταμένων μετοχών της στο παραπάνω ποσοστό, με δημόσια, πάντα, εγγραφή.

α. Στην πρώτη περίπτωση, ο όρος «δημόσια εγγραφή» λαμβάνεται κατά κυριολεξία. Σημαίνει ουσιαστικά, την παραίτηση των παλαιών μετόχων από το δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση του κεφαλαίου και προσφυγή στο κοινό για την κάλυψή του. Το επενδυτικό κοινό ενημερώνεται, μέσω ειδικής τυπικής διαδικασίας, και, τελικά, αποκτά τις μετοχές διά του Αναδόχου ο οποίος παρεμβάλλεται μεταξύ της εκδότριας-εταιρίας και των τρίτων επενδυτών.

β. Στη δεύτερη περίπτωση, δημόσια εγγραφή σημαίνει προσφορά μετοχών από τους ήδη μετόχους στο επενδυτικό κοινό. Η προσφορά αυτή γνωστοποιείται με ειδική διαδικασία στους τρίτους. Μεταξύ των ήδη μετόχων και των τρίτων επενδυτών παρεμβάλλεται και πάλι ανάδοχος (άρθρο 3 παρ. 1 Ν. 2651/1998). Η μεταβίβαση των μετοχών από τους παλαιούς μετόχους σε εκείνους που έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον για απόκτηση, συντελείται με χρηματιστηριακή συναλλαγή που διενεργείται με ειδική διαδικασία. Η διαδικασία αυτή ορίζεται με απόφαση του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (άρθρο 3 Π παρ.4 β στο τέλος του πρώτου εδαφίου Π. Δ/γματος 350/1985). Ήδη, η παραπάνω διαδικασία περιλαμβάνεται στην υπ' αριθμ. 18/1999 Απόφ. του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Γ. Πρέπει, πάντως, να επισημάνουμε ότι η παραπάνω διττή δυνατότητα για την επίτευξη επαρκούς διασποράς των μετοχών (με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή χωρίς αύξηση) προβλέπεται μόνο για την εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας στην Κύρια αγορά.

Για την παράλληλη αγορά, σύμφωνα με την Απόφαση ΥΠΕΘΟ υπ' αριθμ. 2095/1999, η εταιρία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής υποχρεούται να διαθέσει σε δημόσια εγγραφή ύστερα από αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, μετοχές που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το 25% του

ποσού που προκύπτει από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και του τυχόν μέρους της αύξησης που δεν διατίθεται σε δημόσια εγγραφή.

Για τη Νέα Αγορά (NEXA), εξάλλου, σύμφωνα με το Ν. 2733/1999 (άρθρο 2 στοιχ. Ε), για την εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας, απαιτείται να διατίθενται, με δημόσια εγγραφή, στο κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχές, αξίας τουλάχιστον 250.000.000 δραχμών, το 80% των οποίων πρέπει να προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

Δ. Το πότε θεωρείται, λοιπόν, επαρκής η διασπορά των μετοχών της υπό εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας στην κύρια αγορά, ορίζεται στο άρθρο 3 Π παρ. 4 περιπτ. α', Π. Δ/γματος 350/1985.

α. Η διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές, που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

Θεωρείται, επίσης, επαρκής η διασπορά, όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρίας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και της έκτασης της διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται και με μικρότερο ποσοστό, που όμως δεν μπορεί να είναι κατώτερο του πέντε τοις εκατό (5%), η ομαλή λειτουργία της αγοράς. Για να εκτιμηθεί εάν συντρέχει ή όχι η επαρκής διασπορά στο ευρύ κοινό, απαιτείται οι μετοχές της ανώνυμης εταιρίας της οποίας ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, να είναι κατανεμημένες σε δύο χιλιάδες (2.000) τουλάχιστον πρόσωπα.

Στα πρόσωπα αυτά δεν περιλαμβάνονται εκείνα που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του δύο τοις εκατό (2%) του αριθμού των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο. Με απόφαση που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, το Διοικ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μπορεί να ορίσει πρόσθετα στοιχεία, από τα οποία να προκύπτει η επαρκής διασπορά των μετοχών στο ευρύ κοινό και να ρυθμίσει σχετικά κάθε ειδικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια.

β. Παρολαυτά, επιτρέπεται η παροχή άδειας από το Διοικ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας και πριν επιτευχθεί η επαρκής διασπορά των μετοχών της, κατ' εξαίρεση, και μόνο αν το Διοικ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έχει την πεποίθηση, βάσει των στοιχείων που προσκομίζονται και των δεσμεύσεων που

αναλαμβάνονται έναντι των χρηματιστηριακών αρχών και του επενδυτικού κοινού, ότι η διασπορά αυτή πρόκειται να επιτευχθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα μέσω του Χρηματιστηρίου. Η απόφαση από το παραπάνω όργανο για την κατ' εξαίρεση εισαγωγή της ανώνυμης εταιρίας, λαμβάνεται, ιδίως, αν προκύπτει από τα στοιχεία που υποβάλλονται, ότι ο αριθμός των επενδυτών οι οποίοι θα επενδύσουν σε μετοχές της εταιρίας και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της που πρόκειται να κατανεμηθεί στο ευρύ επενδυτικό κοινό, ικανοποιούν τους όρους και τις προϋποθέσεις της επαρκούς διασποράς, όπως περιγράφονται παραπάνω.

2.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

2.3.1 ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

Πριν εκθέσουμε τη διαδικασία εισαγωγής, θεωρούμε σκόπιμο να αναφερθούμε συνοπτικά στο Ενημερωτικό Δελτίο, το οποίο αποτελεί συστατικό στοιχείο της διαδικασίας.

Η έννοια και το βασικό περιεχόμενό του ορίζονται στο Π. Δ/γμα 348/1985.

Είναι, λοιπόν το Ενημ. Δελτίο ένα πληροφοριακό έντυπο. Μάλιστα στο άρθρο 4 του παραπάνω Δ/γατος, χαρακτηρίζεται ως ΠΡΟΣΠΕΚΤΟΥΣ.

Απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό και περιέχει όλα τα στοιχεία που κρίνονται από το νόμο απαραίτητα, προκειμένου να διαμορφώσουν οι επενδυτές και οι σύμβουλοί τους γνώμη τόσο για την εταιρία που ζητά την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, όσο και για τις μετοχές της. Έτσι, θα είναι σε θέση να αποφασίσουν εάν θα προχωρήσουν ή όχι στην αγορά των συγκεκριμένων μετοχών.

Κατά το άρθρο 5 παρ. 1 λοιπόν, του παραπάνω Δ/γατος, το ενημερωτικό δελτίο περιέχει τα στοιχεία τα οποία, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, είναι απαραίτητα, ώστε όσοι προβαίνουν σε επενδύσεις και οι σύμβουλοί τους επί των επενδύσεων να δύνανται να εκτιμούν την περιουσία, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές του εκδότη, όπως και τα δικαιώματα που είναι ενσωματωμένα σ' αυτές τις κινητές αξίες.

Αφού το Ενημερωτικό Δελτίο απευθύνεται στο κοινό, πρέπει να δημοσιεύεται. Κατά το άρθρο 4 παρ. 1, μάλιστα, η δημοσίευσή του αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή της ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Της δημοσίευσης, προηγείται η έγκρισή του από τη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (άρθρο 19 παρ. 1), η οποία θα χορηγηθεί μόνο εάν το περιεχόμενό του ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις του Π. Δ/γατος (άρθρο 19 παρ. 2). Ο τρόπος της δημοσίευσης καθορίζεται, επίσης, από το νόμο (άρθρο 21).

Το παράρτημα του Π. Δ/γματος 348/1985 παραθέτει και Υπόμνημα Ενημερωτικού Δελτίου. Το Υπόδειγμα χωρίζεται σε επτά Κεφάλαια και καθένα από αυτά περιέχει αναλυτικά πληροφορίες για το θέμα που έχει ως τίτλο. Συνοπτικά, τα Κεφάλαια και οι τίτλοι τους είναι:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Πληροφορίες σχετικά με τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο και τον έλεγχο των λογαριασμών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές και την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Γενικές πληροφορίες σχετικά με τον εκδότη και το κεφάλαιό του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Πληροφορίες σχετικά με τη δραστηριότητα του εκδότη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Πληροφορίες σχετικά με την περιουσία, την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του εκδότη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Πληροφορίες σχετικές με τη διοίκηση, τη διεύθυνση και την εποπτεία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Πληροφορίες σχετικές με την πρόσφατη εξέλιξη και τις προοπτικές του εκδότη.

(Είναι αυτονόητο ότι εκδότης είναι η ανώνυμη εταιρία της οποίας ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο).

2.3.3 Η ΚΑΘΑΥΤΟ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

Η διαδικασία εισαγωγής χωρίζεται στο Προστάδιο και σε τρία βασικά στάδια για την εισαγωγή με δημόσια εγγραφή και σε δύο στάδια για την εισαγωγή χωρίς δημόσια εγγραφή. Τα βασικά στάδια καθώς και λεπτομερής κατάλογος των δικαιολογητικών που για κάθε στάδιο χωριστά πρέπει να υποβάλλονται, ορίζονται στην υπ' αριθμ. 57/22.9.00 Απόφαση του Διοικ. Συμβουλίου του ΧΑΑ.

A. Προστάδιο

Μία εταιρία που αποφασίζει να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, πρέπει να κάνει προκαταρκτικά τις ακόλουθες ενέργειες:

α. Να επιλέξει τον Σύμβουλο έκδοσης. Ως Σύμβουλος νοείται το πρόσωπο το οποίο παρέχει κάθε είδους συμβουλευτικές υπηρεσίες ως προς τη διαδικασία και διαχείριση μιας εισαγωγής ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αναγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο και συνδέεται με τον εκδότη ή-ανάλογα με τον τρόπο που επιδιώκεται η εισαγωγή-πωλητή των μετοχών, με σύμβαση, περιεχόμενο της οποίας είναι η παροχή των υπηρεσιών που αναφέραμε (άρθρο 2 παρ. γ Κανονισμού Αναδοχών).

(Ο κανονισμός αυτός δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως στο φύλλο υπ' αριθμ.1257 του β' τεύχους της 15.12.1998).

β. Να επιλέξει τον Ανάδοχο ή τους Αναδόχους. Ο ορισμός Αναδόχου είναι απαραίτητος, διότι όπως λέχθηκε παραπάνω, η επίτευξη επαρκούς διασποράς των μετοχών της εταιρίας που ζητά την εισαγωγή, θα επιδιωχθεί-ανεξάρτητα από τη μέθοδο που θα ακολουθηθεί-με δημόσια εγγραφή η οποία διενεργείται με ρητή διάταξη του νόμου (άρθρο 3 παρ.1 Ν.2651/1998) μέσω αναδόχου. Υπενθυμίζουμε, επίσης, ότι την ιδιότητα του Αναδόχου έχουν μόνο οι ΑΧΕ και οι ΕΠΕΥ του άρθρου 27 ν.2396/1996 που πληρούν τις σχετικές προϋποθέσεις, καθώς, επίσης, και τα πιστωτικά ιδρύματα.

Ανάδοχοι μπορεί να ορισθούν και περισσότεροι του ενός. Στην περίπτωση πολλών αναδόχων, θα πρέπει να διακριθεί εάν ο ένας μόνο θα είναι Κύριος Ανάδοχος-οπότε οι άλλοι θα είναι απλά Ανάδοχοι-ή θα είναι όλοι ή πολλοί Κύριοι Ανάδοχοι. Κύριος Ανάδοχος είναι εκείνος ο οποίος αναλαμβάνει το συντονισμό της διαδικασίας εισαγωγής και έχει την αποφασιστική αρμοδιότητα για τη σύνταξη, έγκριση και δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου το οποίο και υπογράφει (Αναλυτικά τα καθήκοντα του ή των Αναδόχων ορίζονται στο άρθρο 3 του Κανονισμού Αναδόχων). Οι απλοί Ανάδοχοι συνεπικουρούν τον Κύριο στην εκτέλεση των καθηκόντων του.

γ. Να επιλέξει από τα πρόσωπα που θα της υποδείξει ο Ανάδοχος, εκείνους που θα διενεργήσουν το νομικό, οικονομικό και λογιστικό της έλεγχο. Τα πρόσωπα αυτά δεν πρέπει να συνδέονται με την ανώνυμη εταιρία που ζητάει την εισαγωγή με κανένα δεσμό (άρθρο 3 α παρ. 4 Π. Δ/γματος 350/1985). Δεν πρέπει, δηλαδή, να είναι νομικοί της σύμβουλοι, ή λογιστές της, ή φοροτεχνικοί, που να επιμελούνται τακτικά ή και ευκαιριακά τις πάσης φύσεως υποθέσεις της.

B. Βασικά στάδια

α. Με την Απόφαση του υπ' αριθμ. 57/22.9.00 του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, η διαδικασία εισαγωγής μετοχών ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο για πρώτη φορά, διακρίθηκε ανάλογα με το εάν η εισαγωγή γίνεται με δημόσια εγγραφή ή χωρίς δημόσια εγγραφή. Πρόκειται ουσιαστικά για τη διάκριση που έγινε παραπάνω σε εισαγωγή που γίνεται μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, οπότε η διάθεση των νέων μετοχών στους επενδυτές γίνεται με κατά κυριολεξία δημόσια εγγραφή, ή χωρίς αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, οπότε η προσφορά των υφισταμένων μετοχών από τους ήδη μετόχους στους επενδυτές γίνεται για να επιτευχθεί η απαιτούμενη διασπορά. Η προσφορά αυτή γνωστοποιείται με το Ενημερωτικό Δελτίο και οι ενδιαφερόμενοι δηλώνουν τη σχετική πρόθεσή τους στον Ανάδοχο, σύμφωνα με όσα αναπτύχθηκαν παραπάνω.

Με την Απόφαση αυτή έχει κωδικοποιηθεί η σχετική διαδικασία. Έτσι, το άρθρο 1 προβλέπει με υποδιαίρεσεις όλες τις περιπτώσεις εισαγωγής ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο και το άρθρο 2 τα απαιτούμενα δικαιολογητικά για κάθε περίπτωση και για κάθε στάδιο της κατ' ιδίαν περίπτωσης.

1. Εισαγωγή μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο με δημόσια εγγραφή.

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών χωρίζεται σε τρία στάδια.

Στάδιο 1: Έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο ΧΑΑ.

Στάδιο 2: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών της εταιρίας.

Στάδιο 3: Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών (Σύμφωνα με την 18/15.1.99 απόφαση του Δ.Σ.).

Χρονικός περιορισμός

Ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να ολοκληρώνει τη σχετική διαδικασία υποβολής στο Χρηματιστήριο όλων των δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών από το Διοικ. Συμβούλιο του χρηματιστηρίου, εντός 5 εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής.

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης εταιρίας πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία έγκρισης του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των μετοχών.

2. Εισαγωγή μετοχών για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο χωρίς δημόσια εγγραφή.

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά χωρίς δημόσια εγγραφή χωρίζεται σε δύο στάδια.

Στάδιο 1: Έγκριση ενημερωτικού δελτίου και εισαγωγής μετοχών.

Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών (Σύμφωνα με την 18/15.1.99 Απόφαση του Διοικ. Συμβουλίου του ΧΑΑ).

Χρονικός περιορισμός

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης εταιρίας πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των μετοχών.

Η εμπρόθεσμη κατάθεση στο Χρηματιστήριο από τον Κύριο Ανάδοχο και την εκδότρια εταιρία όλων των απαραίτητων δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση της εισαγωγής των μετοχών ή την έναρξη διαπραγμάτευσής τους, συνιστά υποχρέωση του Αναδόχου και της εκδότριας εταιρίας. Η καθυστέρηση υποβολής των δικαιολογητικών αποτελεί παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και το Διοικ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου θα διαβιβάζει το σχετικό φάκελο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ένα νέο στοιχείο που εισήγαγε η υπ' αριθμ. 57/22.9.00 Απόφαση του Διοικ. Συμβουλίου του ΧΑΑ, είναι η πρόβλεψη ειδικής διαδικασίας η οποία ακολουθείται, όταν ανώνυμη εταιρία εισηγμένη στην παράλληλη αγορά ή στη ΝΕΧΑ, επιθυμεί να μεταταγεί στην κύρια αγορά (άρθρο 1 περ. 3 της παραπάνω Απόφασης).

γ. Για την εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας στη ΝΕΧΑ, η διαδικασία εισαγωγής ορίζεται στην υπ' αριθμ. 49/25.10.00 Απόφαση του Διοικ. Συμβουλίου του ΧΑΑ. Η απόφαση αυτή αντικατέστησε την υπ' αριθμ. 37/27.1.00 Απόφαση του ίδιου οργάνου και κωδικοποίησε τη σχετική διαδικασία.

Η διαδικασία περιλαμβάνει 3 στάδια και για κάθε στάδιο απαριθμούνται χωριστά τα δικαιολογητικά που πρέπει να καταβληθούν.

Τόσο τα στάδια, όσο και τα απαιτούμενα δικαιολογητικά, δε διαφέρουν ουσιωδώς από εκείνα που εκτέθηκαν παραπάνω και αφορούν στην εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας στην κύρια αγορά με δημόσια εγγραφή. Οι μικρές διαφοροποιήσεις που παρατηρούνται αντιστοιχούν στη νομοθεσία που διέπει τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (Ν. 2733/1999).

Πάντως, η παραπάνω απόφαση εισήγαγε ένα εντελώς νέο στοιχείο. Πρόκειται για μία προκαταρκτική, δυνητική όμως, διαδικασία αξιολόγησης της υποψηφιότητας της υπό εισαγωγή στη ΝΕΧΑ ανώνυμης εταιρίας.

Η διαδικασία αυτή, εφόσον η εταιρία επιθυμεί να την ακολουθήσει, προηγείται της υποβολής του φακέλου των δικαιολογητικών για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου. Η σχετική επιθυμία της εταιρίας εκδηλώνεται με αίτηση την οποία υποβάλλει στο ΧΑΑ και, η οποία εξετάζεται από ειδική Επιτροπή Αξιολόγησης, η οποία γνωμοδοτεί σχετικά. Η όποια γνωμοδότηση της Επιτροπής-θετική ή αρνητική- δεν είναι δεσμευτική για την εταιρία και το Διοικ. Συμβούλιο του ΧΑΑ (Άρθρο 1, Ι, Στάδιο 1 υπό Α της παραπάνω Απόφασης).

2.4. ΣΥΜΒΑΣΗ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΚΑΙ ΕΥΘΥΝΗ ΤΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ

2.4.1 ΣΥΜΒΑΣΗ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΕΩΣ

Από το Προστάδιο και από τα αλληλοδιάδοχα βασικά στάδια της διαδικασίας για την εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο, προκύπτει ότι την επιμέλεια και διεκπεραίωση της όλης διαδικασίας εισαγωγής φέρει ο Ανάδοχος. Ειδικά, μάλιστα, το άρθρο 3 του Κανονισμού Αναδοχών, επιφορτίζει τον Ανάδοχο με την υποχρέωση για πλήρη, σαφή, αντικειμενική και νόμιμη σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου. Το Ενημερωτικό Δελτίο αποτελεί συστατικό στοιχείο και βασική προϋπόθεση της εισαγωγής και το μόνο έγκυρο μέσο πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για την εν γένει κατάσταση της υπό εισαγωγή ανώνυμης εταιρίας.

Η σύμβαση Αναδοχής συνάπτεται μεταξύ της ανώνυμης εταιρίας που επιθυμεί να εισέλθει στο Χρηματιστήριο και του Αναδόχου που η ίδια επιλέγει. Περιεχόμενο της σύμβασης Αναδοχής είναι η εποπτεία και η ολοκλήρωση της διαδικασίας εισαγωγής, όπως προβλέπεται στο νόμο και στην Απόφαση του Διοικ. Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που παραθέσαμε παραπάνω. Η σύμβαση αυτή μπορεί να έχει μία από τις ακόλουθες μορφές:

1) Αναδοχή για λογαριασμό του εκδότη. Ο Ανάδοχος θέτει στη διάθεση της υπό εισαγωγή εταιρίας τις υπηρεσίες του και την οργάνωσή του έναντι προμήθειας. Έργο του είναι η προώθηση των προσφερόμενων τίτλων στο επενδυτικό κοινό και ταυτόχρονα η εποπτεία του τρόπου της προώθησης. Δεν συνάπτει ο ίδιος σύμβαση με τους επενδυτές που θα εκδηλώσουν ενδιαφέρον για την απόκτηση των τίτλων, αναμειγνύεται όμως κατά τρόπο καθοριστικό στην όλη διαδικασία της εισαγωγής.

2) Εγγυητική αναδοχή. Ο Ανάδοχος ενεργεί και πάλι για λογαριασμό της υπό εισαγωγή εταιρίας. Στο είδος, όμως, αυτό της αναδοχής αναλαμβάνει και την υποχρέωση να καλύψει ο ίδιος, από τους τίτλους που διατίθενται στο κοινό, εκείνους οι οποίοι θα μείνουν, τυχόν, αδιάθετοι, δε θα καλυφθούν δηλαδή από τους επενδυτές.

3) Αναδοχή για ίδιο λογαριασμό ή σταθερή αναδοχή. Ο Ανάδοχος αναλαμβάνει ο ίδιος το σύνολο των τίτλων και παράλληλα αναλαμβάνει την υποχρέωση να τους διαθέσει ο ίδιος στο

κοινό. Ο Ανάδοχος αποκτά, δηλαδή, πρωτοτύπως τις μετοχές που εκδίδονται, συνάπτοντας με τον εκδότη τη σύμβαση ανάληψης. Στη συνέχεια, τις μετοχές αυτές τις διαθέτει στο κοινό, ενεργώντας στο όνομά του και για λογαριασμό του. Είναι αυτονόητο ότι στην περίπτωση αυτή τον κίνδυνο της έκδοσης φέρει εξ ολοκλήρου ο Ανάδοχος.

2.4.2 Ευθύνη του Αναδόχου

Όποια από τις μορφές αυτές κι αν έχει η σύμβαση Αναδοχής, ο νόμος καθιερώνει ειδική χρηματιστηριακή ευθύνη του Αναδόχου. Η ευθύνη αυτή προβλέπεται στο άρθρο 3 α παρ. 2 Π.Δ/γματος 350/1985, όπως ισχύει σήμερα, μετά την τροποποίησή του από τους νόμους 2324/1995 και 2651/1998.

1. Η ευθύνη του Αναδόχου ανακύπτει σε περίπτωση ανακρίβειας και μη πληρότητας του Ενημερωτικού Δελτίου και του, εξ αυτού του λόγου, εσφαμένου καθορισμού της τιμής εισαγωγής των κινητών αξιών που διατέθηκαν στους επενδυτές με δημόσια εγγραφή (άρθρο 3 α παρ.2).

Όπως είδαμε παραπάνω, ο Ανάδοχος συμπράττει ενεργά στην όλη διαδικασία εισαγωγής και καθοριστικά στην κατάρτιση του Ενημερωτικού Δελτίου, την εγκυρότητα του οποίου ενισχύει με την υπογραφή του. Ο Ανάδοχος είναι εκείνος που έχει τον αποφασιστικό λόγο ως προς τα στοιχεία που πρέπει τελικά να συμπεριληφθούν στο Ενημερωτικό Δελτίο, ισορροπώντας στις επιλογές του αυτές ανάμεσα στις επιταγές του νόμου για ειλικρινή ενημέρωση των επενδυτών και των απαιτήσεων της εκδότριας εταιρίας για ελκυστικότερη παρουσίαση των τίτλων.

Ο ίδιος είναι, εξάλλου, εκείνος που σύμφωνα με τον Κανονισμό Αναδοχών, φέρει το βάρος της αποφυγής ανακριβούς ή παραπλανητικής διαφήμισης (άρθρο 7), της διασφάλισης της νομιμότητας του εκδότη (άρθρο 3) και της έγκαιρης δημοσίευσης του Ενημερωτικού Δελτίου (άρθρο 4 παρ. 5). Από τα παραπάνω φαίνεται ότι ο Ανάδοχος επιβλέπει την όλη προσπάθεια προσέλκυσης του επενδυτικού κοινού, ενώ η κατάρτιση του Ενημερωτικού Δελτίου αποτελεί κυρίως δική του ευθύνη.

Η παραβίαση, κατά συνέπεια, των παραπάνω νόμιμων υποχρεώσεών του, η οποία είχε ως συνέπεια τον εσφαμένο καθορισμό της τιμής εισαγωγής των κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο, συνιστά παράνομη συμπεριφορά. Αν αυτή είναι και υπαίτια (οφείλεται σε δόλο ή αμέλεια) θεμελιώνει την αδικοπρακτική του ευθύνη, όπως αυτή εξειδικεύεται στο άρθρο 3 α παρ. 2 Π.Δ/γματος 350/1985.

2. Η ευθύνη του Αναδόχου συνίσταται στην αποκατάσταση 'κάθε θετικής ζημίας' που υπέστησαν οι επενδυτές από τη χρηματιστηριακή πώληση των τίτλων (άρθρο 3 α παρ. 2). Δηλαδή: Οι επενδυτές αγόρασαν με δημόσια εγγραφή μετοχές της υπό εισαγωγή εταιρίας στην τιμή που όρισε ο Ανάδοχος. Με την εισαγωγή, όμως, και την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών αυτών στο Χρηματιστήριο, η τιμή πώλησης που επιτεύχθηκε ήταν κατώτερη από την τιμή εισαγωγής. Η διαφορά μεταξύ της τιμής απόκτησης των μετοχών και της τιμής πώλησής τους στο Χρηματιστήριο, στυνιστά τη θετική ζημία που υπέστησαν οι επενδυτές, ζημία, την οποία καλείται, βάσει της παραπάνω διάταξης, να αποκαταστήσει ο Ανάδοχος.

Βέβαια, πρέπει να υπάρχει αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της παράνομης και υπαίτιας συμπεριφοράς του Αναδόχου και της ζημίας του επενδυτή

Αιτιώδης σύνδεσμος θα υπάρχει όταν ο επενδυτής αποδεικνύει ότι αποφάσισε την αγορά των κινητών αξιών γιατί βασίσθηκε στο Ενημερωτικό Δελτίο, το οποίο, όπως φάνηκε εκ των υστέρων ήταν ανακριβές και ατελές και ότι η ζημία που υπέστη από τη χρηματιστηριακή πώληση των αξιών αυτών, ήταν απότοκος της εσφαλμένα υψηλής τιμής, την οποία, είχε καθορίσει ο Ανάδοχος, στηριζόμενος στα ατελή και ανακριβή στοιχεία του Ενημερωτικού Δελτίου.

Τη ζημία και τον αιτιώδη σύνδεσμό της με την παράνομη και υπαίτια συμπεριφορά του Αναδόχου, αποδεικνύει ο ζημιωθείς επενδυτής (άρθρο 3 α παρ.3).

Η ευθύνη, πάλι, του Αναδόχου είναι νόθος αντικειμενική ευθύνη. Διότι, ο Ανάδοχος φέρει το βάρος της απόδειξης ότι δεν τον βαρύνει πταίσμα κατά την εκτέλεση των νόμιμων υποχρεώσεών του (άρθρο 3 α παρ. 4). Τι μπορεί να επικαλεσθεί και να αποδείξει, προκειμένου να αποκρούσει την υπαιτιότητά του υποδεικνύει ο νομοθέτης στην ίδια διάταξη (Ότι τα στοιχεία που του παρέδωσε ο εκδότης των κινητών αξιών από τα οποία κρίθηκε η πληρότητα και η ακρίβεια του Ενημερωτικού Δελτίου και καθορίστηκε η τιμή εισαγωγής τους, ήταν απόρροια πρόσφατου νομικού, λογιστικού και οικονομικού ελέγχου από νομικό και από ορκωτό ελεγκτή, οι οποίοι δε συνδέονται με τον εκδότη).

3. Εάν οι Ανάδοχοι είναι περισσότεροι, ευθύνονται εις ολόκληρο (άρθρο 3 α παρ.2). Εις ολόκληρο, επίσης με τον ή τους Αναδόχους ευθύνεται και η υπό εισαγωγή ανώνυμη εταιρία.

4. Στην ίδια διάταξη ορίζεται και ο χρόνος παραγραφής της αξίωσης του επενδυτή που ζημιώθηκε, καθώς και άλλα συναφή θέματα.

3. ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

3.1 ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΑΝΑΓΚΕΣ

Οι επιχειρήσεις λειτουργούν σε ανταγωνιστικά περιβάλλοντα, όπου συχνά συντελούνται σημαντικές αλλαγές. Το μέλλον είναι δύσκολο να προβλεφθεί. Για το λόγο αυτό οι επιχειρήσεις πρέπει να δημιουργούν πλάνα και στρατηγικές ανάπτυξης, οι οποίες να προσαρμόζονται πάντα στις δυναμικές μεταβολές που συντελούνται. Οι επιχειρηματικές οντότητες, όπως και οι ατομικές, πρέπει να παρατηρούν, να προσαρμόζονται και να βελτιώνονται. Οι δραστηριότητες κάθε επιχείρησης πρέπει συνεχώς να αναπροσαρμόζονται με βάση τις εξωτερικές αλλαγές και τη νέα τεχνολογία.

3.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΩΘΟΥΝ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Τα σημαντικότερα κίνητρα που ωθούν στην κεφαλαιακή αναδιάρθρωση είναι τα εξής:

- 1) Η ανάγκη των σύγχρονων επιχειρήσεων να ανταποκριθούν στον αμίληκτο παγκόσμιο ανταγωνισμό,
- 2) Η μετακίνηση κεφαλαίων σε ιδιοκτήτες που μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν πιο αποτελεσματικά και
- 3) Η αντιστροφή του κλίματος συνένωσης δύο εταιριών με διαφορετικά αντικείμενα εργασιών που επικράτησε έντονα στη διάρκεια της δεκαετίας του 60.

Ωστόσο θα μπορούσε να διακρίνει κανείς και μικρότερες αιτίες που οδηγούν προς αυτήν την κατεύθυνση:

- 1) Η αντιστροφή του κλίματος της συγχώνευσης δύο ή περισσότερων εταιριών που δεν έχουν καμία απολύτως σχέση μεταξύ τους και μεταξύ των προϊόντων τους.
- 2) Εγκατάλειψη του core business
- 3) Αλλαγή στρατηγικής ή αναδιάρθρωση
- 4) Προστιθέμενη αξία πουλώντας σε ένα καλύτερο περιβάλλον
- 5) Η απαίτηση για επιπρόσθετες, μεγάλες επενδύσεις
- 6) Μερικά divestitures εκφράζουν τη συσσώρευση προηγούμενων επιτυχιών
- 7) Η απομάκρυνση μη επικερδών επιχειρήσεων προηγούμενων εξαγορών
- 8) Η χρηματοδότηση προηγούμενων εξαγορών
- 9) Η αποτροπή συγχωνεύσεων ή εξαγορών
- 10) Η εκπλήρωση κυβερνητικών απαιτήσεων
- 11) Η πώληση επιχειρήσεων στους manager τους
- 12) Η πώληση άσχετων επιχειρήσεων
- 13) Η πώληση επιχειρήσεων με χαμηλά κέρδη
- 14) Η απόκτηση άλλων επιχειρήσεων
- 15) Η αντιστροφή προηγούμενων λαθών

3.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ DIVESTITURES

Μελέτες που έχουν γίνει στα divestitures δείχνουν στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις για την περίοδο 2 ημερών από την ημερομηνία ανακοίνωσης της τάξεως μεταξύ 1% και 2% για τους μετόχους της πωλούμενης επιχείρησης. Τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης για τις αποδόσεις των αγοραστών δεν είναι στατιστικά σημαντικά. (Alexander, Benson and Kampmeyer, 1984; Jain, 1985; Linn and Rozeff, 1984). Μία μεταγενέστερη μελέτη του Klein (1986), που εξέτασε τα divestitures σε μεγαλύτερο βάθος, ανέλυσε τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης ανάλογα με το αν οι πωλούμενες επιχειρήσεις ανακοίνωναν αρχικά την τιμή του sell-off ή όχι. Όταν δεν υπήρχε ανακοίνωση τιμής, δεν υπήρχαν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για την τιμή της μετοχής της πωλούμενης εταιρίας. Όταν οι επιχειρήσεις ανακοίνωναν αρχικά την τιμή, τα αποτελέσματα ήταν εξαρτημένα από το ποσοστό της επιχείρησης που επρόκειτο να πωληθεί. Όσο μεγαλύτερο ήταν το ποσοστό αυτό τόσο μεγαλύτερες ήταν και οι έκτακτες αποδόσεις.

Γενικά, τα στοιχεία που προκύπτουν για τα divestitures εκφράζουν έναν συνεχόμενο υγιή δυναμισμό μεταξύ των επιχειρήσεων των Ηνωμένων Πολιτειών. Τα divestitures αποτελούν σημαντικές οικονομικές λειτουργίες. Οικονομικοί πόροι μετακινούνται από χρήσεις λιγότερο αποδοτικές σε περισσότερες αποδοτικές. Είτε ένα sell-off αποτελεί προσπάθεια διόρθωσης προηγούμενων λαθών είτε όχι, αποτελούν ένδειξη ότι το σύστημα της αγοράς λειτουργεί. Ανεξάρτητα από τις επιπτώσεις στην ατομική στρατηγική κάθε εταιρίας, τα divestitures συμβάλουν στην μετακίνηση οικονομικών πόρων που θεωρείται απαραίτητη για την αποτελεσματική λειτουργία μιας οικονομίας.

3.4 ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΑΠΟ ΤΑ DIVESTITURES

Τα κέρδη που προκύπτουν από τα divestitures είναι μικρότερα από αυτά που προκύπτουν από τα spin-offs. Αυτό συμβαίνει γιατί συνήθως στην πρώτη περίπτωση έχουμε σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις από ότι στη δεύτερη. Επίσης, το γεγονός ότι στα spin-offs οι θυγατρικές διαπραγματεύονται ανεξάρτητα από τις μητρικές ενώ στα divestitures παραμένουν ως τμήματα της επιχειρηματικής οντότητας πρέπει να παίζει κάποιο ρόλο. Οι John και Ofek (1995) κατέληξαν ότι τα κέρδη προκύπτουν από το βελτιωμένο management των περιουσιακών στοιχείων που έχουν απομείνει μετά το divestiture.

3.5 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι κυριότερες μορφές επιχειρηματικής αναδιοργάνωσης που θα μας απασχολήσουν στην συγκεκριμένη έρευνα είναι οι ακόλουθες:

- Η εισαγωγή των μετοχών μίας θυγατρικής στο χρηματιστήριο (carve-out)
- Η διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin-off)
- Η πώληση θυγατρικής από μία εταιρία σε μία άλλη (sell-off)
- Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering).
- Η αντικατάσταση των μετοχών μιας εταιρίας από άλλες μετοχές, μικρότερης υποδιαίρεσης (Split-up)
- Διάφορες κατηγορίες μετοχών της μητρικής εταιρίας (tracking stock)

Τα χαρακτηριστικά κάθε μορφής επιχειρηματικής αναδιοργάνωσης είναι τα ακόλουθα:

- Το carve-out είναι αρχική δημόσια εγγραφή της θυγατρικής εταιρίας. Με αυτήν την διαδικασία εισρέουν μετρητά στην μητρική εταιρία, καθώς αυτή προβαίνει στην δημόσια πώληση μετοχών της θυγατρικής. Στη συγκεκριμένη μορφή κεφαλαιακής διάρθρωσης, δικαίωμα αγοράς των μετοχών έχει όλο το επενδυτικό κοινό ανεξαρτήτως αν είναι παλαιοί μέτοχοι ή όχι. Επίσης, η μητρική εξακολουθεί να διατηρεί μέρος του ελέγχου της στην θυγατρική, παρέχοντάς στην τελευταία λίγη αυτονομία. Η διάκριση των εταιριών της αρχικά ενοποιημένης επιχείρησης και η σύνταξη ξεχωριστών χρηματοοικονομικών καταστάσεων αυξάνει την πληροφόρηση για την αξία των εταιριών προς το επενδυτικό κοινό.

Το equity carve-out χρησιμοποιείται ορισμένες φορές ως το πρώτο βήμα για την μεταπήδηση σε ένα spin-off ή ένα split-up.

- Το spin-off περιλαμβάνει ουσιαστικά μερίσματα μετοχών, συνήθως αφορολόγητα, που διανέμει η θυγατρική στους μετόχους της μητρικής. Σαν αποτέλεσμα, η ενοποιημένη επιχείρηση διαιρείται σε δύο ή περισσότερες μονάδες που έχουν τους ίδιους μετόχους. Επίσης, σε αντίθεση με το carve-out και το sell-off, το spin-off δημιουργεί μία οντότητα που είναι διοικητικά και χρηματοοικονομικά ανεξάρτητη από την μητρική. Άρα, όμοια με το

carve-out, με το spin-off διαρρέουν πολλές πληροφορίες για την θυγατρική μονάδα. Αντίθετα, όμως, με το carve-out, το spin-off δεν συνεπάγεται εξωτερική χρηματοδότηση.

Ο αριθμός των μετοχών στο spin-off σε σχέση με τις μετοχές της μητρικής ποικίλει. Η μητρική σθνήθως διατηρεί από 10% έως κάτω από 20% των μετοχών της νέας θυγατρικής. Για να μην υπάρχει φορολογική επιβάρυνση για το spin-off, θα πρέπει η μητρική να κατέχει το 80% των κοινών μετοχών της θυγατρικής, δηλαδή, το 80% των μετοχών που δίνουν δικαίωμα ψήφου.

- Το asset sell-off είναι η πώληση θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση που, τυπικά, διαπραγματεύεται ιδιωτικά και κατά συνέπεια τα δεδομένα που απορρέουν είναι ελάχιστα. Αυτήν η μορφή αναδιοργάνωσης, σε αντίθεση με το carve-out, επιτρέπει στην μητρική να χρησιμοποιήσει μία ιδιωτική συναλλαγή για να μετατρέψει ένα μη ρευστοποιήσιμο περιουσιακό στοιχείο σε μετρητά, αποφεύγοντας τις συνέπειες της προσφοράς μετοχών. Επίσης, σε αντίθεση με το carve-out, στο spin-off ο έλεγχος της μητρικής στην θυγατρική παύει να υπάρχει και συγκεκριμένα μεταφέρεται στην άλλη επιχείρηση.
- Με το seasoned equity offering, μία εταιρία μπορεί να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο εκδίδοντας νέες μετοχές οι οποίες θα καταβληθούν στους μετόχους έναντι μετρητών. Δικαίωμα αγοράς μετοχών έχει όλο το επενδυτικό κοινό, ανεξάρτητα αν είναι παλαιοί μέτοχοι ή όχι.
- Με το split-up γίνεται αντικατάσταση των μετοχών μιας εταιρίας από άλλες μετοχές, μικρότερης υποδιαίρεσης, χωρίς καμία αλλαγή στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο. Κάθε μέτοχος της εταιρίας παραδίδει τις παλιές μετοχές και λαμβάνει νέες, η συνολική αξία των οποίων αντιστοιχεί στο ίδιο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατείχε και πριν. Ο λόγος που συνήθως γίνεται αυτό είναι, ώστε να καταστούν οι μετοχές περισσότερο εμπορεύσιμες.
- Οι κάτοχοι ενός tracking stock συνήθως έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου με αυτούς που κατέχουν μετοχές της μητρικής εταιρίας. Σε αυτήν την μορφή, οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της μητρικής και της θυγατρικής δημοσιεύονται χωριστά. Επίσης, το συμβούλιο της μητρικής εξακολουθεί να ελέγχει τις δραστηριότητες του tracking segment. Αυτό διαπραγματεύεται χωριστά, έτσι, τα μερίσματα που καταβάλλονται στους μετόχους βασίζονται

στις χρηματικές ροές του tracking company. Οι δε αμοιβές των διοικητικών στελεχών μπορούν να εξαρτώνται από τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και την πορεία της τιμής της μετοχής του tracking stock. Επίσης, η έκδοση μετοχών είναι αφορολόγητη και η άντληση εξωτερικών κεφαλαίων θεωρείται ευκολότερη.

3.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η βασική ομοιότητα μεταξύ carve-out και spin-off είναι ότι και στις δύο περιπτώσεις η μετοχή της θυγατρικής διαπραγματεύεται χωριστά από την μετοχή της ενοποιημένης επιχείρησης.

Οι διαφορές μεταξύ carve-out και seasoned equity offering είναι οι εξής:

- Το carve-out, με την διάκριση της θυγατρικής από την ενοποιημένη επιχείρηση, επιτρέπει για πρώτη φορά την εξωτερική χρηματοδότηση μόνο για επενδυτικά προγράμματα της θυγατρικής ενώ αντίθετα το seasoned equity offering αυξάνει τον αριθμό των απαιτήσεων για την ενοποιημένη επιχείρηση.
- Στο carve-out πραγματοποιείται δημόσια διαπραγμάτευση της μετοχής της θυγατρικής χωριστά. Αυτό οδηγεί σε ξεχωριστή δημοσίευση χρηματοοικονομικών καταστάσεων για την θυγατρική και άρα λεπτομερέστερη άντληση πληροφοριών για το επενδυτικό κοινό. Αντίθετα, στο seasoned equity offering δεν έχουμε νέο τύπο μετοχών αλλά εξακολουθούν να διαπραγματεύονται οι παλιές.
- Το carve-out συμβάλλει στην αναδιοργάνωση των αρμοδιοτήτων και των κινήτρων των διοικητικών στελεχών και κατ' επέκταση στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας της μελλοντικής διοίκησης.
- Στο carve-out, παρά την ξεχωριστή χρηματοδότηση της θυγατρικής εταιρίας, οι μητρικές εξακολουθούν να ελέγχουν τις θυγατρικές, γεγονός που οδηγεί στην ανάπτυξη εξωτερικού αγοραστικού ενδιαφέροντος για την θυγατρική.

Οι διαφορές μεταξύ spin-off και carve-out είναι οι εξής:

- 1) Στο spin-off οι μετοχές διανέμονται στους υπάρχοντες μετόχους ενώ στο carve-out δημιουργείται νέα μερίδα μετόχων.
- 2) Οι μετοχές που εκδίδονται στο carve-out συνεπάγονται εισροή μετρητών για την επιχείρηση ενώ στο spin-off δεν υπάρχει εισροή μετρητών.
- 3) Το carve-out είναι πιο δαπανηρό από το spin-off, καθώς στην περίπτωση επιλογής του carve-out είναι μεγαλύτερο το κόστος εισαγωγής για τις υπηρεσίες των αναδόχων και αυστηρότερος ο έλεγχος που γίνεται από τις εποπτικές αρχές.

- 4) Στο spin-off η μητρική χάνει τον έλεγχο που ασκούσε πάνω στη θυγατρική ενώ στο carve-out η μητρική πουλάει μόνο ένα μέρος των μετοχών της θυγατρικής και με αυτόν τον τρόπο διατηρεί τον έλεγχο στα περιουσιακά στοιχεία και τις δραστηριότητες της θυγατρικής.
- 5) Στο spin-off η μετοχή της θυγατρικής διανέμεται ως μέρισμα στους υπάρχοντες μετόχους ενώ στο carve-out έχουμε πώληση των μετοχών της θυγατρικής.

Η ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου συνοδεύεται συνήθως από αρνητικές επιπτώσεις. Αυτό συμβαίνει για τους ακόλουθους λόγους:

- 1) Η εξωτερική χρηματοδότηση ενός καινούριου επενδυτικού προγράμματος δείχνει ότι τα διοικητικά στελέχη έχουν άσχημες εκτιμήσεις για την αξία και τα κέρδη της επιχείρησης.
- 2) Η μείωση της μόχλευσης που προκαλείται είναι αρνητικό σημάδι για την μελλοντική αποδοτικότητα της επιχείρησης
- 3) Με αυτό τον τρόπο μεταφέρεται πλούτος από τους παλαιούς στους νέους μετόχους.

3.7 Η ΛΟΓΙΚΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΛΛΑΓΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

- 1) Η πραγματική αξία της θυγατρικής συγκαλύπτεται από την περίπλοκη δομή της σύνθετης επιχειρηματικής οντότητας. Με την επιλογή μίας μορφής κεφαλαιακής αναδιοργάνωσης, η ανάλυση και έκδοση πληροφοριών σχετικά με την θυγατρική είναι μεγαλύτερη και το αποτέλεσμα που προκύπτει μεταφράζεται σε κέρδη.
- 2) Η προτίμηση για ατομικές επιχειρηματικές οντότητες δεν απορρέει από την έλλειψη αξιοπιστίας στην ικανότητα της αγοράς να αποτιμά σύνθετους οργανισμούς αλλά από την περιορισμένη ικανότητα των διοικητικών στελεχών να διαχειρίζονται αυτούς τόσο αποτελεσματικά. Ο διαχωρισμός της θυγατρικής εταιρίας από την μητρική σημαίνει ταυτόχρονα και την επιλογή ξεχωριστού διοικητικού προσωπικού που μπορεί να ασχοληθεί αποκλειστικά με τις προοπτικές και κυρίως τα προβλήματα της θυγατρικής και επομένως να συμβάλει στην αποτελεσματική λειτουργία της. Επίσης, τα κίνητρα ή πριμ που δίνονται στους managers θεωρείται ότι συντελούν θετικά στην κατάσταση αυτή.
- 3) Οι φορολογικές απαλλαγές που προβλέπονται σε ορισμένες περιπτώσεις από την κείμενη νομοθεσία συμβάλουν στην δημιουργία κερδών.
- 4) Με το διαχωρισμό της θυγατρικής μειώνονται και οι οικονομικές υποχρεώσεις για τις οποίες είναι υπεύθυνοι οι μέτοχοι της θυγατρικής εταιρίας. Οι εγγυήσεις που πρέπει να καταβάλουν για υποχρεώσεις των άλλων μονάδων της σύνθετης επιχείρησης παύουν πλέον να υφίστανται γι' αυτούς.
- 5) Άλλη μία προοπτική που ενισχύει τα θετικά αποτελέσματα είναι ότι προκύπτει σημαντική αλλαγή στο οικονομικό περιβάλλον που επηρεάζει την επιχείρηση. Έτσι, οι επενδυτικές ευκαιρίες τόσο της μητρικής όσο και των θυγατρικών μπορεί να αλλάξουν. Μολονότι η συνεργασία υπήρξε αποδοτική στο παρελθόν, η ξεχωριστή πορεία μπορεί να αποβεί αποτελεσματικότερη στο μέλλον.

- 6) Παρέχεται η δυνατότητα δημιουργίας πολλαπλών options.
- 7) Τόσο η μητρική όσο και οι θυγατρικές μπορούν να παρέχουν στους επενδυτές μεγαλύτερο εύρος επενδύσεων και χρηματοοικονομικών πολιτικών. Κάθε οντότητα μπορεί να καθορίζει τα δικά της μερίσματα, παρακρατηθέντα κέρδη και κέρδη κεφαλαίων προκειμένου να προσελκύει τις επιθυμητές κατηγορίες επενδυτών.
- 8) Με αυτόν τον τρόπο διευκολύνονται οι συγχωνεύσεις όταν ο αγοραστής ενδιαφέρεται μόνο για ορισμένα από τα τμήματα που κατέχει η εταιρία-στόχος. Αν η μητρική εταιρία δεν θέλει να πουλήσει τα τμήματα αυτά πριν από τη συγχώνευση, ένα μελλοντικό spin-off μπορεί, για παράδειγμα, να περιληφθεί στο πλάνο της συγχώνευσης.

3.8 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΛΛΑΓΗΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Αν μία επιχείρηση αποφασίσει να προβεί σε αλλαγή της κεφαλαιακής της διάρθρωσης πρέπει ακολούθως να επιλέξει και την μορφή αυτής που επιθυμεί να ακολουθήσει. Τα spin-offs είναι προτιμότερα όταν η μητρική μπορεί να δημιουργήσει αξία λόγω συνεργιών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, είναι πιθανό οι μητρικές και οι θυγατρικές να έχουν αντιμαχόμενα συμφέροντα. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει συγκρουόμενα προϊόντα ή διαφορετικές στάσεις αντιμετώπισης ζητημάτων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, ένα spin-off επιτρέπει στη μητρική και τη θυγατρική να ακολουθήσουν χωριστούς δρόμους.

Τα equity carve-outs είναι περισσότερο χρήσιμα σε επιχειρήσεις που μπορούν εύκολα να διαχωρίσουν τις θυγατρικές τους. Πιο συγκεκριμένα, μία θυγατρική με μεγάλες δυνατότητες χρηματοδότησης και υψηλά περιθώρια ανάπτυξης θα επωφεληθεί από την αυξημένη προσοχή που δίνεται στα carve-outs. Το κεφάλαιο που αντλείται από ένα carve-out μπορεί να χρησιμοποιηθεί για απόκτηση περιουσιακών στοιχείων ή ακόμη και εξαγορές άλλων επιχειρήσεων. Τα carve-outs επιτρέπουν τις επιχειρήσεις να έχουν ευκολότερη πρόσβαση στην άντληση κεφαλαίων. Επίσης, τα carve-outs επιτρέπουν στα διοικητικά στελέχη των διαφοροποιημένων θυγατρικών να πάρουν πρωτοβουλίες για χρηματοοικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις και τους δίνουν τη δυνατότητα να καταφύγουν στις αγορές κεφαλαίου για χρήματα και όχι να προσπαθούν να καλύψουν τις ανάγκες του προϋπολογισμού της μητρικής. Τα tracking stocks μοιράζονται, επίσης, ορισμένα πλεονεκτήματα με τα carve-outs. Παρέχουν κεφάλαια για εξαγορές ή άλλα επενδυτικά προγράμματα και τραβούν την προσοχή σε θυγατρικές με μεγάλες δυνατότητες χρηματοδότησης και ανάπτυξης. Επίσης, τα tracking stocks σε επιχειρήσεις που μπορούν να εκμεταλλευτούν συνέργιες.

4. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Το σημαντικότερο, ίσως, μοντέλο στο οποίο στηρίζεται η μελέτη μας, αυτό των **Schipper και Smith [1986]** βασίζεται σε δύο βασικές υποθέσεις: 1) Η εισαγωγή μίας εταιρίας στο χρηματιστήριο συμβάλλει στην καλύτερη αξιολόγησή της από το επενδυτικό κοινό και 2) ταυτόχρονα, βελτιώνει την αποδοτικότητα των υπαλλήλων.

Οι **Allen και McConnell [1998]** στήριξαν τα συμπεράσματά τους στις δύο ακόλουθες υποθέσεις: 1) Οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών της μητρικής είναι συνδεδεμένες με την συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, με αποτέλεσμα τα διοικητικά στελέχη να μην προβαίνουν σε εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο, ακόμα κι αν αυτό θα δημιουργήσει οφέλη για τους μετόχους. Δηλαδή, υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μητρικής και θυγατρικής με αποτέλεσμα να υπερισχύουν τα συμφέροντα της πρώτης (expropriation or managerial discretion hypothesis) και 2) υπάρχει αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής της εταιρίας που εισάγεται και θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής της εταιρίας που δεν εισάγεται (adverse selection hypothesis). Τις δύο αυτές υποθέσεις κάνουν και οι **Slovin και Sushka [1997]** προσθέτοντας επιπλέον ότι: 3) Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering) είναι μία μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης, τα κεφάλαια της οποίας καταλήγουν σε επενδύσεις για τη θυγατρική εταιρία (growth opportunities hypothesis) και 4) σύμφωνα και με το μοντέλο του Nanda, θα εκδοθούν μετοχές της υπερτιμημένης εταιρίας από τις δύο και μετά θα πέσει η τιμή της μετοχής αυτής που εισήχθη (separation hypothesis). Ο **Nanda [1991]** με τη σειρά του συμπληρώνει ότι οι επιχειρήσεις που εξετάζουμε δεν μπορούν να καταφύγουν στην χορήγηση δανείων ή σε άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης, παρά μόνο στην πώληση νέων μετοχών.

Οι υποθέσεις των **Myers και Majluf [1984]** είναι οι εξής : 1) Τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους και άρα διαφορετικές εκτιμήσεις για την αξία της θυγατρικής, γεγονός που γίνεται αντιληπτό και από τις δύο πλετρές (information asymmetry) και 2) οι επιχειρήσεις που χρήζουν εξωτερικής χρηματοδότησης και έχουν πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων προτιμούν το equity carve-out από το spin-off (external financing needs and access to capital markets). Οι **Bazzi, Jalilvand και Switzer [2000]** προσθέτουν στα παραπάνω ότι : 3) η αναδιοργάνωση της επιχείρησης γίνεται για να ενισχυθεί η

εστίαση της προσοχής στο core business (increased focus) και 4) υπάρχουν διαφορές στη σύνθεση, τα χαρακτηριστικά, τον έλεγχο των ψήφων και την αποζημίωση των διοικητικών στελεχών (board structure hypothesis).

Με τη σειρά τους, οι **Michaely και Shaw [1995]** υποθέτουν ότι: 1) Τα διοικητικά στελέχη επιλέγουν το spin-off αν εκτιμούν την θυγατρική υψηλότερα από ότι την εκτιμά η αγορά, 2) οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ανάγκη σε μετρητά προτιμούν το carve-out και 3) οι low-quality επιχειρήσεις επιλέγουν το spin-off, είτε λόγω περιορισμένης πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές είτε λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ διοικητικών στελεχών και εξωτερικών μετόχων.

Τέλος, οι **Hulburt, Miles και Woolridge [2002]** στηρίζουν το μοντέλο τους στις δύο ακόλουθες υποθέσεις: 1) Το carve-out δείχνει ότι η μητρική είναι υποτιμημένη σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου της και οι ανταγωνιστικές των μητρικών θα αντιδράσουν θετικά σ' αυτό το σημάδι (asymmetric information hypothesis) και 2) οι αποδόσεις της ανακοίνωσης θα είναι αρνητικές για τις ανταγωνιστικές των μητρικών καθώς τα carve-outs επιτρέπουν γεγονότα που αυξάνουν τον πλούτο των μητρικών όπως η χρηματοδότηση νέων προγραμμάτων, η δημιουργία αποτελεσματικότερων συμβολαίων μεταξύ μητρικών και θυγατρικών, ενισχυμένα κίνητρα μεταξύ διοικητικών στελεχών της θυγατρικής και των μετόχων της και αυξημένο corporate focus (divestiture gains hypothesis).

5. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Οι Schipper και Smith [1986], συγκρίνουν την επίδραση που προκαλεί στην τιμή της μετοχής της μητρικής η ανακοίνωση της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής της στο χρηματιστήριο (equity carve-out) και η ανακοίνωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής της με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering).

Μελετούν ένα δείγμα 76 εταιριών που ανακοίνωσαν carve-out κατά την περίοδο 1965 έως 1983. Συγκεκριμένα, οι μητρικές αυτών ήταν εισηγμένες στο New York Stock Exchange και στο American Stock Exchange και η ανακοίνωση της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο καταχωρήθηκε στον οικονομικό τύπο. Οι δύο υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται το μοντέλο είναι οι εξής: 1) Η εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο συμβάλλει στην καλύτερη αξιολόγησή της από τους επενδυτές και 2) βελτιώνει την αποδοτικότητα των υπαλλήλων.

Οι Schipper και Smith κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο (equity carve-out) συνεπάγεται θετικές αποδόσεις για την τιμή της μετοχής της μητρικής, σε αντίθεση με την ανακοίνωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής με καταβολή μετρητών (seasoned equity offering) που συνεπάγεται αρνητικές αποδόσεις για την τιμή της μετοχής της μητρικής. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές θεωρούν ότι είναι κερδισμένοι εκ των προτέρων όταν υπάρχουν δύο χωριστά χρηματοδοτούμενες εταιρίες στις οποίες βελτιώνεται η αποδοτικότητα των διοικητικών στελεχών και των εργαζομένων, μπορούν να αξιολογήσουν καλύτερα την εταιρία που εισάγεται στο χρηματιστήριο λόγω δημοσίευσης σχετικού πληροφοριακού υλικού και οικονομικών στοιχείων και μπορούν πιο εύκολα να αντληθούν κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων της θυγατρικής.

Χρησιμοποιώντας έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις, διαπίστωσαν ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση της μητρικής από την ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο (carve-out) για την περίοδο των 5 ημερών (-4,0) είναι +1,80% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 3,21$) ενώ η αντίστοιχη απόδοση της μητρικής από την ανακοίνωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής με καταβολή μετρητών (seasoned equity offering) είναι πάνω από -3%.

Οι Slovin και Sushka [1997], εξετάζουν την επίδραση που έχει η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering) στην τιμή της μητρικής και της θυγατρικής επιχείρησης.

Μελετούν ένα δείγμα 37 αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering), στις οποίες τουλάχιστον το 50% του μετοχικού κεφαλαίου ελέγχεται από την μητρική. Συγκεκριμένα, το δείγμα περιλαμβάνει εταιρίες που εισήχθησαν στο New York Stock Exchange, το American Stock Exchange και το Nasdaq από το 1975 έως το 1993. Οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται το μοντέλο είναι οι εξής: 1) Υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μητρικής και θυγατρικής με αποτέλεσμα να υπερισχύουν τα συμφέροντα της πρώτης (the expropriation hypothesis), 2) υπάρχει αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής της εταιρίας που εισάγεται και θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής της εταιρίας που δεν εισάγεται (the adverse selection hypothesis), 3) η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering) είναι μία μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης, τα κεφάλαια της οποίας καταλήγουν σε επενδύσεις για την θυγατρική εταιρία (the growth opportunities hypothesis) και 4) σύμφωνα και με το μοντέλο του Nanda, θα εκδοθούν μετοχές της υπερτιμημένης της εταιρίας από τις δύο και μετά θα πέσει η τιμή της μετοχής αυτής που εισήχθη (the separation hypothesis).

Οι Slovin και Sushka κατέληξαν ότι στην περίπτωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering), υπάρχει αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής της θυγατρικής και θετική επίδραση στην αντίστοιχη της μητρικής. Βέβαια, οι θετικές αποδόσεις είναι μεγαλύτερες από τις αρνητικές, με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της ενοποιημένης επιχείρησης. Τα αποτελέσματά τους συμφωνούν με αυτά του Nanda.

Διαπιστώνουν ότι οι έκτακτες αποδόσεις από την ανακοίνωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών για την περίοδο 2 ημερών (-1,0) είναι αρνητικές -4,06% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 5,78$) για την τιμή της μετοχής της θυγατρικής και θετικές +1,91% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 3,65$) για την τιμή της μετοχής της μητρικής.

Ο Nanda[1991], εξετάζει την επίδραση που έχει η ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών μίας θυγατρικής στο χρηματιστήριο (carve-out) στην τιμή της μετοχής της μητρικής. Στήριξε το μοντέλο του στην υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις που εξετάζουμε δεν μπορούν να καταφύγουν στην χορήγηση δανείων ή σε άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης, παρά μόνο στην πώληση νέων μετοχών.

Το μοντέλο του κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μητρικές εταιρίες που εισάγουν τις θυγατρικές τους στο χρηματιστήριο, δηλαδή καταφεύγουν σε equity carve-out, είναι επιχειρήσεις υποτιμημένες από την αγορά, δεδομένης της ασυμμετρίας πληροφόρησης που υπάρχει και για την αξία της θυγατρικής και για την αξία της ενοποιημένης επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό, η ανακοίνωση ενός equity carve-out λαμβάνεται από τους επενδυτές ως θετικό νέο για την τιμή της μετοχής της μητρικής και αντίθετα ως αρνητικό νέο για την αντίστοιχη της θυγατρικής. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της επίδρασης του carve-out στο πρόβλημα της υποεπένδυσης παρέμειναν αμφίβολα.

Οι Slovin, Sushka και Ferraro [1995], εξετάζουν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής της μητρικής η ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο (equity carve-out). Για να πραγματοποιήσουν τον στόχο τους, εξετάζουν πρώτα την αντίδραση που προκαλείται στην τιμή των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιριών της θυγατρικής από την ανακοίνωση, εισαγωγής των μετοχών της στο χρηματιστήριο (equity carve-out), διανομής των μετοχών της στους μετόχους της μητρικής (spin-off) και πώλησής της σε μία άλλη εταιρία (sell-off).

Μελετούν κατά την περίοδο 1980-1991, ένα δείγμα 32 εταιριών εισηγμένων στο NYSE ή στο AMEX, που έχουν δημοσιεύσει την ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής τους στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal, Moody's, Standard and Poor's Stock Reports, and the National Stock Summary).

Προηγούμενες έρευνες έχουν βρει θετικές αποδόσεις στις ανακοινώσεις για carve-outs, spin-offs και sell-offs.

Οι Slovin, Sushka και Ferraro κατέληξαν ότι οι τιμές των μετοχών των ανταγωνιστικών

εταιριών της θυγατρικής υποχωρούν κατά την ανακοίνωση εισαγωγής της στο χρηματιστήριο (equity carve-out), ανεβαίνουν κατά την ανακοίνωση διανομής των μετοχών της στους μετόχους της μητρικής (spin-off) και παραμένουν σχεδόν αμετάβλητες κατά την ανακοίνωση πώλησής της. Αυτό τους οδήγησε να συμπεράνουν ότι οι μητρικές οδηγούνται σε εισαγωγή της θυγατρικής στο χρηματιστήριο (equity carve-out) όταν θεωρούν πιθανό οι εξωτερικοί επενδυτές να εκτιμήσουν τις μετοχές υψηλότερα από τους ίδιους τους managers, γεγονός που τους βρίσκει σύμφωνους με τους Nanda και Welch και ότι η θετική αντίδραση σε ένα spin-off δείχνει ότι οι επενδυτές δεν ανησυχούν (όπως στην περίπτωση του carve-out) ότι η μητρική θα προχωρήσει σε πιθανή διανομή των μετοχών της θυγατρικής όταν η αξία της είναι υποτιμημένη.

Χρησιμοποιώντας ημερήσιες αποδόσεις και εφαρμόζοντας το υπόδειγμα της αγοράς, κατέληξαν στα εξής αποτελέσματα: η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 2 ημερών (0,1) είναι +1,23% σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($t = 2,32$) για την εισαγωγή των μετοχών θυγατρικής στο χρηματιστήριο (equity carve-out), +1,32% σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($t = 2,46$) για τη διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin-off) και +1,70% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 8,55$) για την πώληση θυγατρικής σε άλλη εταιρία (sell-off).

Οι Allen και McConnell [1998], εξετάζουν την χρηματοοικονομική και λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων που εισάγουν τις θυγατρικές τους στο χρηματιστήριο (carve-out) και αναλύουν τις αποδόσεις που προκύπτουν από την ανακοίνωση εισαγωγής. Για να πραγματοποιήσουν τον στόχο τους, συγκρίνουν τους χρηματοοικονομικούς δείκτες των μητρικών που εισήγαγαν τις θυγατρικές τους στο χρηματιστήριο (carve-out) με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων εταιριών του ίδιου κλάδου.

Μελετούν κατά την περίοδο 1978-1993, ένα δείγμα 188 εταιριών που εισήγαγαν τις μετοχές των θυγατρικών τους εταιριών στο χρηματιστήριο. Δύο είναι οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται το μοντέλο: 1) Η εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής δημιουργεί υπεραξίες για την μητρική και 2) Οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών της μητρικής είναι συνδεδεμένες με την συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, με αποτέλεσμα τα διοικητικά στελέχη να μην προβαίνουν σε εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο, ακόμα κι αν αυτό θα δημιουργήσει οφέλη για τους μετόχους (managerial discretion hypothesis).

Οι Allen και McConnell κατέληξαν ότι οι μητρικές επιχειρήσεις προχωρούν σε εισαγωγή των μετοχών των θυγατρικών τους στο χρηματιστήριο (carve-out) μόνο σε περιπτώσεις που υπάρχει υψηλός δείκτης μόχλευσης ή χαμηλός δείκτης κερδοφορίας και δεν μπορεί η εταιρία να αντλήσει κεφάλαια με διαφορετικό τρόπο. Επίσης, συμπέραναν ότι τα κέρδη από την ανακοίνωση ενός carve-out εξαρτώνται αποκλειστικά από το πώς θα χρησιμοποιηθούν τα κεφάλαια που αντλήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, τα κέρδη για την μετοχή της μητρικής είναι υψηλότερα όταν τα αντληθέντα κεφάλαια χρησιμοποιηθούν για αποπληρωμή δανείων και όχι για επενδυτικούς σκοπούς.

Όταν δεν γίνεται διαχωρισμός του δείγματος, οι μέσες αποδόσεις για την περίοδο των 3 ημερών είναι +2,12% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Όταν το δείγμα διαχωρίζεται σε επιμέρους δείγματα, ανάλογα με τον σκοπό που θα χρησιμοποιηθούν τα αντληθέντα κεφάλαια, διαπιστώνεται ότι οι τιμές των μετοχών των μητρικών εταιριών που θα χρησιμοποιήσουν τα χρήματα της δημόσιας εγγραφής για την αποπληρωμή χρεών παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική αύξηση της τάξεως του +6,63%, σε αντίθεση με τις τιμές αυτών που θα χρησιμοποιήσουν τα χρήματα για επενδυτικούς σκοπούς που παρουσιάζουν πτώση της τάξεως του -0,01%.

Οι Michaely και Shaw [1995], εξετάζουν τα κριτήρια με βάση τα οποία μία επιχείρηση επιλέγει ανάμεσα σε ένα carve-out και σε ένα spin-off.

Μελετούν ένα δείγμα 91 εταιριών που άρχισαν να διαπραγματεύονται στο New York or American Stock Exchanges κατά την περίοδο 1981 έως 1988. Τρεις είναι οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται το μοντέλο: 1) Τα διοικητικά στελέχη επιλέγουν το spin-off αν εκτιμούν την θυγατρική υψηλότερα απ' ότι την εκτιμά η αγορά, 2) οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ανάγκη σε μετρητά προτιμούν το carve-out και 3) οι low-quality επιχειρήσεις επιλέγουν το spin-off, είτε λόγω περιορισμένης πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές είτε λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ διοικητικών στελεχών και εξωτερικών μετόχων.

Προηγούμενες μελέτες έχουν βρει θετικές επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών της μητρικής από την ανακοίνωση τόσο των carve-outs όσο και των spin-offs.

Οι Michaely και Shaw κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο καθοριστικός παράγοντας για την επιλογή μεταξύ carve-out και spin-off είναι η δυνατότητα πρόσβασης στην κεφαλαιαγορά. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς θέτει αυστηρά οικονομικά κριτήρια για την εισαγωγή μίας εταιρίας στο χρηματιστήριο και παράλληλα, τα έξοδα εισαγωγής είναι πολύ υψηλά. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, μητρικές εταιρίες σχετικά μεγάλες, με χαμηλό δανεισμό, υψηλό δείκτη κερδοφορίας και μικρότερο κίνδυνο να καταφεύγουν σε carve-out, ενώ αντίθετα, μητρικές εταιρίες σχετικά μικρές, με υψηλό δανεισμό, χαμηλό δείκτη κερδοφορίας και μεγαλύτερο κίνδυνο να προτιμούν το spin-off. Επίσης, στην περίπτωση του carve-out, η μητρική διατηρεί στην ιδιοκτησία της μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής απ' ό,τι στην περίπτωση ενός spin-off.

Οι μέσες αθροιστικές αποδόσεις των μητρικών εταιριών στην περίπτωση των spin-offs κατά την ημέρα της ανακοίνωσης είναι +2,43% σε σχέση με αυτές στην περίπτωση των carve-outs που είναι +1,20%. Με άλλα λόγια, η αγορά αντιδρά καλύτερα στα spin-offs απ' ό,τι στα carve-outs, γεγονός που επιβεβαιώνει την πρώτη υπόθεση ότι οι επενδυτές θεωρούν υποτιμημένη την αξία των θυγατρικών που καταφεύγουν σε spin-off.

Οι Klein, Rosenfeld και Beranek [1991], εξετάζουν την περίπτωση που η εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο (carve-out) αποτελεί προσωρινή μορφή κεφαλαιακής αναδιοργάνωσης. Θεωρούν ότι ένα carve-out μπορεί να αποτελεί το πρώτο στάδιο μίας διπλής διαδικασίας στην οποία το δεύτερο στάδιο είναι η πώληση του μεριδίου της μητρικής που έχει απομείνει ή η επαναγορά των μετοχών της θυγατρικής.

Μελετούν ένα δείγμα 52 περιπτώσεων carve-out, εταιριών που διαπραγματεύονταν στο NYSE ή στο ASE και δημοσιεύθηκαν στον οικονομικό τύπο κατά την περίοδο 1966 έως 1983.

Οι Klein, Rosenfeld και Beranek κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής η ανακοίνωση του carve-out, εξαρτάται από την φύση του δεύτερου σταδίου. Τα carve-outs που ακολουθούνται από πώληση του μεριδίου της μητρικής που έχει απομείνει έχουν σημαντικά θετικές αποδόσεις ενώ τα carve-outs που ακολουθούνται από επαναγορά των μετοχών της θυγατρικής έχουν μεν θετικές αποδόσεις αλλά όχι στατιστικά σημαντικές. Άρα, η ανακοίνωση ενός carve-out έχει θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής της μητρικής, άποψη

σύμφωνη με αυτή των Schipper και Smith. Επίσης, οι ανακοινώσεις και για πώληση και για επαναγορά έχουν σημαντική θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών των θυγατρικών εταιριών. Βέβαια, αποδεικνύεται ότι αυτά τα κέρδη που προκύπτουν, τελικά αντισταθμίζονται από τις αρνητικές έκτακτες αποδόσεις της θυγατρικής κατά την περίοδο που προηγείται του δεύτερου σταδίου. Τέλος, το γεγονός ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε επαναγορά μετοχών της θυγατρικής έχουν θετική αθροιστική έκτακτη απόδοση και στα δύο στάδια, συμφωνεί με την άποψη ότι τα οφέλη ενός carve-out διατηρούνται ακόμα και όταν η θυγατρική σταματάει να διαπραγματεύεται δημόσια.

Χρησιμοποιώντας ημερήσιες αποδόσεις και εφαρμόζοντας το υπόδειγμα της αγοράς κατάληξαν στο αποτέλεσμα ότι η αθροιστική έκτακτη απόδοση για την μητρική που ανακοινώνει carve-out είναι +2,75% για την περίοδο 5 ημερών (-4,0) σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 3,24$) ενώ αυτή περιορίζεται στο +1,06% για την περίοδο 2 ημερών (-1,0) σε επίπεδο σημαντικότητας 10% ($t = 1,87$).

Ο Vijh [1999], εξετάζει την απόδοση της τιμής των μετοχών των μητρικών εταιριών που έχουν προβεί σε carve-out, 3 χρόνια μετά την ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών των θυγατρικών τους στο χρηματιστήριο. Για να πραγματοποιήσει τον σκοπό του εξετάζει τις μακροπρόθεσμες υπερβάλλουσες αποδόσεις ενός μεγάλου δείγματος carve-outs σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και συγκρίνει πολλά cross-sections των στοιχείων για να γίνουν κατανοητές οι αποδόσεις των carve-outs.

Μελετά ένα δείγμα 628 βιομηχανικών εταιριών, εισηγμένων στο NYSE που προέβησαν σε carve-outs κατά την περίοδο 1981 έως 1995. Πιο συγκεκριμένα, το δείγμα περιλαμβάνει τα carve-outs της περιόδου 1981 έως 1995 που καταγράφηκαν στο Securities Data Company και τα carve-outs της περιόδου 1991 έως 1995 που καταγράφηκαν στο περιοδικό Mergers and Acquisitions.

Ο Vijh κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των μητρικών εταιριών που εισήγαγαν τις θυγατρικές τους στο χρηματιστήριο. Επίσης, συμπεραίνει ότι οι τιμές των μετοχών των θυγατρικών δεν αποδίδουν χαμηλότερα από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς για την τριετία μετά την ανακοίνωση

του carve-out. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την χαμηλή αποδοτικότητα των IPOs και των SEOs. Συγκεκριμένα, οι θυγατρικές μετοχές έχουν κατά μέσο όρο μία ετήσια απόδοση της τάξεως του +14,3% κατά την διάρκεια των 3 πρώτων ετών σε σχέση με +3,4% που έχουν τα IPOs και +4,7% που έχουν τα SEOs σύμφωνα με τους Loughran και Ritter [1995]. Οι εξηγήσεις που δόθηκαν για να ερμηνεύσουν τη διαφορά που προκύπτει είναι ότι οι μητρικές που καταφεύγουν σε carve-outs εστιάζουν σε λιγότερα επιχειρηματικά τμήματα, οι θυγατρικές αποκτούν την ελευθερία να συνεχίσουν τις δικές τους επιχειρηματικές δραστηριότητες - με τις μητρικές βέβαια να εξακολουθούν να κατέχουν σημαντικό μέρος του μετοχικού τους κεφαλαίου - και ότι η απόδοση της θυγατρικής συνδέεται αρνητικά με τον λόγο του offering value προς το parent value. Τέλος, ο Vijh συμπεραίνει ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στην πιθανή μελλοντική λειτουργία όλων των carve-outs.

Οι Myers και Majluf [1984], στηρίζουν το μοντέλο τους σε δύο υποθέσεις: 1) Για να αντλήσει μία επιχείρηση μετρητά ώστε να προβεί σε επενδύσεις εκδίδει μετοχές και 2) τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους, κάτι που γίνεται αντιληπτό και από τις δύο πλευρές (information asymmetry).

Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν με την έρευνα που πραγματοποίησαν είναι τα εξής: 1) Η εξωτερική χρηματοδότηση με δανεισμό είναι προτιμότερη από τα μετρητά, 2) οι επιχειρήσεις, για να διαφυλάξουν τους παλαιούς μετόχους δεν εκδίδουν μετοχές υψηλού κινδύνου ώστε να μην χάσουν επενδυτικές ευκαιρίες (αν και συνολικά οι μέτοχοι επωφελούνται όταν υπάρχουν κεφάλαια για να χρηματοδοτούνται οι επενδυτικές ευκαιρίες που προκύπτουν, 3) οι επιχειρήσεις μπορούν να συγκεντρώσουν χρήματα περιορίζοντας τα μερίσματα όταν υπάρχουν μέτριες επενδυτικές ευκαιρίες ή εκδίδοντας μετοχές σε περιόδους που η πληροφόρηση των διοικητικών στελεχών είναι σχετικά μικρή, 4) αν τα διοικητικά στελέχη έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους και εκδίδουν μετοχές για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις, η τιμή της μετοχής θα πέσει και 5) αν τα διοικητικά στελέχη έχουν σχετικά μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους, η συγχώνευση μίας slack-rich και μίας slack-poor επιχείρησης θα ανεβάσει την αξία της ενοποιημένης επιχείρησης. Γενικά, η είδηση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου δεν γίνεται ευχάριστα αντιληπτή από τους μετόχους για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Οι Cusatis, Miles και Woolridge [1993], εξετάζουν την επίδραση που έχει η ανακοίνωση της διανομής μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin-off) στην τιμή της μετοχής των μητρικών και των spin-offs σε διάστημα 3 ετών από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Μελετούν ένα δείγμα 146 spin-offs που πραγματοποιήθηκαν στο New York Stock Exchange, στο American Stock Exchange και στην εξω-χρηματιστηριακή αγορά κατά την περίοδο 1965 έως 1988.

Προηγούμενες έρευνες εστιάζουν στην μεταβολή της τιμής της μετοχής της μητρικής κατά τη διάρκεια ανακοίνωσης του spin-off, υποτιμώντας έτσι την αξία που δημιουργείται από τα spin-offs.

Οι Cusatis, Miles και Woolridge κατέληξαν ότι μακροπρόθεσμα, υπάρχουν σημαντικά θετικές έκτακτες αποδόσεις για τα spin-offs, τις μητρικές και τις ενοποιημένες μονάδες σε αντίθεση με τις χαμηλές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών (initial public offerings). Επίσης, συμπέραναν ότι τα spin-offs, διαιρώντας μία επιχείρηση σε ξεχωριστά τμήματα και δημιουργώντας αποτελεσματικές ευκαιρίες για μελλοντικούς πλειοδότες, αποτελούν μία μέθοδο μεταφοράς ελέγχου του μετοχικού κεφαλαίου, που δημιουργεί αξία με χαμηλό κόστος.

Με βάση τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν, οι μέσες αποδόσεις των spin-offs είναι: έναν χρόνο μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης +19,9% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 3,60$), δύο χρόνια μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης +52,0% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 5,94$) και τρία χρόνια μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης +76,0% σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($t = 6,23$).

Οι Bazzi, Jalilvand και Switzer [2000], εξετάζουν τη σχέση της δομής του συμβουλίου των διοικητικών στελεχών μίας επιχείρησης με την επιλογή μίας από τις δύο μορφές αναδιοργάνωσης - equity carve-out ή corporate spin-off - ως μία διαδικασία μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης.

Μελετούν τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά και τη δομή των διοικητικών στελεχών ενός δείγματος που περιλαμβάνει 41 equity carve-outs και 30 spin-offs που πραγματοποιήθηκαν την

περίοδο 1988-1992. Τα δεδομένα αποκτήθηκαν από το Lexis Nexis data base και από πληρεξούσια έγγραφα. Το μοντέλο στηρίζεται σε 4 βασικές υποθέσεις: 1)υπάρχουν διαφορές στη σύνθεση, τα χαρακτηριστικά, τον έλεγχο ψήφων και την αποζημίωση στα συμβούλια των διοικητικών στελεχών (board structure hypothesis), 2)η αναδιοργάνωση γίνεται για να ενισχυθεί η εστίαση της προσοχής στο core business (increased focus), 3)οι επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης καθώς και αυτές που έχουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων προτιμούν το equity carve-out από το spin-off (external financing needs and access to capital markets) και 4)τα διοικητικά στελέχη και οι μέτοχοι έχουν διαφορετικές εκτιμήσεις για την αξία της θυγατρικής (information asymmetry).

Οι Bazzi, Jalilvand και Switzer κατέληξαν σε δύο βασικά συμπεράσματα:1)Η δομή των συμβουλίων των equity carve-outs και των spin-offs διαφέρουν σημαντικά στον έλεγχο ψήφων (voting control) και τα σχέδια αποζημίωσης (compensation plans). Συγκεκριμένα, οι διευθυντές των carve-outs έχουν σημαντικά υψηλότερο ποσοστό μετοχών και δικαιωμάτων μετοχών από ότι οι αντίστοιχοι των spin-offs. Επίσης, το ποσοστό μετοχών που κατέχεται από nonaffiliated block holders είναι σημαντικά μεγαλύτερο στα equity carve-outs από ότι στα spin-offs. Και μολονότι δεν υπάρχει σημαντική διαφορά στα outside board memberships των δύο αυτών μορφών αναδιοργάνωσης, τα outside members των spin-offs λαμβάνουν υψηλότερη αποζημίωση (cash compensation)από αυτούς των equity carve-outs. Αυτά είναι συνεπή με την άποψη του Nanda(1991) ότι επιλέγεται το carve-out όταν η μητρική είναι υποτιμημένη και η θυγατρική υπερτιμημένη. 2)Πριν την αναδιοργάνωση, οι επιχειρήσεις που επέλεξαν το equity carve-out είχαν μεγαλύτερες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης, ήταν σημαντικά πιο μοχλευμένες και είχαν χαμηλότερα returns on assets από ότι αυτές που επέλεξαν τα spin-offs.

Διαπιστώνουν ότι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τα spin-offs στην περίοδο 3 ημερών (-1,1) είναι +4,44% ($t = 2,194$) ενώ για τα carve-outs δεν υπάρχουν σημαντικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα για τα spin-offs είναι όμοια με αυτά των Cusatis et al(1993) και Slovin et al(1995).

Οι Hulburt, Miles και Woolridge [2002], εξετάζουν την επίδραση των carve-outs στις ανταγωνιστικές των μητρικών ξεχωρίζοντας δύο περιπτώσεις-υποθέσεις: το divestiture gains hypothesis και το asymmetric information hypothesis.

Μελετούν ένα δείγμα 185 carve-outs στα οποία προέβησαν εταιρίες που διαπραγματεύονταν στο NYSE/AMEX και στο Nasdaq την περίοδο 1981-1994. Με βάση τις υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται το μοντέλο: 1) σύμφωνα με το asymmetric information hypothesis, το carve-out δείχνει ότι η μητρική είναι υποτιμημένη σε σχέση με το carve-out's industry και οι ανταγωνιστικές των μητρικών θα αντιδράσουν θετικά σε αυτό το σημάδι, 2) σύμφωνα με το divestiture gains hypothesis, οι αποδόσεις της εν λόγω ανακοίνωσης θα είναι αρνητικές για τις ανταγωνιστικές των μητρικών καθώς τα carve-outs επιτρέπουν γεγονότα που αυξάνουν τον πλούτο των μητρικών όπως η χρηματοδότηση νέων προγραμμάτων, η δημιουργία αποτελεσματικότερων συμβολαίων μεταξύ μητρικών και θυγατρικών, ενισχυμένα κίνητρα μεταξύ διοικητικών στελεχών της θυγατρικής και μετόχων της και αυξημένο corporate focus.

Οι Hulburt, Miles και Woolridge κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα: 1) Το asymmetric information model προβλέπει θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής της μητρικής, θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής της ανταγωνιστικής της μητρικής και αρνητική αντίδραση στην τιμή της μετοχής της ανταγωνιστικής της θυγατρικής από την ανακοίνωση του equity carve-out. 2) Το divestiture gains hypothesis προβλέπει θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής της μητρικής, αρνητική αντίδραση στην τιμή της μετοχής της ανταγωνιστικής της μητρικής και αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής της ανταγωνιστικής της θυγατρικής από την ανακοίνωση του equity carve-out.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν, διαφέρουν ανάλογα με το αν η μητρική και η θυγατρική βρίσκονται στο ίδιο industry. Αν η μητρική και η θυγατρική είναι σε διαφορετικά industries (cross-industry), η μέση έκτακτη απόδοση για την μητρική είναι +2,10% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Όταν η μητρική και η θυγατρική ανήκουν στο ίδιο industry (own-industry), η μέση έκτακτη απόδοση της μητρικής είναι +0,98%. Επίσης, το τελικό αποτέλεσμα είναι αρνητική επίδραση στην ανταγωνιστική της μητρικής, γεγονός που συμφωνεί με το divestiture gains hypothesis και όχι με το asymmetric information hypothesis. Τα divestiture gains δεν σχετίζονται με το ποσοστό ελέγχου που παρακρατείται από την μητρική.

O Allen [1998], εξετάζει την καινοτομική δομή της εταιρείας Thermo Electron που κατέχει μεγάλο ποσοστό μετοχών σε 11 μονάδες, οι οποίες κατέφυγαν σε carve-out.

Η Thermo Electron, μία εταιρία κατασκευής βιοϊατρικού, ανακυκλωτικού και περιβαλλοντικής παρακολούθησης εξοπλισμού, δημιούργησε μία ‘δορυφορική’ δομή μέσω πολλών carve-outs των μονάδων τις οποίες κατείχε, στηριζόμενη στην άποψη ότι μία διαφοροποιημένη δομή οδηγεί σε χαμηλά κίνητρα και περιορισμένες επενδυτικές αποφάσεις ενώ στις πιο επικεντρωμένες επιχειρήσεις υπάρχει υψηλότερο επενδυτικό κεφάλαιο και πιο εστιασμένη προσοχή από την πλευρά των διοικητικών στελεχών. Έτσι, η Thermo Electron, μία επιχείρηση χαμηλής απόδοσης μέχρι το πρώτο carve-out το 1983, μεταμορφώθηκε σε έναν οργανισμό ικανό να χρησιμοποιεί τις κεφαλαιακές αγορές, να αναπτύσσει νέες τεχνολογίες, να αποκεντρώνει τον έλεγχο και να αυξάνει τον πλούτο. Η στρατηγική του carve-out θεωρείται ο σημαντικότερος παράγοντας που συνέβαλε σε αυτή την μεταμόρφωση, όμως δεν είναι ξεκάθαρο ότι το μοντέλο που εφαρμόστηκε από την Thermo Electron είναι ευρέως εφαρμόσιμο σε άλλες επιχειρήσεις.

Ο Allen κατέληξε σε δύο βασικά συμπεράσματα:1)Τα κέρδη που προκύπτουν εμφανίζονται αρχικά στις carved-out μονάδες, αποτέλεσμα που συμφωνεί με τις θεωρίες για το ότι προκύπτουν κέρδη σε carve-outs όπου οι χαμηλές αμοιβές, τα προβλήματα πληροφόρησης και η περιορισμένη πρόσβαση στις κεφαλαιακές αγορές που επικρατούσαν νωρίτερα οδηγούσαν σε χαμηλότερα κέρδη. Η δημιουργία υψηλών αμοιβών που σχετίζονται με την απόδοση της μονάδας και η κίνηση αποκέντρωσης του ελέγχου λειτουργούν αποτελεσματικά στη δημιουργία κερδών για τους μετόχους τόσο των επιμέρους μονάδων όσο και της Thermo Electron.2)Η μητρική είναι δικαιολογημένα επιτυχής στη δημιουργία κερδών ανεξάρτητα από τα κέρδη που προκύπτουν από την κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών των μονάδων της Thermo Electron.

Η μέση έκτακτη απόδοση των μετοχών όλων των μονάδων για τους πρώτους 12 μήνες είναι 44%. Κατά τον δεύτερο χρόνο και τα επόμενα χρόνια αυτή παρουσιάζει σταθερή αύξηση. Από τα εμπειρικά αποτελέσματα που προκύπτουν καταλήγουμε σε δύο βασικά σημεία:1)οι δείκτες λειτουργικών κερδών προς ενεργητικό, καθαρών πωλήσεων, λειτουργικών κερδών προς πωλήσεις, συνολικού χρέους και κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών αυξήθηκαν σημαντικά μετά την ανακοίνωση του carve-out και 2)η επιχείρηση είναι ικανή να σημειώσει μεγάλη ανάπτυξη τόσο στα κεφάλαια όσο και στις πωλήσεις.

Οι Benveniste, Fu, Seguin και Yu [2000], εξετάζουν την απόδοση της τιμής της μετοχής της μητρικής κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών της θυγατρικής, εκτιμούν το

βαθμό προεξόφλησης της προβλεπόμενης τιμολόγησης σε τιμή μικρότερη από αυτήν της αγοράς και το valuation των θυγατρικών κατά το pre-offering period και μελετούν τους μηχανισμούς του cross-market valuation adjustment ανάμεσα στις δύο δομές της αγοράς. Σε αντίθεση με τις προηγούμενες μελέτες, όπου δεν υπήρχε trading κατά το pre-offer period και αυτό ήταν περιορισμένο κατά την ημερομηνία της δημόσιας εγγραφής, στη συγκεκριμένη μελέτη οι επενδυτές μπορούν να συναλλάσσουν στο non-rationed market μετοχές της μητρικής, η οποία κατέχει σημαντικό τμήμα της θυγατρικής κατά τη διάρκεια αυτής της διαδικασίας.

Μελετούν ένα δείγμα 118 carved-out εταιριών για την περίοδο 1986-1999. Τα χαρακτηριστικά αυτής της μελέτης είναι: Πρώτον, όπως στα παραδοσιακά IPOs, οι μετοχές των θυγατρικών i) δεν διαπραγματεύονται στο pre-IPO period και ii) μπορεί να περιορίζονται από τους underwriters. Όμως, σε αντίθεση με τα τυπικά IPOs, η μητρική τυπικά κατέχει ένα σημαντικό τμήμα της θυγατρικής πριν και μετά το IPO. Επιπλέον, το μερίδιο της θυγατρικής που κατέχει η μητρική πριν από το carve-out αναπαριστά ένα όχι ασήμαντο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων της μητρικής. Σαν αποτέλεσμα, οι αναθεωρήσεις της αξίας της θυγατρικής θα έπρεπε να αντικατοπτρίζονται στην τιμή της δημόσια και μη ελεγχόμενα διαπραγματεύσιμης μητρικής. Αυτή η ύπαρξη ενός μη βεβαρημένου και έμμεσου τρόπου για συμμετοχή στο κεφάλαιο της θυγατρικής ακόμα και κατά τη διάρκεια του pre-IPO market μας επιτρέπει να ανιχνεύσουμε αλλαγές στην αξία της non-traded pre-IPO θυγατρικής έμμεσα μέσω της αξίας της μητρικής. Δεύτερον, και ίσως και πιο σημαντικό, οι μετοχές της μητρικής διαπραγματεύονται ελεύθερα.

Οι Benveniste, Fu, Seguin και Yu ομαδοποίησαν τα τεστ τους σε τέσσερις κατηγορίες και κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα: Στα τεστ της πρώτης κατηγορίας έχουμε 2 αποτελέσματα: 1) Παρατηρούμε θετική και σημαντική απόδοση κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, συγκεκριμένα 9,5% για το δείγμα μας και 2) Η σχέση ανάμεσα στην απόδοση του offer-period και της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης των θυγατρικών είναι θετική και σημαντική. Αυτά τα 2 αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οι αποδόσεις της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης του δείγματος των equity carve-outs έχουν χαρακτηριστικά όμοια με αυτά των παραδοσιακών IPOs. Στα τεστ της δεύτερης κατηγορίας έχουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα: 1) Οι pre-market αποδόσεις τόσο της μητρικής όσο και της θυγατρικής είναι και οικονομικά και οικονομικά πολύτιμες για την πρόβλεψη των αποδόσεων της θυγατρικής

κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, 2) wealth transfer component, 3) Βρίσκουμε μία ισχυρά αρνητική σχέση ανάμεσα στην απόδοση της πρώτης μέρας της μητρικής και της θυγατρικής της. 4) Η τιμολόγηση του carved-out IPO σε τιμή χαμηλότερη από αυτή της αγοράς σχετίζεται με τις αναθεωρήσεις του pre-offer value τόσο της θυγατρικής όσο και της μητρικής. Δηλαδή, οι πιθανοί επενδυτές μπορούν να αναζητήσουν την inherent value και της μητρικής και της θυγατρικής μέσω της τιμολόγησης του carve-out IPO. Στα τεστ της τρίτης κατηγορίας βρίσκουμε ότι οι αποδόσεις της μητρικής κατά την ημερομηνία της δημόσιας εγγραφής της θυγατρικής μπορούν να προβλεφθούν χρησιμοποιώντας την απόδοση της μητρικής και της θυγατρικής πριν από τη δημόσια εγγραφή. Στα τεστ της τέταρτης κατηγορίας καταλήγουμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του IPO και την απόδοση της αγοράς κατά το pre-offer period, άποψη σύμφωνη με αυτή των Ritter and Loughran (2000). Όμως, η συσχέτιση αυτή παραμένει σημαντική αλλά γίνεται αρνητική όταν περιλαμβάνουμε την pre-offer απόδοση της μητρικής στο specification.

Συμπερασματικά, η απόδοση της μητρικής την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης είναι το άθροισμα 3 συστατικών: 1) του ποσοστού α των μετοχών της carved-out θυγατρικής που κατέχεται, 2) των υπολοίπων κατηγοριών πλην της θυγατρικής που κατέχει η μητρική και 3) του wealth transfer component, δηλαδή, της αξίας της θυγατρικής όταν η μητρική προβαίνει σε δημόσια προσφορά της.

6. ΔΕΙΓΜΑ

Στο κεφάλαιο αυτό θα περιγράψουμε το δείγμα που εξετάσαμε και την μέθοδο που εφαρμόσαμε για να μελετήσουμε την επίδραση που προκαλεί η εισαγωγή μίας θυγατρικής στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της ήδη εισηγμένης μητρικής της.

6.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιήσουμε στην έρευνα που ακολουθεί είναι τα εξής:

- Ημερήσιες τιμές των μετοχών των μητρικών εταιριών στο διάστημα 150 εργάσιμων ημερών πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης των αντίστοιχων θυγατρικών έως 10 εργάσιμων ημερών μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης, δηλαδή στο διάστημα (-150,+10). Τα δεδομένα αυτά πήραμε από τη βάση δεδομένων Effect Finance του Πανεπιστημίου Πειραιά.
- Ημερήσιες τιμές του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών των ετών 1987 έως 2003. Για κάθε ανακοίνωση, θα χρησιμοποιήσουμε εκείνη την περίοδο τιμών του γενικού δείκτη που περιλαμβάνει 150 ημέρες πριν και 10 μέρες μετά την ανακοίνωση εισαγωγής της θυγατρικής. Και αυτά τα δεδομένα προέκυψαν από τη βάση δεδομένων Effect Finance του Πανεπιστημίου Πειραιά.
- Ημερομηνίες εισαγωγής των θυγατρικών εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από το Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1987 έως το τρέχον έτος.
- Μετοχικές συνθέσεις των θυγατρικών εταιριών που περιλαμβάνονται στο προς εξέταση δείγμα. Εδώ, τα δεδομένα αντλήσαμε από τα ενημερωτικά δελτία εισαγωγής των θυγατρικών εταιριών.

6.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Θεωρητικά, οι βασικές υποθέσεις που θέλουμε να ελέγξουμε είναι οι ακόλουθες:

- $H_0 : EA = 0$

Βασική υπόθεση: Η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος είναι μηδενική.

- $H_1 : EA \neq 0$

Εναλλακτική υπόθεση: Η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος είναι διάφορη του μηδενός.

Όπου EA είναι η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος.

6.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Στην μελέτη που ακολουθεί περιλαμβάνονται όλες οι εισαγωγές θυγατρικών εταιριών στο χρηματιστήριο από μητρικές ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, που πραγματοποιήθηκαν από την 1^η Ιανουαρίου 1987 έως 31 Μαρτίου 2003. Το δείγμα περιλαμβάνει την εισαγωγή θυγατρικών εταιριών τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά. Τα κριτήρια που πρέπει να πληροί μία εταιρία για να θεωρείται θυγατρική έχουν ήδη αναλυθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο. Από το αρχικό δείγμα που βρέθηκε, δεν συμπεριλήφθησαν οι εταιρίες για τις οποίες δεν βρέθηκαν τιμές μετοχών για το διάστημα (-150,+10). Στις πηγές των στοιχείων της έρευνας που αναφέραμε παραπάνω πρέπει να συμπεριλάβουμε και τον ελληνικό ημερήσιο και εβδομαδιαίο οικονομικό τύπο.

Την περίοδο που εξετάζουμε πραγματοποιήθηκαν συνολικά 47 εισαγωγές θυγατρικών εταιριών από μητρικές που διαπραγματεύονταν ήδη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο πίνακας που ακολουθεί (Πίνακας 2) παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό εισαγωγής θυγατρικών εταιριών στο χρηματιστήριο της περιόδου 1987 έως 2003. Αναλύοντας τον πίνακα, παρατηρούμε ότι τα πρώτα χρόνια της μελέτης μας, ο αριθμός εισαγωγής θυγατρικών παρέμενε σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η άνοδος αρχίζει το 1994 και με εξαίρεση την πτώση της διετίας 1997-1998, κορυφώνεται το 1999 και 2000, δύο έτη κατά τα οποία το ελληνικό χρηματιστήριο γνώρισε ιδιαίτερη άνθηση και ο γενικός δείκτης του παρουσίασε την μεγαλύτερη άνοδο όλων των εποχών. Στα έτη που ακολούθησαν, οι εισαγωγές θυγατρικών εταιριών παρουσίασαν σημαντική πτώση. Εύκολα, λοιπόν, συμπεραίνουμε ότι η πορεία εισαγωγής θυγατρικών εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι, ως ένα βαθμό, ανάλογη της πορείας του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου.

Στη συνέχεια, θα παρακολουθήσουμε την εισαγωγή θυγατρικών εταιριών κατά χρηματιστηριακό κλάδο. Από τον Πίνακα 3, παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που εισήχθησαν καλύπτουν τους περισσότερους κλάδους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Αξίζει μόνο να παρατηρήσουμε ότι έχουμε τρεις κλάδους με περισσότερες από δύο συμμετοχές. Πιο συγκεκριμένα, είναι ο κλάδος Λιανικού Εμπορίου με 4 εισαγωγές, ο κλάδος Βασικών Μετάλλων με 6 συμμετοχές και ο κλάδος Πληροφορικής με τον υψηλότερο αριθμό συμμετοχών, δηλαδή 9.

Συγκρίνοντας τον αριθμό των μητρικών εταιριών με τον αριθμό των θυγατρικών εταιριών που περιλαμβάνονται στο δείγμα, παρατηρούμε ότι ο πρώτος αριθμός είναι μικρότερος από το δεύτερο. Έτσι, έχουμε 36 μητρικές που εισήγαγαν 47 θυγατρικές τους. Αυτό σημαίνει ότι κάποιες μητρικές εισήγαγαν περισσότερες από μία θυγατρικές. Παρατηρώντας τον πίνακα που ακολουθεί (Πίνακας 4), βλέπουμε ότι τα $\frac{3}{4}$ των μητρικών έχουν εισάγει μόνο μία εταιρία. Από δύο έως τρεις εταιρίες έχουν εισάγει 8 μητρικές. Η Alpha Τράπεζα έχει εισάγει 5 θυγατρικές, ενώ στην κορυφή βρίσκεται η Βιοχάλκο με εισαγωγή 6 θυγατρικών εταιριών που είναι και ο μέγιστος αριθμός.

Έπειτα, περνάμε στο ποσοστό συμμετοχής των μητρικών και των κυρίων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών τους. Από τον Πίνακα 5 προκύπτει ότι οι περισσότερες μητρικές κατέχουν ένα ποσοστό των θυγατρικών τους που κυμαίνεται από 35% έως 45% και μόνο μία έχει ποσοστό συμμετοχής μεγαλύτερο από 85% στη θυγατρική της.

Κατά την περίοδο 1987-2003 πραγματοποιήθηκαν 51 εισαγωγές θυγατρικών εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στο δείγμα μας, όμως, δεν περιλαμβάνονται οι: Δικ. Δανηλίδη, Μοχλός, Μουριάδης και Αστήρ Παλλάς για τις οποίες δεν μπορέσαμε να συγκεντρώσουμε τιμές μετοχών για το διάστημα (-150, +10).

Πιο συγκεκριμένα, οι μητρικές εταιρίες των οποίων οι θυγατρικές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο που εξετάζουμε περιλαμβάνονται στον Πίνακα 6.

Οι θυγατρικές εταιρίες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο που εξετάζουμε περιλαμβάνονται στον Πίνακα 7.

7. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

7.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) των Brown και Warner [1983] και [1985] εξετάζεται η επίδραση στην τιμή των μετοχών από την ανακοίνωση πραγματικής αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με την χρήση δικαιωμάτων προτίμησης κατά την ημέρα ανακοίνωσης, αφού μόνο κατά την ημέρα αυτή μεταδίδονται νέες πληροφορίες.

Οι ανακοινώσεις που μας ενδιαφέρουν είναι οι ακόλουθες:

- i) Η ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων και στην οποία αναφέρεται σαν θέμα η πραγματική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου
- ii) Η ημερομηνία συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου που αποφάσισε να προτείνει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

Για να εκτιμήσουμε την επίδραση στην τιμή της μετοχής από την σχετική ανακοίνωση, συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις με τις ‘κανονικές’ ή ‘αναμενόμενες’ αποδόσεις. Οι ‘κανονικές’ ή ‘αναμενόμενες’ αποδόσεις, που λαμβάνονται ως μέτρο σύγκρισης, μπορούν να υπολογιστούν με τρεις μεθόδους:

- Το υπόδειγμα της αγοράς
- Το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης
- Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης.

Στη συνέχεια, υπολογίζουμε τις έκτακτες αποδόσεις και κατόπιν, εφαρμόζουμε τις κατάλληλες στατιστικές μεθόδους για ελέγξουμε πόσο σημαντικές είναι οι έκτακτες αποδόσεις.

7.2. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΝΕΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Για να εκτιμήσουμε την επίδραση στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης την ημέρα που ανακοινώνεται η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να εξουδετερώσουμε τις μεταβολές που προκαλούνται από γεγονότα που δεν σχετίζονται με την συγκεκριμένη ανακοίνωση.

Η μεταβολή της τιμής της μετοχής που οφείλεται που οφείλεται στην ανακοίνωση είναι η διαφορά μεταξύ πραγματικής απόδοσης της μετοχής i κατά την ημέρα t [R_{it}] και αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής i κατά την ημέρα t [$E(R_{it})$], δηλαδή της απόδοσης που θα είχε η μετοχή αν δεν γινόταν η ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Αυτή η διαφορά ονομάζεται μη αναμενόμενη ή έκτακτη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και συμβολίζεται:

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

7.3. ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Για να υπολογιστεί η έκτακτη απόδοση, e_{it} , των μετοχών σε ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών πρέπει να προσδιοριστεί το $E(R_{it})$, δηλαδή, η μη παρατηρηθείσα αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t .

Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει ότι οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με τη διαδικασία:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

Όπου:

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, N$$

R_{it} = η απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

R_{mt} = η απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς την ημέρα t

$$\beta_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$$

$$\alpha_i = E(R_{it}) - \beta_i E(R_{mt})$$

e_{it} = υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t που έχει κανονική κατανομή και μέσο μηδέν (0). Επίσης, υποθέτουμε ότι η διακύμανση του e_{it} είναι σταθερή διαμέσου του χρόνου.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς R_{mt} είναι δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ δεν χρησιμοποιούμε τον Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ που δεν περιλαμβάνει τα διανεμηθέντα μερίσματα και τις καθημερινές συναλλαγές αρκετών μετοχών αλλά παίρνουμε τον Δείκτη Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς – έναν δείκτη συνολικής χρηματιστηριακής απόδοσης που δεν παρουσιάζει τα προηγούμενα μειονεκτήματα.

Ο συντελεστής β της μετοχής i είναι το μέτρο ευαισθησίας της μετοχής στις μεταβολές της αγοράς και ορίζεται ως το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής i με αυτή της αγοράς διά την διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.



Για κάθε μετοχή του δείγματος υπολογίζουμε τους συντελεστές \hat{a}_i και \hat{b}_i εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ R_{it} και R_{mt} (με 150 ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 50 μέρες πριν την ανακοίνωση της Γενικής Συνέλευσης – δηλαδή εκτός του event period).

Αφού υπολογίσουμε τους συντελεστές \hat{a}_i και \hat{b}_i , η εξίσωση (2) παίρνει την μορφή:



$$\hat{e}_{it} = R_{it} - [\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt}] \quad (3)$$

Δηλαδή, η έκτακτη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t , \hat{e}_{it} προκύπτει αν αφαιρέσουμε από την πραγματοποιηθείσα απόδοση R_{it} την κανονική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t [$\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt}$]. Και η συνολική απόδοση της μετοχής i , R_{it} αποτελείται από την απόδοση της αγοράς και από ένα μέρος που εξαρτάται από τη συγκεκριμένη επιχείρηση.

Αφαιρώντας το [$\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt}$] από το R_{it} εξουδετερώνεται η επίδραση των μεταβολών της αγοράς αλλά όχι και η επίδραση που προκαλείται στις τιμές από γεγονότα εκτός της ανακοίνωσης αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Για να γίνει αυτό, χρησιμοποιείται ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών στο δείγμα. Για κάθε μια από τις 61 μέρες που αποτελούν το event period

υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση \overline{ARt} του δείγματος κατά την ημέρα t ως ακολούθως:

$$\overline{ARt} = \overline{e_t} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{e}_{it}}{N}$$

Όπου:

$t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$ και

$N =$ ο αριθμός μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη μέρα.

Ο διαστρωματικός μέσος όρος εξουδετερώνει τις μεταβολές που αναφέρονται στην επιχείρηση (firm specific) αλλά δεν σχετίζονται με το γεγονός που ερευνάται διότι δε συνέβη την ίδια χρονική στιγμή και για τις N μετοχές του δείγματος.

Η ανάλυση των έκτακτων αποδόσεων ολοκληρώνεται με τον υπολογισμό των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Abnormal Returns) για τις μέρες t_1 έως t_2 στην περίοδο των γεγονότων ($t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$). Δηλαδή, η μέρα που γίνεται η ανακοίνωση είναι η ημέρα 0. Η περίοδος πριν την ανακοίνωση καλύπτει 50 μέρες και η περίοδος μετά την ανακοίνωση καλύπτει 10 μέρες.

Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων για τις N μετοχές του δείγματος από την ημέρα t_1 έως την ημέρα t_2 δίνεται από τον τύπο:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR} \quad (5)$$

Ειδικότερα, ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δύο ημερών είναι αναγκαίος εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Η περίοδος $t=0$ είναι η μέρα που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πληροφορία για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι πληροφορίες δίνονται στην εφημερίδα την προηγούμενη μέρα ($t=-1$) και δημοσιεύονται την επομένη. Αν μια ανακοίνωση αύξησης δοθεί στην εφημερίδα πριν το τέλος των συναλλαγών τότε η αντίδραση της αγοράς στις πληροφορίες προηγείται της δημοσίευσης κατά μία ημέρα ενώ αν δοθεί μετά το τέλος αυτών η αγορά θα αντιδράσει την

επομένη ($t=0$). Επομένως, υπάρχει 'ημέρα ανακοίνωσης δύο ημερών' ($t=-1,0$). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών για την μετοχή i είναι:

$$CAR(-1,0) = \overline{AR}_{-1} + \overline{AR}_0$$

7.4. ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Αφού υπολογίσουμε τις μέσες έκτακτες αποδόσεις, θα ελέγξουμε τη στατιστική σπουδαιότητά τους. Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστώσουμε αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις \overline{AR}_t και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις $[CAR(t_1, t_2)]$ είναι ίσες με μηδέν πραγματοποιείται, αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών t (t-statistics):

$$\text{Στατιστικός } t(AR) = \frac{\overline{AR}}{S(AR)}$$

$$\text{Στατιστικός } t = \frac{CAR}{\sqrt{T} \cdot S(AR)}$$

Όπου:

$S(AR)$ = η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 μέρες από την περίοδο $t=200$ έως την περίοδο $t=51$ σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης $t=0$ και

$T = t_2 - t_{1+1}$ όπου t_1 είναι η πρώτη μέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CAR και t_2 η τελευταία μέρα.

7.5 ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΈΛΕΓΧΟΙ J

7.5.1 ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΈΛΕΓΧΟΙ

Για να ελέγξω αν το event οδήγησε σε υπερβολικές αποδόσεις της μετοχής σχηματίζω τη στατιστική J_0 . Η στατιστική αυτή αποτελεί έναν έλεγχο για κάθε μετοχή ξεχωριστά.

$$J_0 = \frac{CAR}{\sqrt{L_2 \cdot \hat{S}_{ei}}}$$

Όπου:

CAR_i = η σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση της κάθε μετοχής i

L_2 = ο αριθμός παρατηρήσεων στο event window

\hat{S}_{ei} = η τυπική απόκλιση

Αρχικά, θα κάνω δίπλευρο έλεγχο:

Αν $|J_0| > 1.96$, απορρίπτω την

H_0 = το event δεν οδήγησε σε υπερβολικές αποδόσεις
σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Επίσης, κάνουμε και τον μονόπλευρο έλεγχο:

$H_0: CAR_i \geq 0$

$H_1: CAR_i < 0$. Δηλαδή, η ανακοίνωση οδήγησε σε στατιστικά θετικές έκτακτες αποδόσεις. Αν $J_0 < -1.645$ απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Τέλος, θα κάνουμε και τον ακόλουθο μονόπλευρο έλεγχο:

$H_0: CAR_i \leq 0$

$H_1: CAR_i > 0$. Δηλαδή, η ανακοίνωση οδήγησε σε στατιστικά αρνητικές έκτακτες αποδόσεις. Αν $J_0 > 1.645$ απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Στη συνέχεια, υπολογίζοντας τα J_1 και J_2 , θα ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα της επίδρασης του event στις αποδόσεις όλων των μετοχών κατά μέσο όρο.

$$J_1 = \frac{\overline{CAR}}{\sqrt{s^2}}$$

Όπου:

$$\overline{CAR} = \sum_{i=T_1+1}^{T_2} \overline{AR}$$

$$s^2 = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N s_i^2$$

N = ο αριθμός των μετοχών

$$J_2 = \left(\frac{N(L-1-4)}{L-2} \right) \cdot \overline{SCAR}$$

Όπου:

N = ο αριθμός των μετοχών

L_1 = ο αριθμός παρατηρήσεων στο estimation window

$$\overline{SCAR} = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N j_i$$

Τόσο στο J_1 όσο και στο J_2 θα κάνουμε και δίπλευρο και μονόπλευρο έλεγχο, ενώ οι περιοχές απόρριψης θα είναι ίδιες με το J_0 . Δηλαδή:

Θα απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση όταν $|j_1| > 1.96$ στον δίπλευρο έλεγχο και $J_1 < -1.645$ ή $J_1 > 1.645$ στον μονόπλευρο έλεγχο.

Επίσης, θα απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση όταν $|j_2| > 1.96$ στον δίπλευρο έλεγχο και $J_2 < -1.645$ ή $J_2 > 1.645$ στον μονόπλευρο έλεγχο.

7.5.2 ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Οι έλεγχοι J_0 , J_1 και J_2 είναι παραμετρικοί, δηλαδή, βασίζονται σε μία υπόθεση σχετικά με την κατανομή των αποδόσεων. Ο πιο γνωστός μη παραμετρικός έλεγχος είναι ο J_3 .

Αν η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι 0, τότε 50% των παρατηρήσεων είναι μεγαλύτερες του μηδενός και 50% των παρατηρήσεων είναι μικρότερες του μηδενός.

$$H_0: \rho = 0.5$$

$$H_1: \rho \neq 0.5$$

$$\text{Ορίζω: } \rho = \Pr(\text{CAR} \geq 0)$$

Δηλαδή, θα χρησιμοποιήσω τον μη παραμετρικό έλεγχο J_3 για να ελέγξω την H_0 : ότι η πιθανότητα να είναι θετικές οι υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι 0.5.

Εφαρμόζουμε το J_3 για κάθε μετοχή χωριστά και για όλες τις μετοχές κατά μέσο όρο.

Για κάθε μετοχή χωριστά:

$$J_3 = \left(\frac{L_2^+}{L_2} - 0.5 \right) \cdot \frac{\sqrt{L_2}}{0.5}$$

Όπου:

L_2 : $(T_2 - T_1)$ παρατηρήσεις

L_2^+ : αριθμός $\overline{AR} > 0$

Για όλες τις μετοχές κατά μέσο όρο:

$$J_3 = \left(\frac{N^+}{N} - 0.5 \right) \cdot \frac{\sqrt{N}}{0.5}$$

Όπου:

N : ο αριθμός των παρατηρήσεων

N^+ : αριθμός $CAR_i > 0$.

Αρχικά, κάνουμε τον δίπλευρο έλεγχο. Δηλαδή, θα απορριφθεί η H_0 αν $\left| j_3 \right| > 1.96$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Τέλος, θα κάνουμε και τους ακόλουθους μονόπλευρους ελέγχους :

$H_0 : \rho \geq 0.5$

$H_1 : \rho < 0.5$

Θα απορριφθεί η H_0 αν $J_3 < -1.645$ σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%.

$H_0 : \rho \leq 0.5$

$H_1 : \rho > 0.5$

Θα απορριφθεί η H_0 αν $J_3 > 1.645$ σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%.

8. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

8.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της μεθόδου Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (event study methodology) των Brown και Warner [1983] και [1985] που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Στον πίνακα που ακολουθεί (Πίνακας 8), παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΕΑ), οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΑΕΑ), οι συντελεστές t-statistics των μέσων έκτακτων αποδόσεων $t[ΕΑ]$ και οι συντελεστές t-statistics των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων $t[ΑΕΑ]$ για τις θυγατρικές εταιρίες του δείγματος, που εισήχθησαν, δηλαδή, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1987-2003. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΕΑ) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΑΕΑ) είναι εκείνες που αναφέρονται στην περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο.

Από τον Πίνακα 8, προκύπτει ότι κατά την περίοδο -5 και -2 , δηλαδή πέντε και δύο μέρες πριν από την ημερομηνία εισαγωγής οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι θετικές και συγκεκριμένα $+0.0543165\%$ και $+0.00004264\%$ αντίστοιχα. Ωστόσο, είναι και οι δύο στατιστικά ασήμαντες. Κατά την ημέρα εισαγωγής στο χρηματιστήριο υπάρχει θετική έκτακτη απόδοση $+0.0675435\%$, που είναι όμως και αυτή στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Όσον αφορά στην περίοδο μετά την ημερομηνία εισαγωγής, έχουμε αρνητικές έκτακτες αποδόσεις τις ημέρες $+1$ έως $+7$ ενώ θετικές έκτακτες αποδόσεις εμφανίζονται τις ημέρες $+8$, $+9$ και $+10$. Δηλαδή, οχτώ, εννέα και δέκα μέρες μετά την ημερομηνία εισαγωγής οι έκτακτες αποδόσεις είναι $+0.035851\%$, $+0.1235121\%$ και $+0.089198\%$ αντίστοιχα. Βέβαια, και αυτές είναι στατιστικά ασήμαντες. Έπειτα, οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις είναι όλες αρνητικές και στατιστικά ασήμαντες σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας.

8.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΩΝ ΕΛΕΓΧΩΝ

Τα αποτελέσματα εμφανίζονται συνοπτικά στους Πίνακες 9 και 10 του Παραρτήματος.

8.2.1 ΔΙΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_0

Διενεργώντας δίπλευρο έλεγχο για το J_0 , ελέγχουμε αν $|J_0| > 1.96$. Όταν ισχύει αυτό απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αυτό συμβαίνει σε 9 από τις 55 μετοχές, δηλαδή, σε ποσοστό 16.363636%, όπως βλέπουμε στον Πίνακα 11.

8.2.2 ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_0

Στα πλαίσια του μονόπλευρου ελέγχου, απορρίπτουμε την H_0 , αν $J_0 < -1.645$ ή αν $J_0 > 1.645$. Στη συγκεκριμένη περίπτωση το πρώτο ισχύει σε 10 από τις 55 μετοχές, δηλαδή, σε ποσοστό 18.181818% και το δεύτερο ισχύει σε 2 από τις 55 μετοχές, δηλαδή, σε ποσοστό 3.636363%, όπως βλέπουμε στον Πίνακα 12.

8.2.3 ΔΙΠΛΕΥΡΟΣ ΚΑΙ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_1

Στα πλαίσια του δίπλευρου ελέγχου, απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, αφού $|J_1| > 1.96$. Επίσης, στα πλαίσια του μονόπλευρου ελέγχου απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, αφού $J_1 < -1.645$, όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 13.

8.2.4 ΔΙΠΛΕΥΡΟΣ ΚΑΙ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_2

Στα πλαίσια του δίπλευρου και του μονόπλευρου ελέγχου, δεν απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, αφού δεν πληρείται κανένα κριτήριο, όσον αφορά στις περιοχές απόρριψης. Τα αποτελέσματα εμφανίζονται στον Πίνακα 14.

8.2.5 ΔΙΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_3 ΚΑΘΕ ΜΕΤΟΧΗΣ

Διενεργώντας δίπλευρο έλεγχο για το J_3 , ελέγχουμε αν $|J_3| > 1.96$. Όταν ισχύει αυτό απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αυτό συμβαίνει σε 13 από τις 55 μετοχές, δηλαδή, σε ποσοστό 23.636363%, όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 15.

8.2.6 ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_3 ΚΑΘΕ ΜΕΤΟΧΗΣ

Στα πλαίσια του μονόπλευρου ελέγχου, απορρίπτουμε την H_0 , αν $J_3 < -1.645$ ή αν $J_3 > 1.645$. Στη συγκεκριμένη περίπτωση το πρώτο ισχύει σε 20 από τις 55 μετοχές, δηλαδή, σε ποσοστό 36.363636% και το δεύτερο δεν ισχύει για καμία μετοχή. Πίνακας 16.

8.2.7 ΔΙΠΛΕΥΡΟΣ ΚΑΙ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΣ ΈΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ J_3 ΚΑΤΑ ΜΕΣΟ ΌΡΟ

Στα πλαίσια του δίπλευρου και του μονόπλευρου ελέγχου, δεν απορρίπτουμε την H_0 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, αφού δεν πληρείται κανένα κριτήριο, όσον αφορά στις περιοχές απόρριψης. Πίνακας 17

9. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μελέτη που προηγήθηκε ασχολείται με την εισαγωγή θυγατρικών εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από μητρικές εταιρίες ήδη εισηγμένες. Η έντονη εμφάνιση του φαινομένου αυτού (carve-out) τόσο στην αμερικάνικη όσο και στην ελληνική οικονομία κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας αποτέλεσε το εναρκτήριο λάκτισμα για τη διενέργεια της έρευνας αυτής. Αφού ορίστηκε η σχέση μητρικής – θυγατρικής επιχείρησης και παρουσιάστηκαν οι διάφορες εναλλακτικές μορφές της, παρουσιάστηκε η διαδικασία εισαγωγής μίας εταιρίας στο ελληνικό χρηματιστήριο. Ακολούθησε η ανάλυση μελετών του εξωτερικού με θέμα την εισαγωγή θυγατρικών στο χρηματιστήριο από ήδη εισηγμένες μητρικές. Στις συγκεκριμένες μελέτες αναφέρονται οι ωφέλειες που απορρέουν για την μητρική από την εισαγωγή της θυγατρικής της και ταυτόχρονα γίνεται σύγκριση με τις ωφέλειες που προκύπτουν από την επιλογή άλλων μορφών κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης όπως η διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin-off), η πώληση μίας θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση (asset sell-off) και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών (seasoned equity offering). Βασικό σημείο της έρευνας αποτέλεσε η διερεύνηση των επιπτώσεων της εισαγωγής της θυγατρικής εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην τιμή της μετοχής της μητρικής κατά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Για να εξεταστεί η αντίδραση των επενδυτών στο γεγονός της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο ελληνικό χρηματιστήριο χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων των Brown και Warner και ελέγξαμε την στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων που προέκυψαν.

Όλες οι ξένες μελέτες αποφαίνονται ότι η επίπτωση που έχει η εισαγωγή της θυγατρικής στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της μητρικής – τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα - είναι θετική. Αυτό έρχεται σε αντιδιαστολή με το πόνημα της δικής μας έρευνας. Σύμφωνα με αυτήν, στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής των ήδη εισηγμένων μητρικών που εισάγουν τις θυγατρικές τους προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής.

Η πλήρης αντίθεση που υπάρχει στο αποτέλεσμα της δικής μας έρευνας και σε εκείνες που πραγματοποιήθηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής καταδεικνύει την διαφορετική αντίδραση των Ελλήνων επενδυτών σε σχέση με αυτούς του εξωτερικού από την ανακοίνωση ενός carve-out.

Η διαφορά αυτή οφείλεται κατά πάσα πιθανότητα στο γεγονός ότι αρκετές από τις εταιρίες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δεν ανήκαν άμεσα στη μητρική, αλλά ένα σημαντικό ποσοστό των μετοχών τους ανήκε σε φυσικά πρόσωπα που συνδέονταν με τη μητρική. Μία δεύτερη πιθανή εξήγηση ενδεχομένως να αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια επικρατεί σε παγκόσμιο επίπεδο η τάση συγκέντρωσης δραστηριοτήτων με σκοπό την μείωση του κόστους και την αύξηση των κερδών μέσω μεγαλύτερων συνεργιών και οικονομιών κλίμακος.

Το τελικό, επομένως, συμπέρασμα είναι ότι ως επενδυτές μας συμφέρει να επιλέγουμε τις μετοχές των θυγατρικών εταιριών που πρόκειται να εισαχθούν και όχι των μητρικών των οποίων οι θυγατρικές πρόκειται να αρχίσουν να διαπραγματεύονται. Στην πρώτη περίπτωση προκύπτουν έκτακτες αποδόσεις ενώ δε συμβαίνει το ίδιο και στη δεύτερη περίπτωση.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1**ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ****ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ (CARVE-OUT), ΔΙΑΝΟΜΗΣ****ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ (SPIN-OFF), ΠΩΛΗΣΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΣΕ****ΑΛΛΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ (SELL-OFF) ΚΑΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ (SEO) ΣΤΙΣ ΗΠΑ.**

ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΜΕ	CARVE-OUT	SPIN-OFF	SELL-OFF	SEASONED EQUITY OFFERING
Allen and Mc Connell (1998)	1978-1993	+2,12% over the 3-day period			
Cusatis, Miles and Woolridge (1993)	1965-1988		+76,0% over the 3- year period		
Klein, Rosenfeld and Beranek (1991)	1966-1983	+1,06% over the 2-day period			
Michaely and Shaw (1995)	1981-1988	+1,20% (day of announce ment)	+2,43% (day of announcem ent)		
Myers and Majluf (1984)					Αρνητική επίπτωση

Nanda (1991)		Θετική επίπτωση			
Schipper and Smith (1986)	1965-1983	+1,80% over the 5-day period			Around -3,0% over the 5-day period
Slovin and Sushka (1997)	1975-1993				+1,91% over the 2-day period
Slovin, Sushka and Ferraro (1995)	1980-1991	+1,23% over the 2-day period	+1,32% over the 2-day period	+1,70% over the 2-day period	
Vijh (1999)	1981-1995	+14,3% average annual return for the first 3 years			
Bazzi, Jalilvand and Switzer (2000)		Μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις	+4.44% over the 3-day period		
Hulburt, Miles and Woolridge (2002)		+2.10%			
Allen (1998)		+44% for the first 12 months			

Benveniste, Fu, Seguin and Yu (2000)		+9.5% for the first day			
--	--	--	--	--	--

ΠΙΝΑΚΑΣ 2		
ΕΤΗΣΙΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1987-2003		
ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ	ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
1987	1	
1988	0	
1989	0	
1990	0	
1991	1	
1992	0	
1993	2	
1994	7	
1995	4	
1996	6	
1997	1	
1998	2	
1999	8	
2000	9	
2001	2	
2002	3	
2003	1	
ΣΥΝΟΛΟ	47	

Πηγή: Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο του Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3	
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1987-2003	
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ	1
ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ	1
ΕΚΔΟΣΕΙΣ-ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	1
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	4
ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ	1
ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ	1
ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	1
ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	6
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	4
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	2
ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ	1
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ	
ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	1
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	9
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	2
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ	1
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	
ΧΗΜΙΚΑ	1
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΥΓΕΙΑΣ	1
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ	2
ΚΛΩΣΤΟΪΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	1
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1
ΚΑΛΩΔΙΑ	1

ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	1
ΣΥΝΟΛΟ	47
Πηγή: Εβδομαδιαίος οικονομικός τύπος	

ΠΙΝΑΚΑΣ 4	
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΙΚΩΝ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ ΟΙ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΙΣΗΧΘΗΣΑΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1987-2003	
Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν μόνο μία θυγατρική εταιρία	26
Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν πάνω από μία θυγατρική εταιρία	8
Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν πάνω από τέσσερις θυγατρικές εταιρίες	2
Μέγιστος αριθμός θυγατρικών εταιριών που εισήχθησαν από μία μητρική εταιρία	6
Σύνολο μητρικών εταιριών	36
Πηγή: Ενημερωτικά δελτία εταιριών	

ΠΙΝΑΚΑΣ 5	
ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΩΝ ΜΗΤΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΥΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΩΝ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ	
Ποσοστό συμμετοχής	Αριθμός θυγατρικών
<20%	7
>20%	4
>35%	11
>45%	7
>55%	6
>65%	6
>75%	5
>85%	1

Πηγή: Ενημερωτικά δελτία εταιριών

ΠΙΝΑΚΑΣ 6	
ΜΗΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ ΟΙ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΙΣΗΧΘΗΣΑΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΜΕ	
Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
1	ALPHA BANK
2	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
3	ΕΤΜΑ
4	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΒΕΝΤΤΕ
5	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ
6	ΒΙΟΧΑΛΚΟ
7	ALTEC
8	ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ
9	ΦΟΥΡΛΗΣ
10	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ
11	ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ
12	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
13	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ
14	ΙΝΤΡΑΚΟΜ
15	ΔΕΛΤΑ SINGULAR
16	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
17	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ
18	ELMEC SPORT
19	SPORTSMAN
20	ECON
21	ΑΚΤΩΡ
22	ΣΑΝΥΟ
23	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
24	INFO-QUEST
25	VODAFONE
26	3E
27	ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ
28	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
29	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ

30	ΧΑΛΚΟΡ
31	ΔΟΛ
32	ΟΤΕ
33	ΟΙΝΕΡΓΑ
34	ΕΤΕΒΑ
35	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
36	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 7	
ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΕΙΣΗΧΘΗΣΑΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΜΕ	
Α/Α	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
1	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
2	ALPHA FINANCE
3	ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ
4	ALPHA LEASING
5	SPACE HELLAS ΑΕ
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING
7	ΕΛΛΑΤΕΞ
8	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ
9	ΙΑΤΡΙΚΟ ΠΑΛΑΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ
10	ΕΛΒΑΛ
11	ΕΤΕΜ
12	ΣΙΔΕΝΟΡ
13	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ
14	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ
15	ΧΑΛΚΟΡ
16	FITCO
17	SYSWARE
18	MICROLAND
19	UNISOFT
20	ΑΛΤΕ
21	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ
22	PC SYSTEMS
23	DESPEK
24	QUALITY AND RELIABILITY
25	ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
26	ΑΤΕΜΚΕ
27	ΙΝΤΡΑΛΟΤ
28	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ
29	BYTE COMPUTERS

30	DIONIC
31	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ
32	FANCO
33	ΕΝΔΥΣΗ
34	ΕΛΒΙΕΜΕΚ
35	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ
36	SEAFARM IONIAN
37	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ
38	UNIFON
39	TELECOM ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ
40	FRIGOGLASS
41	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕΒΕ
42	ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΑΕ
43	ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ
44	ΝΕΣΤΟΣ
45	PAPERPACK ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ
46	COSMOTE
47	ΕΡΓΑΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 8						
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ (t[ΕΑ]) ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.						
ΠΕΡΙ-ΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	t[ΕΑ]
-10	47	22	33	-0.001881437	-0.001881437	-0.063961006
-9	47	21	34	-0.001916267	-0.003797704	-0.0651451
-8	47	22	33	-0.000406108	-0.004203812	-0.013805992
-7	47	24	31	-0.00099867	-0.005202482	-0.033950634
-6	47	22	33	-0.001055071	-0.006257553	-0.035868023
-5	47	32	23	0.000543165	-0.005714388	0.018465357
-4	47	30	25	-0.000250458	-0.005964846	-0.008514543
-3	47	22	33	-0.003456535	-0.009421381	-0.117507801
-2	47	28	27	0.0000004262	-0.009420955	0.0000144896
-1	47	25	30	-0.001692295	-0.01111325	-0.057530973
0	47	24	31	0.000675435	-0.010437815	0.02296198
+1	47	22	33	-0.005065326	-0.015503141	-0.172100068
+2	47	21	34	-0.004059355	-0.019562496	-0.138001162
+3	47	29	26	-0.000834602	-0.020397098	-0.028372979
+4	47	23	32	-0.004502305	-0.024899403	-0.153059604
+5	47	20	35	-0.00528336	-0.030182763	-0.179612207
+6	47	26	29	-0.00132127	-0.031504033	-0.044917676
+7	47	29	26	-0.000426522	-0.031930555	-0.014499973
+8	47	28	27	0.00035851	-0.031572045	0.012187845
+9	47	29	26	0.001235121	-0.030336924	0.041988966
+10	47	26	29	0.00089198	-0.029444944	0.030323615
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						t[ΑΕΑ]
(ΑΕΑ) (-1,0) = -0.00101686						-0.024443976
(ΑΕΑ) (-5,0) = -0.004180262						-0.058016772
(ΑΕΑ) (-10,0) = -0.010437815						-0.106988953

ΠΙΝΑΚΑΣ 9	
ΕΤΑΙΡΙΑ	J₀
1. ALPHA BANK	1.408405679
2. ALPHA BANK	0.12803688
3. ALPHA BANK	-2.176626959
4. ALPHA BANK	1.408405679
5. ALPHA BANK	-0.38411064
6. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	-0.12803688
7. ΕΤΜΑ	-2.432700719
8. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΒΕΝΤΤΕ	-0.12803688
9. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-1.920553199
10. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0.12803688
11. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-1.15233192
12. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-5.24951208
13. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-6.273807117
14. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-1.40840568
15. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1.408405679
16. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-0.12803688
17. ALTEC	-1.66447944
18. ALTEC	-2.4327
19. ALTEC	-1.66448
20. ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ	-1.664479439
21. ΦΟΥΡΛΗΣ	-2.17662696
22. ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	-2.68877448
23. ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	-1.664479439
24. ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	1.408405679
25. ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1.152331919
26. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-2.94484824
27. ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-0.38411064
28. ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-1.40840568
29. ΔΕΛΤΑ SINGULAR	-1.408405679

30. ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	-0.12803688
31. ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	0.38411064
32. ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-2.432700719
33. ELMEC SPORT	0.38411064
34. SPORTSMAN	-2.944848238
35. ECON	-1.15233
36. ΑΚΤΩΡ	-1.66448
37. ΣΑΝΥΟ	-0.89626
38. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0.38411064
39. INFO-QUEST	0.89625816
40. VODAFONE	0.89625816
41. VODAFONE	0.38411064
42. 3E	0.384111
43. ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	-0.6401844
44. ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	-1.664479439
45. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-0.38411064
46. ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	-0.38411064
47. ΧΑΛΚΟΡ	-0.12804
48. ΔΟΛ	-2.68877
49. ΔΟΛ	-2.4327
50. ΟΤΕ	0.640184
51. ΟΙΝΕΡΓΑ	-7.81025
52. ΕΤΕΒΑ	-0.64018
53. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-0.6401844
54. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-0.12803688
55. ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	-2.944848238

ΠΙΝΑΚΑΣ 10	
ΕΤΑΙΡΙΑ	J₃
1. ALPHA BANK	1.408405679
2. ALPHA BANK	0.12803688
3. ALPHA BANK	-2.176626959
4. ALPHA BANK	1.408405679
5. ALPHA BANK	-0.38411064
6. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	-0.12803688
7. ΕΤΜΑ	-2.432700719
8. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΒΕΝΤΤΕ	-0.12803688
9. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-1.920553199
10. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	0.12803688
11. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-1.15233192
12. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-5.24951208
13. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-6.273807117
14. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-1.40840568
15. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1.408405679
16. ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-0.12803688
17. ALTEC	-1.66447944
18. ALTEC	-2.4327
19. ALTEC	-1.66448
20. ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ	-1.664479439
21. ΦΟΥΡΛΗΣ	-2.17662696
22. ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	-2.68877448
23. ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	-1.664479439
24. ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	1.408405679
25. ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1.152331919
26. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-2.94484824
27. ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-0.38411064
28. ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-1.40840568
29. ΔΕΛΤΑ SINGULAR	-1.408405679
30. ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	-0.12803688
31. ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	0.38411064

32. ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-2.432700719
33. ELMEC SPORT	0.38411064
34. SPORTSMAN	-2.944848238
35. ECON	-1.15233
36. ΑΚΤΩΡ	-1.66448
37. ΣΑΝΥΟ	-0.89626
38. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0.38411064
39. INFO-QUEST	0.89625816
40. VODAFONE	0.89625816
41. VODAFONE	0.38411064
42. 3E	0.384111
43. ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	-0.6401844
44. ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	-1.664479439
45. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-0.38411064
46. ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	-0.38411064
47. ΧΑΛΚΟΡ	-0.12804
48. ΔΟΛ	-2.68877
49. ΔΟΛ	-2.4327
50. ΟΤΕ	0.640184
51. ΟΙΝΕΡΓΑ	-7.81025
52. ΕΤΕΒΑ	-0.64018
53. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-0.6401844
54. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-0.12803688
55. ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	-2.944848238

ΠΙΝΑΚΑΣ 11	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_0	
Αριθμός μετοχών με $ J_0 > 1.96$	9/55
Ποσοστό μετοχών με $ J_0 > 1.96$	16.363636%

ΠΙΝΑΚΑΣ 12	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_0	
Αριθμός μετοχών με $J_0 < -1.645$	10/55
Ποσοστό μετοχών με $J_0 < -1.645$	18.181818%
Αριθμός μετοχών με $J_0 > 1.645$	2/55
Ποσοστό μετοχών με $J_0 > 1.645$	3.636363%

ΠΙΝΑΚΑΣ 13	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΠΛΕΥΡΟΥ ΚΑΙ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_1	
$J_1 = -2.672247632$	$ J_1 > 1.96$
	$J_1 < -1.645$

ΠΙΝΑΚΑΣ 14	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΠΛΕΥΡΟΥ ΚΑΙ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_2	
$J_2 = -0.06041238$	

ΠΙΝΑΚΑΣ 15	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_3 ΚΑΘΕ ΜΕΤΟΧΗΣ	
Αριθμός μετοχών με $ J_3 > 1.96$	13/55
Ποσοστό μετοχών με $ J_3 > 1.96$	23.636363%

ΠΙΝΑΚΑΣ 16	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_3 ΚΑΘΕ ΜΕΤΟΧΗΣ	
Αριθμός μετοχών με $J_3 < -1.645$	20/55
Ποσοστό μετοχών με $J_3 < -1.645$	36.363636%
Αριθμός μετοχών με $J_3 > 1.645$	0/55
Ποσοστό μετοχών με $J_3 > 1.645$	0%

ΠΙΝΑΚΑΣ 17	
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΠΛΕΥΡΟΥ ΚΑΙ ΜΟΝΟΠΛΕΥΡΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟ J_3 ΚΑΤΑ ΜΕΣΟ ΟΡΟ	
$J_3 = -0.674199188$	

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Αληφαντής Στ. Γεώργιος, «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως», 5^η έκδοση, 2002, Εκδόσεις Πάμισος.
2. Κορδή-Αντωνοπούλου Ματίνα, «Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο», 2001, Εκδόσεις Σάκκουλα
3. Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Ξένη

1. Allen W. Jeffrey, “Capital markets and corporate structure: the equity carve-outs of Thermo Electron”, Journal of Financial Economics 48, 1998, pp 99-124.
2. Allen W. Jeffrey and McConnell J. John, “Equity Carve-outs and Managerial Discretion”, The Journal of Finance, Vol. LIII, No 1, 1998.
3. Bazzi Rami, Jalilvand Abolhassan and Switzer Jeannette, “Does Corporate Governance Affect Restructuring Decisions?: Spin-offs vs. Equity Carve-outs”, paper of Dalhousie University, January 2000

4. Benveniste Lawrence, Fu Huijing, Seguin J. Paul and Yu Xiaoyun, "On the anticipation of IPO Underpricing: Evidence from Equity Carve-outs", paper of University of Minnesota, November 2000.
5. Brealey A. Richard and Myers C. Stewart, "Principles of Corporate Finance", sixth edition, pp 975-1000.
6. Cusatis J. Patrick, Miles A. James and Woolridge J. Randall, "Restructuring through spinoffs", Journal of Financial Economics 33, 1993, pp 293-311.
7. Hulburt M. Heather, Miles A. James and Woolridge J. Randall, "Value Creation from Equity Carve-outs", Financial Management, Spring 2002, pp 83-100.
8. Klein April, Rosenfeld James and Beranek William, "The Two Stages of an Equity Carve-out and the Price Response of Parent and Subsidiary Stock", Managerial and Decision Economics, Vol. 12, pp 449-460, 1991.
9. Michaely Roni and Shaw H. Wayne, "The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs", Financial Management, Vol.24, Autumn 1995, pp 5-21.
10. Myers C. Stewart and Majluf S. Nicholas, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", Journal of Financial Economics 13, 1984, pp 187-221.
11. Nanda Vikram, "On the Good News in Equity Carve-outs", The Journal of Finance, Vol. XLVI, No 5, 1991.
12. Schipper Katherine and Smith Abbie, "A Comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings", Journal of Financial Economics 15, 1986, pp 153-186.
13. Slovin B. Myron and Sushka E. Marie, "The Implications of Equity Issuance Decisions within a Parent-Subsidiary Governance Structure", The Journal of Finance, Vol. LII, No 2, 1997.

14. Slovin B. Myron, Sushka E. Marie and Ferraro R. Steven, “A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs and Asset sell-offs”, *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp 89-104.
15. Vijn M. Anand, “Long-term returns from equity carve-outs”, *Journal of Financial Economics* 51, 1999, pp 273-308.
16. Weston J. Fred, Siu A. Juan and Johnson A. Brian, “Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance” , 2001, pp 345-380.