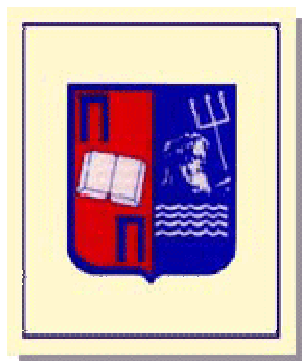


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών



**«Μετάταξη επιχειρήσεων
στο Χ.Α.Α.»**

Επιβλέπων Καθηγητής: Ν. Τσαγκαράκης

Επιτροπή : Εμ. Τσιριτάκης, Δ. Κυριαζής

Φοιτήτρια Πραγκαλούδη Αθανασία

Αριθμός Μητρώου : ΜΧΡΗ/0232

Ιούλιος 2004

Περιεχόμενα

	σελίδα
I. Εισαγωγή.....	3
II. Θεσμικό Πλαίσιο.....	5
III. Επισκόπηση βιβλιογραφίας	12
IV. Δείγμα.....	19
V. Μεθοδολογία.....	24
V.1 Υπολογισμός των έκτακτων αποδόσεων...	24
V.2 Υπολογισμός της μεταβολής στην λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων ...	28
VI. Αποτελέσματα	34
VI.1 Αποτελέσματα της «ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων».....	34
VI.2 Αποτελέσματα βάσει των λογιστικών αριθμοδεικτών.....	53
VIII. Συμπεράσματα.....	56
Βιβλιογραφία.....	58

I. Εισαγωγή

Οι επιχειρήσεις διαπραγματεύονται σε διάφορες χρηματιστηριακές αγορές ανάλογα με τα χαρακτηριστικά τους (π.χ. μέγεθος). Συχνά παρατηρείται το φαινόμενο της μετάταξης από μία αγορά σε μια άλλη (π.χ. από το New York Stock Exchange στο American Stock Exchange, από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών)

Η μετάταξη μιας επιχείρησης από μία αγορά διαπραγμάτευσης σε μια άλλη έχει απασχολήσει διεθνώς τους ερευνητές. Το ενδιαφέρον των μελετητών επικεντρώνεται στη διερεύνηση της επίδρασης που έχει η μετάταξη στην τιμή της μετοχής, στον πλούτο των επενδυτών και στην αξία της επιχείρησης. Η απόφαση της επιχείρησης για την πραγματοποίηση μετάταξης, συνήθως οφείλεται στην πρόθεση της να γίνει ευρέως γνωστή, με την μετάταξη προσδοκά η επιχείρηση ότι θα αυξηθεί το ενδιαφέρον της αγοράς για τις μετοχές της. Η νέα αγορά έχει αυστηρότερα κριτήρια εισαγωγής, όποτε η δυνατότητα της επιχείρησης ικανοποίησης αυτών, θα έχει θετική επίδραση στη φήμη της καθώς και ευνοϊκές προβλέψεις για την μελλοντική της πορεία. Επιπλέον η μετάταξη μπορεί να διευκολύνει την διάθεση νέων μετοχών (new equity offerings). Παράλληλα οι θεσμικοί κυρίως, αλλά και οι μεμονωμένοι επενδυτές προτιμούν αγορές με υψηλή ρευστότητα που μπορούν να απορροφήσουν συναλλαγές (αγορές και πωλήσεις) μετοχών μεγάλου μεγέθους χωρίς να προκαλούν έντονη διακύμανση στις τιμές των μετοχών (Dubofsky (1984)).

Τα παραπάνω κίνητρα για την πραγματοποίηση της μετάταξης δεν υποστηρίζονται ομόφωνα από όλους τους μελετητές του θέματος. Οι περισσότερες διαφωνίες εστιάζονται στο κίνητρο για βελτίωση της ρευστότητας. Οι Christie και Huang (1994) υποστηρίζουν ότι σε μια τέλεια αγορά, η απόφαση της επιχείρησης να μεταταχθεί είναι ασήμαντη εφόσον δεν επηρεάζονται τα βασικά στοιχεία της αξίας της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία παρατηρούνται θετικές μη-κανονικές αποδόσεις την περίοδο που γνωστοποιείται η πρόθεση μετάταξης ενώ παρατηρούνται αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης της μετοχής στη νέα αγορά. Ο Ule (1937) εξέτασε ένα δείγμα 29 επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν την περίοδο 1934-1937, ο Van Horne (1970) μελέτησε μετατάξεις τα έτη 1960-1967, οι McConnell και Sanger (1986) ασχολήθηκαν με την συμπεριφορά των τιμών ενός

δείγματος μετοχών που διαπραγματευόταν Over The Counter και μετατάχθηκαν στο New York Stock Exchange την περίοδο 1966-1977, οι Kent και Edelman (1992) μελέτησαν μετατάξεις από το American Stock Exchange στο New York Stock Exchange την περίοδο 1982-1989. Οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιήθηκαν από τους παραπάνω ερευνητές ποικίλουν ενώ τα συμπεράσματα συγκλίνουν, θετικές μη-κανονικές αποδόσεις την περίοδο που γνωστοποιείται η πρόθεση μετάταξης ενώ παρατηρούνται αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης της μετοχής στη νέα αγορά.

Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) η δυνατότητα μίας εταιρείας να μεταταχθεί από μία αγορά σε μια άλλη, υπάρχει εφόσον η επιχείρηση ικανοποιεί κάποιες προϋποθέσεις. Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι να προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε αν αυτό το φαινόμενο παρατηρείται και στις μετατάξεις επιχειρήσεων του Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αν δηλαδή η απόφαση μετάταξης έχει επίδραση στις τιμές των μετοχών καθώς και στην λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Η εργασία που ακολουθεί είναι οργανωμένη ως εξής: στο κεφάλαιο II παρουσιάζεται το ισχύον θεσμικό πλαίσιο για την μετάταξη επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (εφεξής Χ.Α.Α). Στο κεφάλαιο III γίνεται μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας όσον αφορά το θέμα των μετατάξεων εισηγμένων επιχειρήσεων. Στο κεφάλαιο IV περιγράφεται το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε. Στο κεφάλαιο V περιγράφονται οι δυο μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των δεδομένων. Στο κεφάλαιο VI παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων βάσει του υποδείγματος της αγοράς, της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης και της προσαρμοσμένης-με το δείκτη της αγοράς-απόδοσης και τα αποτελέσματα της λογιστικής μεθόδου σχετικά με την λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν. Και τέλος στο κεφάλαιο VII υπάρχει η σύνοψη των αποτελεσμάτων.

II. Θεσμικό Πλαίσιο

Το Χ.Α.Α. διακρίνεται σε τρεις αγορές την Κύρια, την Παράλληλη, την Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA), η διαπραγμάτευση σε κάθε μια γίνεται με την ικανοποίηση συγκεκριμένων προϋποθέσεων. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο όσον αφορά την μετάταξη μετοχών από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α., την μετάταξη από την NEXA στην Παράλληλη ή στην Κύρια αγορά του ΧΑΑ καθώς και το κόστος που υφίσταται η επιχείρηση κατά την εισαγωγή των μετοχών της σε κάθε αγορά του ΧΑΑ (κόστος εισαγωγής και συνδρομές).

II.1 Μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α

Η μετάταξη των μετοχών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ γίνεται με απόφαση του ΔΣ του ΧΑΑ, ύστερα από αίτηση της μετατασσόμενης εταιρείας, εφόσον πληρούνται και οι εξής προϋποθέσεις (Π.Δ. 350/1985):

- i) Η μετατασσόμενη πληροί τις προϋποθέσεις και τους όρους αρχικής εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά. Αναλυτικά :
 - Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον €11.738.811,45 (4 δις δρχ.) κατά την ημερομηνία της υποβολής της αίτησης μετάταξης.
 - Να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως ανώνυμη εταιρεία τουλάχιστον τις τελευταίες 3 οικονομικές χρήσεις, που προηγούνται της αίτησης μετάταξης. Οι οικονομικές καταστάσεις της πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης μετάταξης για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.
 - Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

- Να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (2.000 μέτοχοι που κατέχουν κάτω από 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε εταιρείες μεγάλου μεγέθους ή με μεγάλο αριθμό μετοχών της ίδιας κατηγορίας η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο ποσοστό διασποράς που δε μπορεί να είναι κατώτερο του 5%.
- Να έχει, πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (για το σκοπό παροχής άδειας δημόσιας εγγραφής).
- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, που σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει τη κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%. Η τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης της μετοχής προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).
- Να έχει μετοχές ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες.
 - ii) Έχει παραμείνει στην Παράλληλη Αγορά τουλάχιστον δύο (2) έτη από την εισαγωγή της
 - iii) Έχει κάνει χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν σε προηγούμενες της αίτησης μετάταξης αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, σύμφωνα με τα αναφερόμενα στο σχετικό Ενημερωτικό Δελτίο. Σε περίπτωση διαφοροποίησης στις χρήσεις από τα οριζόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο, η εταιρεία πρέπει να έχει ενημερώσει το επενδυτικό κοινό και το ΧΑΑ, για τις αποκλίσεις στη διάθεση των κεφαλαίων ή στο χρονοδιάγραμμα υλοποίησής της, σύμφωνα με τα οριζόμενα στην απόφαση 58/2000 του ΔΣ του ΧΑΑ.
 - iv) Δεν έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, ενδεικτικά, όσον αφορά την τήρηση των υποχρεώσεών της που προκύπτουν : α) από τις διατάξεις των Π.Δ. 350/85 και 360/85, β) των κανονιστικών αποφάσεων των Διοικητικών Συμβουλίων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΧΑΑ που

εξειδικεύουν τις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών και γ) από ατομικές αποφάσεις της ΕΚ και του ΧΑΑ.

- v) Εφόσον η εταιρεία δεν πληροί τουλάχιστον μία εκ των προϋποθέσεων (iii) και (iv), πρέπει να παραμείνει στην Παράλληλη Αγορά επιπλέον χρόνο χωρίς να υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

II.2 Μετάταξη από την ΝΕΧΑ στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α

Η μετάταξη των μετοχών από τη ΝΕΧΑ στην Κύρια ή στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ είναι δυνατή επίσης με απόφαση του ΔΣ του ΧΑΑ εφόσον, πέραν των προϋποθέσεων που απαιτούνται για την αρχική εισαγωγή στις αγορές αυτές, συντρέχουν αθροιστικά και οι εξής προϋποθέσεις:

Για μετάταξη στην **Παράλληλη Αγορά**, η μετατασσόμενη εταιρεία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον €2.934.702,86. (1 δις δρχ.) κατά την ημερομηνία της υποβολής της αιτήσεως μετάταξης.
- Να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως ανώνυμη εταιρεία τουλάχιστον τις τελευταίες 2 οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης μετάταξης. Οι οικονομικές καταστάσεις της πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση.
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό

κοινό (1.000 μέτοχοι που κατέχουν κάτω από 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

- Να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ενώ το 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί αύξηση κεφαλαίου με μετρητά, τουλάχιστον κατά το ποσό που απαιτείται για την επίτευξη επαρκούς διασποράς, την οποία έχει καλύψει κατά 100% ο ανάδοχος ή ομάδα αναδόχων.

- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση, δια δημόσιας εγγραφής, κεφαλαίου της εταιρείας. Ο ανάδοχος επίσης εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της ενάρξεως της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, που σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%. Η τιμή προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).

- Να έχει, πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (για το σκοπό της παροχής άδειας δημόσιας εγγραφής).

Για μετάταξη στην **Κύρια Αγορά**, η μετατασσόμενη εταιρεία πρέπει να ικανοποιεί τις προϋποθέσεις και τους όρους αρχικής εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά που αναφέρονται παραπάνω (**II.1** Μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α)

Πέραν των προϋποθέσεων που απαιτούνται για την αρχική εισαγωγή στις αγορές αυτές, πρέπει να συντρέχουν αθροιστικά και οι εξής προϋποθέσεις:

- i) Η εταιρεία έχει παραμείνει στη NEXA τουλάχιστον τρία (3) έτη από την εισαγωγή της
- ii) Έχει πραγματοποιήσει το επενδυτικό της σχέδιο και

- iii) Δεν έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

II.3 Το κόστος της εισαγωγής κινητών αξιών εταιρειών στο ΧΑΑ

Η απόφαση της επιχείρησης για την πραγματοποίηση μετάταξης, συνήθως οφείλεται στην πρόθεση της να γίνει ευρέως γνωστή, με την μετάταξη προσδοκά η επιχείρηση ότι θα αυξηθεί το ενδιαφέρον της αγοράς για τις μετοχές της. Η νέα αγορά έχει αυστηρότερα κριτήρια εισαγωγής, όποτε η δυνατότητα της επιχείρησης ικανοποίησης αυτών, θα έχει θετική επίδραση στη φήμη της καθώς και ευνοϊκές προβλέψεις για την μελλοντική της πορεία. Επιπλέον όμως με την μετάταξη η εταιρεία υφίσταται ένα πρόσθετο κόστος που διασπάται στον αυστηρότερο έλεγχο και στο κόστος εισαγωγής των μετοχών στην νέα αγορά καθώς και τις συνδρομές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η απόφαση για την πραγματοποίηση μετάταξης δείχνει ότι η επιχείρηση αναμένει ότι τα οφέλη από την μετάταξη υπερβαίνουν αυτά τα πρόσθετα κόστη.

- **Το κόστος εισαγωγής μετοχών - Δικαιώματα εγγραφής**

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών στο χρηματιστήριο ενέχει κόστος για τις Εισηγμένες Εταιρείες. Το εφάπαξ ποσό που καταβάλλεται ως δικαίωμα εγγραφής κατά την εισαγωγή μετοχικών τίτλων στις υφιστάμενες αγορές του ΧΑΑ διαρθρώνεται αντίστοιχα ως εξής:

Κύρια και Παράλληλη Αγορά

- Ποσοστό 0,08% για αξία εισαγομένων τίτλων μέχρι του ποσού 1.467.351.430,66 ευρώ (500.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,04% για ποσό από 1.467.351.430,67 ευρώ (500.000.000.001 δρχ.) έως 2.934.702.861,32 ευρώ (1.000.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,02% για ποσό 2.934.702.861,33 ευρώ (1.000.000.000.001 δρχ.) και άνω. Το κατώτατο όριο του εφάπαξ δικαιώματος εγγραφής ορίζεται σε 5.869,41 ευρώ (2 εκατ. δρχ.) για την Κύρια Αγορά και σε 1.467,35 ευρώ (500.000 δρχ.) για την Παράλληλη Αγορά.

Σημειώνεται ότι οι ανωτέρω διατάξεις εφαρμόζονται και επί εισαγωγής μετοχών που προκύπτουν από τη συγχώνευση με απορρόφηση εταιρείας μη εισηγμένης στο ΧΑΑ από εταιρεία της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται.

Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

- Ποσοστό 0,08% για αξία εισαγομένων τίτλων μέχρι του ποσού 146.735.143,07 ευρώ (50.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,04% για ποσό από 146.735.143,08 ευρώ (50.000.000.001 δρχ.) έως 293.470.286,13 ευρώ (100.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,02% για ποσό 293.470.286,14 ευρώ (100.000.000.001 δρχ.) και άνω. Το κατώτατο όριο του εφάπαξ δικαιώματος εγγραφής ορίζεται σε 733,68 ευρώ (250.000 δρχ.) για την εισαγωγή αξιών στη NEXA.

Σε όλες τις προαναφερόμενες περιπτώσεις, η αξία των προς εισαγωγή αξιών προκύπτει ως το γινόμενο του αριθμού των εισαγομένων αξιών επί την τιμή εισαγωγής.

- **Τριμηνιαίες συνδρομές**

Οι Ανώνυμες Εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί ή εισάγονται σε μια από τις αγορές του ΧΑΑ καταβάλλουν τριμηνιαίες συνδρομές αντίστοιχα ως εξής:

Κύρια αγορά

- Ποσοστό 0,01% εφόσον η αξία των εισηγμένων τίτλων δεν ξεπερνά το ποσό των 2.934.702,86 ευρώ (1.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,008% για ποσό από 2.934.702,87 ευρώ (1.000.000.001 δρχ.) έως 8.804.108,58 ευρώ (3.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,006% για ποσό από 8.804.108,59 ευρώ (3.000.000.001 δρχ.) έως 14.673.514,31 ευρώ (5.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,004% για ποσό από 14.673.514,32 ευρώ (5.000.000.001 δρχ.) έως 29.347.028,61 ευρώ (10.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,003% για ποσό από 29.347.028,62 ευρώ (10.000.000.001 δρχ.) έως 58.694.057,23 ευρώ (20.000.000.000 δρχ.)

- Ποσοστό 0,002% για ποσό από 58.694.057,24 ευρώ (20.000.000.001 δρχ.) έως 146.735.143,07 ευρώ (50.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,0012% για ποσό από 146.735.143,08 ευρώ (50.000.000.001 δρχ.) έως 293.470.286,13 ευρώ (100.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,0006% για ποσό άνω των 293.470.286,14 ευρώ (100.000.000.001 δρχ.). Το κόστος σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 763,02 ευρώ (260.000 δρχ.).

Παράλληλη αγορά

- Ποσοστό 0,0075% εφόσον η αξία των εισηγμένων τίτλων δε ξεπερνά το ποσό των 586.940,57 ευρώ (200.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,006% για ποσό από 586.940,58 ευρώ (200.000.001 δρχ.) έως 1.467.351,43 ευρώ (500.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,0035% για ποσό από 1.467.351,44 ευρώ (500.000.0001 δρχ.) έως 2.934.702,86 ευρώ (1.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,0025% για άνω των 2.934.702,87 ευρώ (1.000.000.001 δρχ.) ποσό Το κόστος σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 88,04 ευρώ (30.000 δρχ.).

Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

- Ποσοστό 0,004% εφόσον η αξία των εισηγμένων τίτλων δε ξεπερνά το ποσό των 2.934.702,86 ευρώ (1.000.000.000 δρχ.)
- Ποσοστό 0,002% για άνω των 2.934.702,87 ευρώ (1.000.000.001 δρχ.) ποσό. Το κόστος σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 44,02 ευρώ (15.000 δρχ.).

III. Επισκόπηση βιβλιογραφίας

Η μετάταξη επιχειρήσεων από μια αγορά σε μια άλλη έχει απασχολήσει την διεθνή βιβλιογραφία. Οι εργασίες εστιάζονται σε μετατάξεις που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ των αγορών : American Stock Exchange (AMEX), Over The Counter (OTC), New York Stock Exchange (NYSE) και National Association of Securities Dealers Automatic Quotation (NASDAQ). Αναλυτικότερα :

Ο *Ule (1937)* εξέτασε ένα δείγμα 29 μετοχών που διαπραγματευόταν OTC και εισήχθησαν στο NYSE ή στο Curb Exchange την περίοδο 1934-1937. Σύγκρινε τις μηνιαίες μεταβολές στις τιμές των μετοχών με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου, έξι μήνες πριν και μετά την μετάταξη. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκάλυψαν ότι οι τιμές των μετοχών είναι αυξημένες σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη πριν την μετάταξη ενώ εμφανίζονται μειωμένες την περίοδο μετά την μετάταξη.

Ο *Van Horne (1970)* προσπάθησε να ελέγξει εμπειρικά δύο υποθέσεις. Πρώτον αν η εισαγωγή μιας μετοχής σε μια νέα αγορά συνοδεύεται από αύξηση της τιμής, την οποία αύξηση μπορούν να εκμεταλλευτούν οι επενδυτές. Και δεύτερον αν η απόφαση για μετάταξη αγοράς συνοδεύεται από πραγματική αύξηση της αξίας της μετοχής.

Ο *Van Horne (1970)* ελέγχει πέντε ημερομηνίες. Τέσσερις μήνες και δυο μήνες πριν την αποδοχή της αίτησης της επιχείρησης για την μετάταξη στην αγορά, την ημερομηνία αποδοχής της αίτησης, την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης στην νέα αγορά και δυο μήνες μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης. Το δείγμα αποτελείται από επιχειρήσεις που εισήχθησαν στο NYSE και AMEX ενώ διαπραγματευόταν OTC και η εξεταζόμενη περίοδος είναι τα έτη 1960 με 1967. Στην ανάλυση συγκρίνεται η μεταβολή της τιμής της μετοχής με τον μέσο όρο του κλάδου (Standard & Poor's industry averages).

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης εμφανίζουν την τιμές των μετοχών να αυξάνουν με την απόφαση μετάταξης αγοράς και να μειώνονται με την ένταξη στην νέα αγορά. Όταν ληφθούν υπόψη τα έξοδα συναλλαγών καθώς και άλλοι παράγοντες (biases) στα μεγέθη με τα οποία συγκρίνονται οι μεταβολές των τιμών δεν μπορεί να υποστηριχθεί η υπόθεση ότι η μετάταξη αγοράς αυξάνει την αξία των μετοχών ούτε ότι οι επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν από αυτή την αλλαγή.

Ο *Furst (1970)* χρησιμοποίησε ένα δείγμα 193 επιχειρήσεων που εισήχθησαν στο NYSE το διάστημα 1960-1965. Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο πολύ-παραγοντικής παλινδρόμησης (multiple-regression model) για την αποτίμηση, προσπαθεί να ελέγξει αν η εισαγωγή στο NYSE είχε ευνοϊκές επιδράσεις στην τιμή της μετοχής. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι η μετάταξη δεν είχε σημαντική επίδραση. Ο δεύτερος έλεγχος αφορά το αν οι μετοχές αποτιμούνται διαφορετικά στην νέα αγορά μετά την εισαγωγή. Τα εμπειρικά αποτελέσματα εμφανίζουν την μετάταξη να μην ασκεί τέτοια επίδραση και εν κατακλείδι η μετάταξη δεν έχει ευνοϊκή επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Οι *Ying, Lewellen, Schlarbaum* και *Lease (1977)* ασχολήθηκαν με την πορεία που έχει η τιμή μίας μετοχής και η απόδοσης της, όταν η μετοχή μετατάσσεται στο NYSE ή AMEX. Οι συγγραφείς μελέτησαν 248 επιχειρήσεις το χρονικό διάστημα Ιανουάριος 1966-Δεκέμβριος 1968. Για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων χρησιμοποίησαν την μεθοδολογία Fama-MacBeth.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που υποβάλλουν αίτηση μετάταξης έχουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις τουλάχιστον δυο χρόνια πριν την μετάταξη (αυτό είναι το χρονικό διάστημα που μελετήθηκε), ενώ έχουν αρνητικές αποδόσεις τα δύο έτη που ακολουθούν την μετάταξη. Οι επιχειρήσεις στο δείγμα τους κερδίζουν κατά μέσον όρο μη-κανονική απόδοση +7,54% τον μήνα που υποβάλλουν την αίτηση εισαγωγής. Τον επόμενο μήνα, πριν ουσιαστικά να γίνει η εισαγωγή στην νέα αγορά, κερδίζουν κατά μέσον όρο μη-κανονική απόδοση +5%. Ενώ τον μήνα που η επιχείρηση αρχίζει να διαπραγματεύεται στην νέα αγορά, παρατηρούν μη-κανονική απόδοση -1,87%. Η θετική μη-κανονική απόδοση τον μήνα που υποβάλλεται η αίτηση για μετάταξη είναι συνεπής με την υπόθεση ότι η εισαγωγή στην νέα αγορά αυξάνει την αξία της επιχείρησης.

Οι *Cooper, Groth* και *Avera (1985)* εξέτασαν την ρευστότητα των μετοχών σε σχέση με την μετάταξη αγοράς καθώς και με την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών σε περιόδους ανόδου και καθόδου της αγοράς. Η ανάλυση περιλαμβάνει 1515 μετοχές του NYSE, 801 μετοχές του AMEX και 964 μετοχές του NASDAQ. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι η διαστρωματική ανάλυση (cross-sectional empirical study).

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους δείχνουν ότι η ρευστότητα συνδέεται με την συμπεριφορά της τιμής, αλλά η σύνδεση της ρευστότητας με την αλλαγή αγοράς δεν προκύπτει από την μελέτη. Ειδικότερα αν ληφθεί υπόψη η κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης η αλλαγή αγοράς δεν συνοδεύεται από αύξηση της ρευστότητας. Οι OTC αγορές προσφέρουν ρευστότητα που ανταγωνίζεται την ρευστότητα που προσφέρουν το NYSE και το AMEX. Υπάρχει μια ασυμμετρία στη συμπεριφορά των μετοχών με υψηλή και χαμηλή ρευστότητα στις ανοδικές και καθοδικές κινήσεις τις αγορές. Αυτό μπορεί να συμβάλει σε μία εξήγηση για την υψηλότερη απόδοση (CAPM-wise) των μετοχών μικρών επιχειρήσεων.

Οι *Sanger και McConnell (1986)*, ασχολήθηκαν με την συμπεριφορά των τιμών ενός δείγματος μετοχών που διαπραγματευόταν OTC και μετατάχθηκαν στο NYSE την περίοδο Ιανουάριος 1966 - Δεκέμβριος 1977. Η συγκεκριμένη περίοδος έχει επιλεγεί διότι περιλαμβάνει την εισαγωγή του NASDAQ.

Οι *Sanger και McConnell (1986)* χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων και εστίασαν το ενδιαφέρον τους σε τρεις σημαντικές ημερομηνίες: στην εβδομάδα που δημοσιεύτηκε η αίτηση της επιχείρησης για μετάταξη, στην εβδομάδα που εγκρίθηκε η αίτηση και στην εβδομάδα που η μετοχή της επιχείρησης εισήχθη στην νέα αγορά. Στην προ-NASDAQ περίοδο οι μετοχές είχαν κατά μέσον όρο μη-κανονικές θετικές αποδόσεις λόγω της ανακοίνωσης έναρξης διαπραγμάτευσης στην αγορά. Στην μετά-NASDAQ περίοδο αυτές οι θετικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικά χαμηλότερες.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι και στις δυο περιόδους προ και μετά-NASDAQ οι μετοχές έχουν κατά μέσο όρο θετικές αποδόσεις την περίοδο της ανακοίνωσης της ένταξης ενώ μετά την ένταξη έχουν αρνητικές αποδόσεις. Τέλος ως εναλλακτική μεθοδολογική προσέγγιση χρησιμοποίησαν και το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης. Τα αποτελέσματα και αυτού του υποδείγματος ταυτίζονται με τα αποτελέσματα του υποδείγματος της αγοράς.

Οι *McConnell και Sanger (1987)*, σε άρθρο τους ένα χρόνο αργότερα, εξέτασαν τις αποδόσεις των μετόχων που μετατάχθηκαν από μια αγορά σε μια άλλη. Συγκεκριμένα εξετάζουν κατά πόσο οι αρνητικές αποδόσεις είναι επίμονες καθώς και πιθανούς παράγοντες που εξηγούν αυτή την αρνητική τάση των αποδόσεων. Η μεθοδολογία τους στηρίζεται στο υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης των

Brown (1983)-Warner (1985). Τα εμπειρικά αποτελέσματα, έπειτα από μελέτη 2482 μετοχών που ξεκίνησαν να διαπραγματευόταν στο NYSE την περίοδο Ιανουάριος 1926- Δεκέμβριος 1982 αποκαλύπτουν ότι οι αποδόσεις αυτών των μετοχών είναι -0,78% (average raw return) και -1,45% (average market-adjusted return). Με εξαίρεση την περίοδο 1976-1980, η μέση προσαρμοσμένη -με το δείκτη της αγοράς- απόδοση είναι αρνητική για κάθε πενταετία στο χρονικό διάστημα 1926-1980.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς εξετάζουν πιθανές αιτίες στις οποίες οφείλονται οι αρνητικές αποδόσεις αλλά αποτυγχάνουν να βρουν μια ικανοποιητική εξήγηση. Όμως συμπεραίνουν ότι είναι λανθασμένες αρκετές πιθανές αιτίες όπως :

- 1) Τα αποτελέσματα εξαρτώνται από την συγκεκριμένη χρονική περίοδο που εξετάζουν.
- 2) Οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται στην αλλαγή της τοποθεσίας που διαπραγματεύονται οι μετοχές.
- 3) Τα αποτελέσματα οφείλονται στις διαφορετικές διαδικασίες που ακολουθούνται στην κάθε αγορά.
- 4) Οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται στην έκδοση νέων μετοχών αμέσως μετά την μετάταξη.
- 5) Οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται σε «εσωτερικούς παράγοντες» της αγοράς που επιθυμούν να «ρίξουν» την τιμή της μετοχής.
- 6) Και τέλος οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται σε διόρθωση της τιμής εξαιτίας την υπερβολικής αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση της μετάταξης.

Οι *Kent και Edelman (1992)* μελέτησαν την επίδραση που έχει στον πλούτο των επενδυτών η μετάταξη επιχειρήσεων από το AMEX στο NYSE. Το δείγμα αποτελείται από 72 επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν το χρονικό διάστημα 1982 με 1989. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν οι συγγραφείς είναι ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων. Το υπόδειγμα της αγοράς χρησιμοποιείται για των υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι η αγορά αντιδρά θετικά στην ανακοίνωση της μετάταξης, ενώ οι CAR (cumulative abnormal returns), για μετατάξεις από το AMEX στο NYSE, αρχίζουν να υποχωρούν αμέσως μετά την ημέρα αποδοχής της αίτησης της επιχείρησης και όχι την ημέρα εισαγωγής της στη νέα αγορά.

Οι *Dharan και Ikenberry* (1995) ασχολήθηκαν με επιχειρήσεις που διαπραγματευόταν στον NASDAQ και μετατάχθηκαν στο AMEX ή στο NYSE, ή διαπραγματευόταν στο AMEX και μετατάχθηκαν στο NYSE. Η υπό εξέταση περίοδος είναι Ιούλιος 1962-Δεκέμβριος 1990, με συνολικό αριθμό μετατάξεων 2889. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για να εξεταστούν οι αποδόσεις των μετοχών, μετά την αλλαγή αγοράς, είναι size-adjusted και book-to-market adjusted returns approach.

Η ανάλυση τους καταλήγει ότι μετά την αλλαγή αγοράς η αρνητική τάση στην απόδοση των μετοχών είναι πιο έντονη σε μέγεθος και διάρκεια σε σχέση με αποτελέσματα παλαιότερων μελετών. Και παράλληλα συμπεραίνουν ότι το φαινόμενο των αρνητικών αποδόσεων είναι πιο έντονο για μικρές επιχειρήσεις, που οι μετοχές τους δεν κατέχονται ευρέως από θεσμικούς επενδυτές (institutional investors). Οι ερευνητές στην προσπάθειά τους να κατανοήσουν την φύση των αποδόσεων μετά την μετάταξη ελέγχουν για εσφαλμένη επιλογή benchmark, αλλά τελικά συμπεραίνουν ότι οι αρνητικές αποδόσεις δεν οφείλονται σε αυτό. Επίσης ελέγχουν την επίδραση που μπορεί να έχει η προσφορά μετόχων μέσω IPO, SEOs και καταλήγουν ότι ούτε αυτό το γεγονός εξηγεί την αρνητική απόδοση.

Ο *Webb* (1990) ερεύνησε τις αποδόσεις των μετοχών πριν την ένταξη τους στο AMEX και στο NYSE. Οι μετοχές των επιχειρήσεων που αιτούνται εισαγωγή στην αγορά εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις από τις τυπικές μετοχές. Ο *Webb* (1990) επιχειρεί να προσδιορίσει το μέγεθος αυτής της υψηλότερης απόδοσης. Το δείγμα αποτελείται από 317 επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν από το AMEX στο NYSE, 504 επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν από το NASDAQ στο NYSE και 520 επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν από το NASDAQ στο AMEX. Η εξεταζόμενη περίοδος είναι τα έτη 1974-1993.

Στην ανάλυση του ο *Webb* (1990) συγκρίνει τις αποδόσεις των εξεταζόμενων μετοχών με δυο ελεγχόμενα σύνολα μετοχών. Το ένα σύνολο αποτελείται από μετοχές που ήδη διαπραγματεύονται στην αγορά που προσπαθεί να εισήχθη η υπό έλεγχο μετοχή και το άλλο σύνολο αποτελείται από μετοχές που παραμένουν στην αγορά που ήταν η υπό εξέταση μετοχή. Οι αποδόσεις των μετοχών που αιτούνται αλλαγή αγοράς τείνουν να είναι υψηλές το χρόνο πριν την μετάταξη. Η μέση προσαρμοσμένη με το δείκτη της αγοράς απόδοση των μετοχών του AMEX που θα εισαχθούν στο NYSE είναι 20,39%. Η μέση προσαρμοσμένη με το δείκτη της αγοράς απόδοση των μετοχών

του NASDAQ που θα εισαχθούν στο NYSE είναι 11,07% και τέλος η μέση προσαρμοσμένη με το δείκτη της αγοράς απόδοση των μετοχών του NASDAQ που θα εισαχθούν στο AMEX είναι 6,81%. Οι μετοχές που αιτούνται μετάταξη στο NYSE έχουν την υψηλότερη απόδοση πριν την μετάταξη. Ένα χρόνο μετά την εισαγωγή στην νέα αγορά και οι τρεις εξεταζόμενες κατηγορίες μετοχών παρουσιάζουν μέση προσαρμοσμένη με το δείκτη της αγοράς απόδοση κοντά στο μηδέν.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι συνεπή με την υπόθεση ότι οι managers των επιχειρήσεων επιλέγουν την κατάλληλη χρονική στιγμή για να προβούν σε μετάταξη και αυτή η χρονική στιγμή έρχεται έπειτα από μια περίοδο υψηλών αποδόσεων.

Οι Παπαϊωάννου, Τραυλός, Viswanathan (2003) μελέτησαν την λειτουργική απόδοση μετοχών που μετατάχθηκαν από το NASDAQ στο AMEX ή στο NYSE και από το AMEX στο NYSE. Το δείγμα αποτελείται από 1703 επιχειρήσεις και η εξεταζόμενη περίοδος είναι τα έτη 1978-1996. Ερευνούν κατά πόσο η λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων είναι συνεπής με την αρνητική απόδοση των μετοχών που παρατηρείται μετά την εισαγωγή των μετοχών στην νέα αγορά και κατά πόσο η χρονική επιλογή της μετάταξης είναι στρατηγικής σημασίας.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα, με την χρήση της προσέγγισης του ελεγχόμενου δείγματος επιχειρήσεων (Matching Control Firm) των Barber και Lyon (1996), αποκαλύπτουν ότι οι επιχειρήσεις που άλλαξαν αγορά διαπραγμάτευσης παρουσίασαν μια χειροτέρευση στην λειτουργική τους απόδοση γεγονός που συμφωνεί με την αρνητική απόδοση των μετοχών. Αυτό το φαινόμενο είναι πιο έντονο για τις μικρές επιχειρήσεις που διαπραγματευόταν στο NASDAQ και μετατάχθηκαν στο AMEX. Η χειροτέρευση στην λειτουργική απόδοση δεν μπορεί να αποδοθεί σε άλλα γεγονότα όπως αρνητική πορεία του κλάδου αλλά συνδέεται με την μετάταξη.

Επιπλέον, η έρευνα τους αποκαλύπτει ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν στρατηγικά το χρόνο αλλαγής αγοράς. Βρήκαν ότι η λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων βελτιώνεται και συνήθως κορυφώνεται ένα χρόνο πριν την μετάταξη. Η λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν από το NASDAQ στο AMEX παρουσίασε την μεγαλύτερη χειροτέρευση. Μετά την μετάταξη επιχειρήσεις που παρουσίαζαν ιδιαίτερα υψηλή προ της μετάταξης λειτουργική απόδοση, τείνουν να παρουσιάζουν την μεγαλύτερη χειροτέρευση την περίοδο μετά την μετάταξη.

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται ο συγγραφέας, το έτος της δημοσίευσης καθώς και μια συνοπτική περιγραφή των αποτελεσμάτων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.

Τίτλος άρθρου, συγγραφέας, επιστημονικό περιοδικό που δημοσιεύθηκε το άρθρο καθώς μια σύνοψη των αποτελεσμάτων.

<i>Τίτλος άρθρου & Συγγραφείς</i>	<i>Επιστημονικό περιοδικό</i>	<i>Αποτελέσματα</i>
<i>“Price Movements of Newly-Listed Common Stocks” Ule M.G.</i>	<i>Journal of Business 10, October 1937.</i>	<i>Θετικές μη-κανονικές αποδόσεις πριν την μετάταξη, αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις μετά την μετάταξη.</i>
<i>“New listings and their price behavior” James C.Van Horne.</i>	<i>Journal of finance , Vol 25, September 1970.</i>	<i>Θετικές μη-κανονικές αποδόσεις με την απόφαση μετάταξης, η μετάταξη δεν αυξάνει την αξία των μετοχών.</i>
<i>“Does listing Increases the market price of common stock” Furst. R..</i>	<i>Journal of Business 49, April 1970.</i>	<i>Η μετάταξη δεν έχει ευνοϊκή επίδραση στην τιμή της μετοχής.</i>
<i>“Stock Exchange Listing and Securities Returns” Louis K.W. Ying, Wilbur G. Lewellen, Gary G. Schlarbaum, Ronald C. Lease.</i>	<i>The Journal of financial and Quantitative Analysis, vol.12, 1977.</i>	<i>Θετικές μη-κανονικές αποδόσεις με την αίτηση μετάταξης, αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις μετά την μετάταξη.</i>
<i>“Liquidity, Exchange Listing and Common Stock Performance” S. Kerry Cooper, John C. Groth, and William E. Avera.</i>	<i>Journal of Economics and Business 37, February 1985.</i>	<i>Η ρευστότητα συνδέεται με την τιμή της μετοχής, δεν συνδέεται με την αλλαγή αγοράς γιατί δεν βελτιώνεται με την μετάταξη.</i>
<i>“Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency: The impact of NASDAQ” Gary C. Sanger and John J. McConnell.</i>	<i>Journal of financial and quantitative analysis Vol.21, No1, March 1986.</i>	<i>Θετικές μη-κανονικές αποδόσεις με την αίτηση μετάταξης, αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις μετά την μετάταξη στην προ και μετά NASDAQ περίοδο.</i>
<i>“The puzzle in post-listing common stock returns” John J. McConnell and Gary C. Sanger.</i>	<i>The journal of finance, Vol. XLII, No1, March 1987.</i>	<i>Αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις μετά την μετάταξη, απόρριψη αρκετών πιθανών αιτιών.</i>
<i>“AMEX to NYSE transfers, Market microstructure and shareholder wealth” Baker H.Kent and Edelman Richard b.</i>	<i>Financial Management Vol 21, Num 4, Winter 1992.</i>	<i>Θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της μετάταξης, οι αποδόσεις αρχίζουν να υποχωρούν την ημέρα αποδοχής της αίτησης.</i>
<i>“The long-run negative drift of post listing returns.” Bala G.Dharan and David L. Ikenberry.</i>	<i>The journal of finance, Vol 50, December 1995.</i>	<i>Με την αλλαγή αγοράς αρνητική τάση στην απόδοση είναι εντονότερη σε σχέση με τα ευρήματα παλαιότερων ερευνών κυρίως για τις μικρές επιχειρήσεις.</i>
<i>“Evidence of managerial timing: the case of exchange listings” Gwendolyn P. Webb.</i>	<i>The journal of financial research. Vol. XXII, Fall 1999.</i>	<i>Οι managers των επιχειρήσεων επιλέγουν την κατάλληλη χρονική στιγμή για την πραγματοποίηση της μετάταξης.</i>
<i>“The operating performance of firms that switch their stock listings” George J.Papaioannou, Nickolaos G.Travlos, K.G.Viswanathan.</i>	<i>The journal of financial research Vol. XXVI, winter 2003.</i>	<i>Επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν είχαν και μια πτώση στην λειτουργική απόδοση, συνεπές γεγονός με την αρνητική απόδοση των μετοχών.</i>

IV. Δείγμα

Το αρχικό δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα μελέτη συμπεριλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις που ανακοίνωσαν μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών την περίοδο 1992-2003 (έτος ίδρυσης Παράλληλης Αγοράς 1992). Το δείγμα προσδιορίστηκε με μελέτη των ανακοινώσεων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και τον ημερήσιο οικονομικό τύπο. Ως ημερομηνία ανακοίνωσης της μετάταξης θεωρούμε την πρώτη ημέρα που δημοσιεύθηκε η πρόσκληση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων με θέμα την Μετάταξη από την Κύρια στην Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ.

Στην υπό εξέταση περίοδο, 32 επιχειρήσεις συγκάλεσαν Γενική Συνέλευση με θέμα την Μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. και σε όλες τις περιπτώσεις η απόφαση εγκρίθηκε από τους μετόχους της επιχείρησης. Ο πίνακας 2 εμφανίζει τον αριθμό των επιχειρήσεων κατά κλάδο που αποφάσισαν την μετάταξη των μετοχών τους από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά. Από τις 32 επιχειρήσεις που εκδήλωσαν πρόθεση Μετάταξης, πραγματοποίησαν την μετάταξη οι 21 επιχειρήσεις. Από τις 32 επιχειρήσεις που αποφάσισαν την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α., υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία για τις 31 επιχειρήσεις¹.

Γι' αυτές τις 31 επιχειρήσεις θα εφαρμόσουμε μεθόδους ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων για να μελετήσουμε την επίδραση της ανακοίνωσης της πρόθεσης μετάταξης στην τιμή της μετοχής.

Εν συνεχεία για τις 14 από τις 21 επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν την μετάταξη θα εφαρμόσαμε την μεθοδολογία των Barber και Lyon (1996) για να δούμε κατά πόσο η μεταβολή στην τιμή της μετοχής συνδέεται με την μεταβολή στην λειτουργική απόδοση της επιχείρησης. Στον πίνακα 3 καταγράφονται οι μετατάξεις των επιχειρήσεων κατά έτος. Η μείωση του δείγματος από 21 σε 18 οφείλεται στις απαιτήσεις της μεθοδολογίας να υπάρχουν στοιχεία για τις επιχειρήσεις για 3 έτη πριν και μετά το έτος πραγματοποίησης της μετάταξης ($t=0$) λαμβάνοντας ως χρόνο 0 τον χρόνο πραγματοποίησης μετάταξης. Στον πίνακα 3 βλέπουμε ότι 3 επιχειρήσεις μετατάχθηκαν τα έτη 2002 και 2003 οπότε δεν υπάρχουν τα απαιτούμενα στοιχεία για

¹ Για την EUROMEDICA AN. ET. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία στις βάσεις δεδομένων Effect Finance και DataStream.

την πραγματοποίηση της ανάλυσης. Επιπλέον για μια επιχείρηση² (μείωση του δείγματος από 18 σε 17 επιχειρήσεις), που μετατάχθηκε το 1993, δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία οπότε εξαιρείται από το δείγμα. Από τον πίνακα 2 βλέπουμε ότι 3 επιχειρήσεις ανήκουν στον κλάδο συμμετοχών, αυτές οι επιχειρήσεις επίσης εξαιρέθηκαν από το δείγμα λόγω των λογιστικών ιδιαιτεροτήτων που εμφανίζει ο συγκεκριμένος κλάδος καθώς και της ανομοιογένειας μεταξύ των επιχειρήσεων (μείωση του δείγματος από 17 σε 14 επιχειρήσεις). Τέλος για τις τρεις επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν το 2001 εφαρμόσαμε την μεθοδολογία για τα έτη -3 έως +2 λαμβάνοντας ως χρόνο 0 τον χρόνο πραγματοποίησης μετάταξης.

Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται για τις 14 επιχειρήσεις του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε για την λογιστική ανάλυση, η χρονολογική σειρά των τεσσάρων σημαντικών ημερομηνιών που σχετίζονται με την μετάταξη, η ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων με θέμα την μετάταξη, η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης, η ημερομηνία πραγματοποίησης της Γενικής συνέλευσης και η ημερομηνία μετάταξης από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α.

² Για την RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε. δεν υπάρχουν διαθέσιμα τα Αποτελέσματα Χρήσεως για τα έτη ενδιαφέροντος από την βάση δεδομένων Effect Finance.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.

Αριθμός επιχειρήσεων που πραγματοποίησαν Γενική Συνέλευση με θέμα την μετάταξη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. ανά κλάδο.

Κλάδος	Αριθμός Εταιρειών
ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	4
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	4
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	4
ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	3
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	3
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	3
ΥΓΕΙΑ	2
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ	2
ΧΗΜΙΚΑ	1
ΕΛΑΣΤΙΚΑ ΠΛΑΣΤΙΚΑ	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ	1
ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	1
ΓΕΩΡΓΙΑ-ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑ	1
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ	1
Σύνολο	32

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.

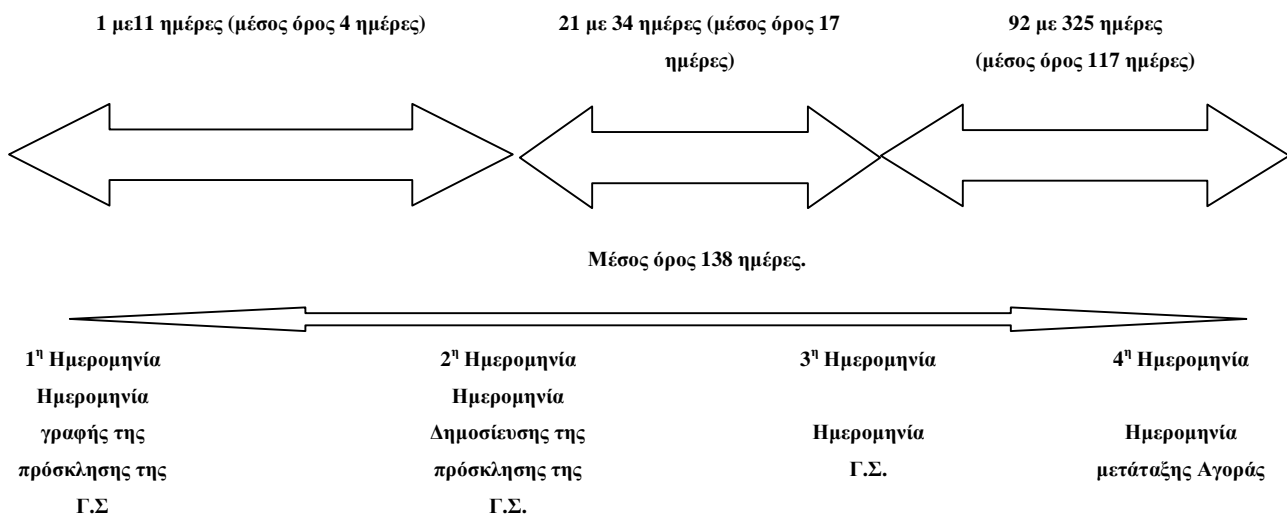
Αριθμός επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. κατά έτος και αριθμός επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. κατά έτος.

Χρόνος πραγματοποίησης Μετατάξεις	Ανακοίνωση Μετάταξης	Αριθμός επιχειρήσεων που Μετατάχθηκαν
1992	1	0
1993	2	3
1994	1	1
1995	0	0
1996	1	1
1997	3	2
1998	7	6
1999	4	2
2000	10	0
2001	3	3
2002	0	2
2003	0	1
Σύνολο	32	21

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.

Χρονολογική σειρά και διάρκεια των τεσσάρων σημαντικών ημερομηνιών που σχετίζονται με την μετάταξη των 14 επιχειρήσεων του δείγματος.

Περίοδος 1992-2003



V. Μεθοδολογία

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των δεδομένων. Αναλυτικότερα το τμήμα V.1. περιγράφεται ο τρόπος υπολογισμού των έκτακτων αποδόσεων και στο τμήμα V.2. περιγράφεται η μεθοδολογία της λογιστικής ανάλυσης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που πραγματοποίησαν μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α.

V.1 Υπολογισμός έκτακτων αποδόσεων.

Στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθούν μέθοδοι «ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων», όπως περιγράφονται από τους Brown και Warner (1983 και 1985). Για την ανάλυση των επιδράσεων των τιμών των μετοχών στις σχετικές ανακοινώσεις μετάταξης από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά απαιτείται κάποιο μέτρο σύγκρισης με το οποίο θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις. Ένα τέτοιο μέτρο σύγκρισης είναι η "κανονική" ή "αναμενόμενη" απόδοση των μετοχών που υπολογίζεται με τις μεθόδους που αναφέρονται παρακάτω.

Η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης την ημέρα που γράφεται η πρόσκληση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, την ημέρα που δημοσιεύεται η πρόσκληση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων καθώς και την ημέρα που πραγματοποιείται η Γενική Συνέλευση των μετόχων με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. δε μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά στο κάθε γεγονός γιατί οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από πολλές άλλες πληροφορίες που μπορεί να περιέχονται ή όχι σ' αυτήν. Για τη μέτρηση μόνο της επίδρασης του γεγονότος ενδιαφέροντος στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης πρέπει πρώτα να εξουδετερωθούν οι μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές από γεγονότα που δεν περιέχονται στη συγκεκριμένη ανακοίνωση.

Έστω R_{it} η πραγματική (παρατηρηθείσα) απόδοση³ της μετοχής i κατά την ημέρα t και $E(R_{it})$ η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t , δηλαδή η

³ Όπως σημειώνουν οι Brown και Warner «αν υπάρχουν ημέρες χωρίς αποδόσεις (δεν έγιναν συναλλαγές) κατά τον υπολογισμό των παραμέτρων εξαιρούνται τόσο η ημέρα αυτή όσο και η απόδοση

απόδοση που θα είχε η μετοχή αν δεν γινόταν η ανακοίνωση. Η μεταβολή της τιμής που μπορεί να αποδοθεί στην ανακοίνωση είναι η διαφορά μεταξύ R_{it} και $E(R_{it})$. Αυτή η διαφορά είναι η μη-αναμενόμενη ή έκτακτη απόδοση e_{it} της μετοχής i κατά την ημέρα t και συμβολίζεται :

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Διάφορα υποδείγματα έχουν προταθεί για τον προσδιορισμό του $E(R_{it})$ και των σχετικών έκτακτων αποδόσεων. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήσαμε τα έξιεις :

Το υπόδειγμα της "αγοράς" (market model). Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την παρακάτω διαδικασία

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς R_{mt} είναι δείκτης που περιέχει όλες της μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ θα χρησιμοποιήσουμε τον «Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών» .

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελάχιστων τετραγώνων μεταξύ R_{it} και R_{mt} (με 150 ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση), υπολογίζονται οι συντελεστές α_i και β_i για κάθε μετοχή του δείγματος. Χρησιμοποιώντας τους συντελεστές α_i και β_i παίρνουμε την εξίσωση:

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}]$$

Για να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών που προκαλούνται από γεγονότα άλλα εκτός της συγκεκριμένης ανακοίνωσης που ερευνάται χρησιμοποιούμε τον διαστρωματικό μέσο όρο των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών του δείγματος. Για κάθε μια από τις 61 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση \overline{AR}_t του δείγματος κατά την ημέρα t ως ακολούθως:

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

της ημέρας που ακολουθεί αμέσως μετά ». Δηλαδή θέλουμε να υπάρχουν συνολικά τουλάχιστον 30 ημέρες με απόδοση αφού εξαιρεθούν οι αποδόσεις που ακολουθούν τις ημέρες χωρίς απόδοση. Με τον περιορισμό αυτό εξασφαλίζεται ότι οι αποδόσεις μιας ημέρας.

όπου

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

$N =$ ο αριθμός μετοχών στο δείγμα την συγκεκριμένη ημέρα

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

Τελευταίο βήμα στην ανάλυση των έκτακτων αποδόσεων είναι ο υπολογισμός των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Abnormal Returns) για τις ημέρες t_1 έως t_2 στην περίοδο των γεγονότων. Ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δύο ημερών είναι αναγκαίος εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο χρηματιστήριο. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δυο ημερών για την μετοχή i είναι :

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

Το υπόδειγμα της "μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης" (mean-adjusted model).

Στη μέθοδο αυτή ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής i \overline{R}_i , για 150 ημέρες που λήγουν 50 ημέρες πριν την ημέρα της ανακοίνωσης, χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής i . Στην περίπτωση αυτή, η μέση έκτακτη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t υπολογίζεται :

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - \overline{R}_i, \text{ όπου } \overline{R}_i = \frac{\sum_{t=-50}^{-1} R_{it}}{150}$$

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις \hat{e}_{it} χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης \overline{AR}_i και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων CAR για το δείγμα των N μετοχών.

Το υπόδειγμα της "προσαρμοσμένης-με τον δείκτη της αγοράς-απόδοσης" (market adjusted model). Στο υπόδειγμα αυτό η έκτακτη απόδοση της μετοχής i δίνεται από τη διαφορά της απόδοσης και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα t (R_{mt}):

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, δηλαδή R_{mt} με $\hat{a}_i = 0$ και $\hat{b}_i = 1$ για κάθε μετοχή, αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή.

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις \hat{e}_{it} χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης \overline{AR}_t και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων CAR για το δείγμα των N μετοχών.

Με δεδομένες τις μέσες έκτακτες αποδόσεις που δίνει η κάθε μέθοδος ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητα τους .

Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί 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 την βοήθεια των παρακάτω στατιστικών ελέγχων t (t-statistics):

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

$$\text{Στατιστικός } t = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * S(\overline{AR})}$$

Όπου :

$S(\overline{AR}_t)$: η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 ημέρες από την περίοδο $t=-200$ έως την περίοδο $t=-51$ σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης και

$T = t_2 - t_1 + 1$: Όπου t_1 είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CAR και t_2 η τελευταία.

Η τιμή Z για το ποσοστό των θετικών ή αρνητικών έκτακτων αποδόσεων υπολογίζεται με τον τύπο (Δούκας και Τραυλός (1988)):

$$Z = \frac{(\mu - \pi * v)}{\sqrt{\pi(1 - \pi) * v}}, \text{ όπου}$$

π = η πιθανότητα κατά την H_0 να παρατηρήσουμε μια θετική ή αρνητική έκτακτη απόδοση, $\pi=0,5$

v = ο αριθμός των έκτακτων αποδόσεων την περίοδο του γεγονότος

μ = ο αριθμός των θετικών ή αρνητικών έκτακτων αποδόσεων που παρατηρήθηκαν την περίοδο του γεγονότος.

V.2 Υπολογισμός της μεταβολής στην λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων

Εν συνεχεία ακολουθώντας την μεθοδολογία των Barber και Lyon (1996) μελετάμε την μεταβολή στη λειτουργική απόδοση της επιχείρησης. Για να μελετήσουμε την λειτουργική αποδοτικότητα πρέπει πρώτα, να επιλέξουμε ένα μέτρο λειτουργικής αποδοτικότητας, δεύτερον, να επιλέξουμε ένα μέγεθος σύγκρισης του μέτρου της λειτουργικής αποδοτικότητας και τέλος να καθορίσουμε έναν στατιστικό έλεγχο για να αξιολογήσουμε τα αποτελέσματα μας.

Χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις αριθμοδείκτες τους οποίους χρησιμοποίησαν και άλλοι ερευνητές:

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Operating return on assets), ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (σύνολο ενεργητικού)⁴. Κατά την διάρκεια της χρήσεως μπορεί να μεταβλήθηκε σημαντικά η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης γι' αυτό είναι απαραίτητο να λαμβάνετε ο μέσος όρος του ενεργητικού ήτοι: κατά την έναρξη της χρήσεως και κατά τη λήξη αυτής.

Ο Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (Operating return on sales). Για τον υπολογισμό του διαιρούμε τα ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης με της καθαρές πωλήσεις χρήσεως. Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου δείχνει το ποσοστό καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της , δηλαδή το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες της. Με άλλα λόγια ο

⁴ B.M. Barber, J.D. Lyon/Journal of Financial Economics 41(1996) page 361. "Operating income is defined as sales less cost of goods sold, and selling, general, and administrative expenses" βάσει αυτού του ορισμού κάνουμε χρήση των Ολικών Αποτελεσμάτων Εκμετάλλευσης για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών.

αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων.

Ο τρίτος αριθμοδείκτης που χρησιμοποιήθηκε είναι ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού (Total asset turnover). Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού μιας επιχείρησης εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης αυτού, σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που χρησιμοποιούνται κατά την διάρκεια της χρήσεως για την επίτευξη των πωλήσεων. Κατά την διάρκεια της χρήσεως μπορεί να μεταβλήθηκε σημαντικά η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης γι' αυτό είναι απαραίτητο να λαμβάνετε ο μέσος όρος του ενεργητικού ήτοι: κατά την έναρξη της χρήσεως και κατά τη λήξη αυτής. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Αντίθετα, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού αποτελεί ένδειξη όχι εντατικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, οπότε θα πρέπει ή να αυξήσει το βαθμό χρησιμοποίησης τους ή να προβεί σε ρευστοποίηση μέρους των περιουσιακών της στοιχείων. Με άλλα λόγια, ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση, σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιεί.

Ο τέταρτος αριθμοδείκτης που χρησιμοποιήθηκε είναι ο Αριθμοδείκτης Χρηματοδότησης Ενεργητικού (Capital expenditures to assets). Ο υπολογισμός αυτού του αριθμοδείκτη γίνεται με την βοήθεια της ανάλυσης της ταμειακής ροής (πηγών και χρήσεων κεφαλαίων). Η κατάσταση ταμειακής ροής απεικονίζει τη ροή κεφαλαίων από και προς την επιχείρηση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Για την εύρεση του πραγματικού ύψους της ταμειακής ροής που συνδέονται με τις επενδύσεις σε πάγια θα πρέπει να προσαυξηθούν τα καθαρά πάγια με το ποσό των αποσβέσεων της χρήσεως και από το προκύπτον ποσό να αφαιρεθούν τα πάγια της προηγούμενης χρήσεως. Μέρος του μόνιμου κεφαλαίου επενδύεται σε πάγια και άλλα μη κυκλοφοριακά στοιχεία και το υπόλοιπο τοποθετείται σε κυκλοφοριακά στοιχεία. Το ποσό των μόνιμων κεφαλαίων που τοποθετείται σε κυκλοφοριακά στοιχεία ισούται με την διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και όπως είναι γνωστό καλείται καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Ο υπό εξέταση αριθμοδείκτης υπολογίζετε να διαιρέσουμε τις επενδύσεις σε πάγια και

καθαρό κεφάλαιο κίνησης με το μέσος όρος του ενεργητικού κατά την έναρξη της χρήσεως και κατά τη λήξη αυτής. Ο τρόπος υπολογισμού των τεσσάρων αριθμοδεικτών εμφανίζεται στον πίνακα 5.

Η λειτουργική απόδοση του δείγματος των επιχειρήσεων πρέπει να συγκριθεί με ένα νέο δείγμα επιχειρήσεων αντιστοιχών με αυτές του αρχικού δείγματος (ελεγχόμενο δείγμα επιχειρήσεων). Χρησιμοποιούμε την μέθοδο ελεγχόμενου δείγματος επιχειρήσεων (matching control firm) όπως περιγράφεται από τους Barber και Lyon (1996). Αυτή η μέθοδος λαμβάνει υπόψη το μέγεθος της επιχείρησης, τον κλάδο και την απόδοσή της πριν την μετάταξη. Για το δείγμα των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν συλλέγουμε στοιχεία για τα έτη -3 έως +3 αναφορικά με το έτος που έγινε η μετάταξη (έτος 0). Κάθε επιχείρηση στο δείγμα μας αντιστοιχίζεται με μια επιχείρηση που στο χρόνο -1 πρέπει να ικανοποιεί τα ακόλουθα κριτήρια:

- ✚ Η Αποδοτικότητα Ενεργητικού της να είναι 90%-110% της Αποδοτικότητας Ενεργητικού της επιχείρησης ενδιαφέροντος του δείγματος.
- ✚ Το Ενεργητικό της (μετρημένο σε λογιστική αξία) να κυμαίνεται ανάμεσα στο 70%-130% του Ενεργητικού της επιχείρησης ενδιαφέροντος του δείγματος.
- ✚ Να ανήκει στον ίδιο κλάδο με την επιχείρηση ενδιαφέροντος του δείγματος.

Όπως σημειώνουν και οι Barber και Lyon (1996) το δείγμα των επιχειρήσεων είναι αδύνατον να αντιστοιχηθεί εξ ολοκλήρου βάσει των τριών κριτηρίων. Αυτό συνέβη και στην δική μας περίπτωση, 5 επιχειρήσεις ικανοποιούν και τα τρία κριτήρια, 6 επιχειρήσεις ικανοποιούν το κριτήριο της Αποδοτικότητας Ενεργητικού και το κριτήριο του κλάδου με μικρή απόκλιση από το κριτήριο ενεργητικού. Και οι υπόλοιπες επιλέχθηκαν βάσει τις όσον το δυνατόν μεγαλύτερης προσέγγισης στο pre-listing operating performance. Χρησιμοποιήθηκαν όλες οι διαθέσιμες επιχειρήσεις στο Χ.Α.Α. που ανήκουν στον ίδιο κλάδο με τις επιχειρήσεις του δείγματος για να εντοπίσουμε την καταλληλότερη επιχείρηση προς αντιστοίχιση με εξαίρεση τις

επιχειρήσεις που έχουν πραγματοποιήσει μετάταξη τα χρόνια -3 έως +3 όσον αφορά την επιχείρηση ενδιαφέροντος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.

Τρόπος υπολογισμού των τεσσάρων αριθμοδεικτών αποδοτικότητας.

Αποδοτικότητα Ενεργητικού ⁵	$= \frac{\text{Ολικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης}}{\text{Γενικό σύνολο Ενεργητικού}^*}$
Καθαρό περιθώριο ⁶	$= \frac{\text{Ολικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$
Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού ⁷	$= \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Γενικό σύνολο Ενεργητικού}^*}$
Χρηματοδότησης ενεργητικού ⁸	$= \frac{\text{Επένδυση σε πάγια & κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Γενικό σύνολο Ενεργητικού}^*}$

$$*\text{Γενικό σύνολο ενεργητικού} = \frac{\text{Ενεργητικό Αρχής} + \text{Ενεργητικό Τέλους Χρήσεως}}{2}$$

Το τελικό δείγμα μας αποτελείται από 14 επιχειρήσεις. Στο αρχικό δείγμα των επιχειρήσεων πραγματοποίησαν μετάταξη 21 από το σύνολο των 32 επιχειρήσεων που εκδήλωσαν πρόθεση πραγματοποίησης μετάταξης. Η μείωση του δείγματος από 21 σε 18 οφείλεται στις απαιτήσεις της μεθοδολογίας να υπάρχουν στοιχεία για τις επιχειρήσεις για 3 έτη πριν και μετά το έτος πραγματοποίησης της μετάταξης (t=0) λαμβάνοντας ως χρόνο 0 τον χρόνο πραγματοποίησης μετάταξης. Τρεις επιχειρήσεις

$$^5 \text{ Operating return on assets} = \frac{\text{operating income or earnings before depreciation and taxes}}{\text{total assets}}$$

$$^6 \text{ Operating return on sales} = \frac{\text{Operating income}}{\text{net sales}}$$

$$^7 \text{ Total asset turnover} = \frac{\text{Net sales}}{\text{total assets}}$$

$$^8 \text{ Capital expenditures to assets} = \frac{\text{Capital expenditures}}{\text{total assets}}$$

μετατάχθηκαν τα έτη 2002 και 2003 οπότε δεν υπάρχουν τα απαιτούμενα στοιχεία για την πραγματοποίηση της ανάλυσης. Επιπλέον για μια επιχείρηση (μείωση του δείγματος από 18 σε 17 επιχειρήσεις), που μετατάχθηκε το 1993, δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία οπότε εξαιρείται από το δείγμα. Τρεις επιχειρήσεις ανήκουν στον κλάδο Συμμέτοχών, αυτές οι επιχειρήσεις επίσης εξαιρέθηκαν από το δείγμα λόγω των λογιστικών ιδιομορφιών που εμφανίζει ο συγκεκριμένος κλάδος καθώς και της ανομοιογένειας μεταξύ των επιχειρήσεων (μείωση του δείγματος από 17 σε 14 επιχειρήσεις). Τέλος για τις τρεις επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν το 2001 εφαρμόσαμε την μεθοδολογία για τα έτη -3 έως +2 λαμβάνοντας ως χρόνο 0 τον χρόνο πραγματοποίησης μετάταξης.

Θα εξετάσουμε τις διαφορές στα επίπεδα της λειτουργικής απόδοσης μεταξύ του δείγματος των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν και του δείγματος των αντιστοιχισμένων επιχειρήσεων (matched portfolios) και θα επικεντρωθούμε στις διαφορές του δείγματος των επιχειρήσεων ενδιαφέροντος με το δείγμα των αντιστοιχισμένων επιχειρήσεων (match-adjusted differences).

- ✚ Για κάθε επιχείρηση που μετατάχθηκε υπολογίζουμε την μεταβολή στους αριθμοδείκτες της απόδοσης τα έτη -1 με +1, +2, +3 και υπολογίζουμε το ενδιάμεσο επίπεδο της μεταβολής.

- ✚ Για κάθε επιχείρηση στο ελεγχόμενο δείγμα επιχειρήσεων υπολογίζουμε την μεταβολή των ίδιων μεγεθών για τις ίδιες περιόδους και υπολογίζουμε πάλι το ενδιάμεσο επίπεδο της μεταβολής..

- ✚ Εν συνεχεία αφαιρούμε την μεταβολή της αντιστοιχισμένης επιχείρησης (που ανήκει στο ελεγχόμενο δείγμα επιχειρήσεων) από την μεταβολή της επιχείρησης ενδιαφέροντος του δείγματος μας για την κάθε υπό εξέταση περίοδο και υπολογίζουμε πάλι το ενδιάμεσο επίπεδο της μεταβολής.

Ο στατιστικός έλεγχος που χρησιμοποιήθηκε για την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων είναι το Wilcoxon Signed-Rank Test. Το Wilcoxon Signed-Rank Test είναι χρήσιμο στην σύγκριση δυο πληθυσμών με ζευγαρωτές παρατηρήσεις. Το τεστ

είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στις περιπτώσεις που η διαφορά στις ζευγαρωτές παρατηρήσεις πιστεύεται να μην κατανέμεται κανονικά.

Το Wilcoxon Test λαμβάνει υπόψη το μέγεθος της διαφοράς ανάμεσα στις ζευγαρωτές παρατηρήσεις και όχι μόνο το πρόσημο τους. Το τεστ το κατορθώνει αυτό λαμβάνοντας υπόψη το βαθμό (rank) των διαφορών. Η διαδικασία Wilcoxon μπορεί να προσαρμοστεί για τον έλεγχο των παραμέτρων ενός πληθυσμού (μέσο ή ενδιάμεσο) και υπάρχει μονόπλευρος και δίπλευρος έλεγχος.

Στο τεστ δυο πληθυσμών με ζευγαρωτές παρατηρήσεις η μηδενική υπόθεση (H_0) είναι ότι η ενδιάμεση διαφορά (median difference) των παρατηρήσεων των δυο πληθυσμών είναι μηδέν.

Ενώ η εναλλακτική υπόθεση (H_1) είναι ότι η ενδιάμεση διαφορά των παρατηρήσεων των δύο πληθυσμών είναι διάφορη του μηδενός.

Υποθέτουμε ότι η κατανομή των διαφορών των δυο πληθυσμών είναι συμμετρική, ότι οι διαφορές είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες (mutually independent) και ότι η κλίμακα μέτρησης βρίσκεται στο μικρότερο δυνατό διάστημα. Με την αποδοχή της συμμετρίας, οι υποθέσεις μπορούν να διατυπωθούν σε όρους μέσου και ενδιάμεσου. Η εναλλακτική υπόθεση μπορεί συνεπώς να είναι ότι ο μέσος ή ο ενδιάμεσος του ενός πληθυσμού είναι μεγαλύτερος του μέσου ή του ενδιάμεσου του άλλου πληθυσμού.

Αρχικά παραθέτουμε τα ζευγάρια των παρατηρήσεων των δυο πληθυσμών. Το δείγμα υποτίθεται ότι είναι τυχαίο δείγμα ζευγαρωτών παρατηρήσεων. Για κάθε ζευγάρι υπολογίζουμε τις διαφορές ($D = x_1 - x_2$). Στη συνέχεια ταξινομούμε τις απόλυτες τιμές των διαφορών D . Εν συνεχεία δημιουργούμε αθροίσματα των βαθμών των θετικών και αρνητικών διαφορών.

Το Wilcoxon T statistic ορίζεται ως το μικρότερο άθροισμα των δυο αθροισμάτων των θετικών και αρνητικών τιμών:

$$T = \min [\Sigma (+), \Sigma (-)]$$

Όπου $\Sigma (+)$ είναι το άθροισμα των βαθμών των θετικών διαφορών και $\Sigma (-)$ το άθροισμα των βαθμών των αρνητικών διαφορών.

Τα ευρήματα της χειροτέρευσης της λειτουργικής απόδοσης των επιχειρήσεων μπορεί να αποτελούν ένδειξη ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν στρατηγικά το χρόνο πραγματοποίησης της μετάταξης.

VI. Αποτελέσματα

VI.1 Αποτελέσματα της «ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων»

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων (το υπόδειγμα της αγοράς, της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης και προσαρμοσμένης- με το δείκτη της αγοράς- απόδοσης) όσον αφορά τις τρεις ημερομηνίες. Στο τμήμα **VI.1.1** παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όσον αφορά την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετοχών με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. , στο τμήμα **VI.1.2** παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όσον αφορά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετοχών και τέλος στην παράγραφο **VI.1.3** παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όσον αφορά την ημερομηνία πραγματοποίησης της γενικής συνέλευσης.

VI.1.1 Αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων ως προς την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων

Υπόδειγμα της αγοράς

Στον πίνακα 6 παρουσιάζονται οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της αγοράς , για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία γραφής ($t=0$) την πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητική ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζονται οι

αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Η μέση έκτακτη απόδοση την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) είναι 1,33%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό ($t=2,068$) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Εφόσον όμως η ακριβής ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων δεν είναι γνωστή, η χρήση των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων είναι κατάλληλη. Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων δύο ημερών (CAR) είναι 2,05% και είναι στατιστικά σημαντικός ($t=2,26$) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Επίσης ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων των έξι ημερών είναι 3,64% και είναι στατιστικά σημαντικός ($t=2,32$) σε επίπεδο 0,05.

Στηριζόμενοι σε αυτά τα ευρήματα απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση της μηδενικής έκτακτης απόδοσης. Έτσι συμπεραίνουμε ότι η ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων συνδέεται με μια θετική επίδραση στις τιμές των υπό εξέταση μετοχών.

Υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης

Εν συνεχεία στον πίνακα 7 παρουσιάζονται οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης. Οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, έχουν υπολογιστεί για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία γραφής την πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του X.A.A. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητική ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις

($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Όπως εμφανίζεται στον πίνακα 7, η μέση έκτακτη απόδοση την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) είναι 1,16%, αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντική ($t=1,51$). Στατιστικά σημαντικός εμφανίζεται μόνο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων για έξι και ένδεκα ημέρες, που είναι 3,32% και 4,95% αντίστοιχα σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1.

Υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης

Ο πίνακας 8 εμφανίζει τα αποτελέσματα του τρίτου υποδείγματος που χρησιμοποιήσαμε, του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης. Οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, έχουν υπολογιστεί για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του X.A.A. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητικών ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Στον πίνακα 8 η μέση έκτακτη απόδοση την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$), υπολογισμένη με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης είναι 1,71%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό ($t=2,47$) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Εφόσον όμως η ακριβής ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων δεν είναι γνωστή, η χρήση των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων είναι κατάλληλη. Ο

αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων δύο ημερών (CAR) είναι 2,79% και είναι στατιστικά σημαντικός ($t=2,86$) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επίσης ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων των έξι ημερών και ένδεκα ημερών είναι 5,02% και 6,26% αντίστοιχα, ποσοστά στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 0,01 και 0,05 αντίστοιχα.

Βάσει αυτών των ευρημάτων απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση της μηδενικής έκτακτης απόδοσης. Έτσι συμπεραίνουμε ότι η ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων συνδέεται με μια θετική επίδραση στις τιμές των υπό εξέταση μετοχών.

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα και των τριών υποδειγμάτων παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα του υποδείγματος της αγοράς και του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης είναι ποιοτικά ίδια. Επίσης και στα τρία υποδείγματα έχουμε στατιστικά σημαντική έκτακτη απόδοση την περίοδο +5 ημερών σε σχέση με την ημέρα γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$). Το γεγονός αυτό θα μπορούσε να ερμηνευτεί ως διαρροή της πληροφορίας για την πραγματοποίηση της μετάταξης με την γραφή της πρόσκλησης και γι αυτό εμφανίζεται με χρονική υστέρηση 5 ημερών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία γραφής τις πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγοράς για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της Αγοράς)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t (AR)
-10	29	16/13	0,00587	0,00587	0,91390
-9	29	14/15	0,00105	0,00692	0,16354
-8	30	9/21	-0,00909	-0,00217	-1,41614
-7	30	11/19	-0,00567	-0,00785	-0,88373
-6	30	19/11	0,00591	-0,00193	0,92111
-5	30	21/9	0,01516	0,01322	2,36112
-4	30	13/17	-0,00243	0,01080	-0,37827
-3	31	14/17	-0,00110	0,00969	-0,17178
-2	30	18/12	0,00430	0,01399	0,66915
-1	30	14/16	0,00723	0,02122	1,12603
0	31	18/13	0,01328	0,03450	2,06847**
1	29	18/11	0,00740	0,04190	1,15321
2	28	14/14	0,00526	0,04716	0,81889
3	28	14/14	0,00405	0,05121	0,63142
4	30	17/13	0,00417	0,05538	0,64914
5	30	21/9	0,01831	0,07369	2,85203***
6	30	15/15	-0,00025	0,07344	-0,03825
7	31	12/19	0,00099	0,07444	0,15493
8	30	13/17	0,00453	0,07897	0,70508
9	29	12/17	-0,00105	0,07791	-0,16404
10	30	16/14	0,00016	0,07807	0,02422

*Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR
(Cumulative Average Abnormal Returns)*

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,02051	2,25885**
CAR(-5,0)	0,03643	2,31670**
CAR(-10,0)	0,03450	1,62015
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		-0.36515
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		0.89803

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία γραφής τις πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγοράς για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	29	17/12	0,01057	0,01057	1,37778
-9	29	14/15	0,00179	0,01236	0,23393
-8	30	13/17	-0,00581	0,00655	-0,75749
-7	30	14/16	0,00192	0,00847	0,24966
-6	30	17/13	0,00783	0,01630	1,02077
-5	30	17/13	0,01189	0,02819	1,55037
-4	30	10/20	-0,00802	0,02018	-1,04516
-3	31	13/18	0,00047	0,02064	0,06063
-2	30	18/12	0,01115	0,03179	1,45346
-1	30	14/16	0,00607	0,03786	0,79113
0	31	17/14	0,01160	0,04946	1,51206
1	29	18/11	0,00451	0,05397	0,58809
2	28	18/10	0,00542	0,05939	0,70596
3	28	15/13	0,00395	0,06334	0,51535
4	30	11/19	-0,00229	0,06106	-0,29814
5	30	16/14	0,01625	0,07731	2,11877**
6	30	16/14	0,01251	0,08982	1,63105
7	31	11/20	0,00075	0,09057	0,09713
8	30	12/18	0,00089	0,09146	0,11612
9	29	12/17	-0,00133	0,09013	-0,17295
10	30	13/17	0,00317	0,09330	0,41318

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,01767	1,62861
CAR(-5,0)	0,03316	1,76465*
CAR(-10,0)	0,04946	1,94389*
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		-0.36515
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		0.53882

***Significant at the 0,01 level,

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία γραφής τις πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Κύρια στην Παράλληλη αγοράς για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης)

Περίοδος	N	Θετικό/ Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	29	18/11	0,00866	0,00866	1,24981
-9	29	15/14	0,00194	0,01060	0,28033
-8	30	9/21	-0,00837	0,00223	-1,20876
-7	30	13/17	-0,00004	0,00219	-0,00570
-6	30	21/9	0,01022	0,01241	1,47514
-5	30	17/13	0,01537	0,02778	2,21873
-4	30	16/14	-0,00109	0,02669	-0,15769
-3	31	16/15	0,00114	0,02783	0,16483
-2	30	18/12	0,00675	0,03458	0,97424
-1	30	15/15	0,01090	0,04548	1,57366
0	31	21/10	0,01709	0,06257	2,46692**
1	29	18/11	0,00605	0,06862	0,87346
2	28	17/11	0,00843	0,07705	1,21640
3	28	16/12	0,00630	0,08335	0,90969
4	30	17/13	0,00541	0,08876	0,78108
5	30	19/11	0,02061	0,10937	2,97422***
6	30	16/14	0,01130	0,12067	1,63097
7	31	13/18	0,00452	0,12519	0,65308
8	30	13/17	0,00374	0,12893	0,53971
9	29	11/18	-0,00249	0,12644	-0,35929
10	30	15/15	0,00145	0,12789	0,20934

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,02799	2,85713***
CAR(-5,0)	0,05016	2,95601***
CAR(-10,0)	0,06257	2,72311**
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		0.00000
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		1.97566*

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

VI.1.2 Αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων ως προς την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Υπόδειγμα της αγοράς

Στον πίνακα 9 παρουσιάζονται οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της αγοράς, για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης ($t=0$) των μετόχων με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητική ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Η δημοσίευση της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης, όπως παρουσιάζονται τα αποτελέσματα στον πίνακα 9, συνοδεύεται από στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις στις περιόδους -1, 0, +1 και +2. Συγκεκριμένα στις περιόδους 0 και 1 έχουμε μέση έκτακτη απόδοση 1,23% και 1,66% αντίστοιχα, ποσοστά στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 0,05 και 0,01. Εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο χρηματιστήριο ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης είναι αναγκαίος. Η περίοδος $t=0$ είναι η ημέρα που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πληροφορία για την μετάταξη της επιχείρησης. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι πληροφορίες δίνονται στην εφημερίδα την προηγούμενη ημέρα ($t=-1$) και δημοσιεύονται την επόμενη. Αν μια ανακοίνωση μετάταξης δοθεί στην εφημερίδα πριν το τέλος των συναλλαγών τότε η αντίδραση της αγοράς στην πληροφορία προηγείται της δημοσίευσης κατά μία ημέρα ενώ αν δοθεί μετά το τέλος αυτών η αγορά θα αντιδράσει την επόμενη ημέρα ($t=0$).

Επομένως υπάρχει η ημέρα ανακοίνωσης δυο ημερών. Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων δύο ημερών είναι 2,31%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό($t=2,82$) στο επίπεδο 0,01.

Υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης

Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης, για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία δημοσίευσης ($t=0$) της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του X.A.A., εμφανίζονται στον πίνακα 10. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητική ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Όπως παρουσιάζονται τα αποτελέσματα στον πίνακα 10, η δημοσίευση της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης, συνοδεύεται από στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις στις περιόδους -1, 0 και +1. Συγκεκριμένα στις περιόδους 0 και 1 έχουμε μέση έκτακτη απόδοση 1,51% και 1,37% αντίστοιχα, ποσοστά στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 0,05 και 0,1. Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων δύο ημερών είναι 2,76%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό($t=2,80$) στο επίπεδο 0,01.

Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης

Στον πίνακα 11 παρουσιάζονται οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το

υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης , για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του X.A.A. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητική ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Η δημοσίευση της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης, όπως παρουσιάζονται τα αποτελέσματα στον πίνακα 11, συνοδεύεται από στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις στις περιόδους -1, 0 , +1 και +2, όμοια με το υπόδειγμα της αγοράς. Συγκεκριμένα στις περιόδους 0 και 1 έχουμε μέση έκτακτη απόδοση 1,40% και 1,87% αντίστοιχα, ποσοστά στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 0,05 και 0,01. Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων δύο ημερών είναι 2,57%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό ($t=2,95$) στο επίπεδο 0,01.

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα και των τριών υποδειγμάτων παρατηρούμε ότι έχουμε στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις κατά τις περιόδους -1, 0 και 1 ως προς την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετοχών ($t=0$) και στα τρία υποδείγματα. Επίσης οι αθροιστικοί μέσοι των έκτακτων αποδόσεων, δυο, έξι και ένδεκα ημερών είναι στατιστικά σημαντικοί και στα τρία υποδείγματα. Τα αποτελέσματα του υποδείγματος της αγοράς συγκλίνουν περισσότερο με τα αποτελέσματα του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης. Στηριζόμενοι σε αυτά τα ευρήματα απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση της μηδενικής έκτακτης απόδοσης. Έτσι συμπεραίνουμε ότι η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων συνδέεται με μια θετική επίδραση στις τιμές των υπό εξέταση μετοχών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγοράς για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της αγοράς)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	30	14/16	-0,00252	-0,00252	-0,43513
-9	30	12/18	-0,00433	-0,00685	-0,74673
-8	29	11/18	0,00030	-0,00655	0,05195
-7	29	14/15	0,00217	-0,00438	0,37360
-6	29	18/11	0,01156	0,00718	1,99464*
-5	30	16/14	0,00506	0,01224	0,87342
-4	30	19/11	0,00964	0,02188	1,66298
-3	30	15/15	-0,00395	0,01793	-0,68072
-2	31	15/16	0,00047	0,01840	0,08055
-1	30	17/13	0,01088	0,02928	1,87692*
0	30	18/12	0,01226	0,04154	2,11513**
1	30	21/9	0,01664	0,05818	2,87065***
2	30	18/12	0,01093	0,06911	1,88528*
3	30	14/16	-0,00221	0,06690	-0,38085
4	30	9/21	-0,00153	0,06537	-0,26373
5	30	12/18	-0,00005	0,06532	-0,00807
6	30	15/15	0,00294	0,06827	0,50801
7	30	15/15	0,00181	0,07008	0,31254
8	30	14/16	0,00510	0,07519	0,88071
9	31	14/17	0,00221	0,07740	0,38161
10	31	12/19	-0,00595	0,07145	-1,02675

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,02314	2,82280***
CAR(-5,0)	0,03436	2,42021**
CAR(-10,0)	0,04154	2,16081**
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		0.73030
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		1.09545

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	30	14/16	0,00107	0,00107	0,15359
-9	30	11/19	-0,00636	-0,00529	-0,91293
-8	29	14/15	-0,00087	-0,00615	-0,12422
-7	29	13/16	0,00482	-0,00133	0,69273
-6	29	18/11	0,01065	0,00932	1,52981
-5	30	13/17	0,00104	0,01037	0,15002
-4	30	17/13	0,01259	0,02296	1,80756*
-3	30	15/15	-0,00129	0,02167	-0,18473
-2	31	18/13	0,00297	0,02464	0,42687
-1	30	20/10	0,01255	0,03720	1,80254*
0	30	15/15	0,01505	0,05224	2,16041**
1	30	17/13	0,01374	0,06599	1,97330*
2	30	12/18	0,00639	0,07238	0,91759
3	30	12/18	-0,00671	0,06566	-0,96398
4	30	8/22	-0,00212	0,06354	-0,30484
5	30	11/19	-0,00228	0,06126	-0,32783
6	30	13/17	0,00086	0,06211	0,12286
7	30	14/16	0,00702	0,06913	1,00844
8	30	17/13	0,00867	0,07781	1,24560
9	31	15/16	0,00268	0,08049	0,38512
10	31	12/19	-0,00405	0,07644	-0,58131

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,02760	2,80223***
CAR(-5,0)	0,04292	2,51590**
CAR(-10,0)	0,05224	2,26183**
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		1.82574*
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		0.00000

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγοράς για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	30	15/15	-0,00226	-0,00226	-0,36755
-9	30	10/20	-0,00413	-0,00639	-0,67012
-8	29	14/15	0,00219	-0,00420	0,35505
-7	29	14/15	0,00349	-0,00071	0,56741
-6	29	19/14	0,01329	0,01258	2,15862**
-5	30	18/12	0,00984	0,02242	1,59774
-4	30	23/7	0,01472	0,03714	2,38981**
-3	30	12/18	-0,00220	0,03494	-0,35737
-2	31	16/15	0,00011	0,03505	0,01728
-1	30	20/10	0,01166	0,04671	1,89376*
0	30	18/12	0,01402	0,06073	2,27708**
1	30	23/7	0,01867	0,07941	3,03163***
2	30	18/12	0,01296	0,09236	2,10404**
3	30	11/19	-0,00235	0,09001	-0,38237
4	30	9/21	0,00135	0,09136	0,21879
5	30	13/17	0,00023	0,09159	0,03801
6	30	15/15	0,00392	0,09551	0,63707
7	30	15/15	0,00435	0,09987	0,70711
8	30	15/15	0,00809	0,10796	1,31424
9	31	18/13	0,00514	0,11310	0,83473
10	31	17/14	-0,00192	0,11118	-0,31245

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,02569	2,94923***
CAR(-5,0)	0,04815	3,19180***
CAR(-10,0)	0,06073	2,97342***
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		1.82574*
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		1.09545

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

VI.1.3 Αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων ως προς την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης των μετόχων

Υπόδειγμα της αγοράς

Στον πίνακα 12 παρουσιάζονται οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της αγοράς, για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης σε όρους ημερών διαπραγματεύσεως. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητική ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ($t(AR)$). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Βάσει των αποτελεσμάτων του πίνακα 12 παρατηρούμε έχουμε στατιστικά σημαντική θετική έκτακτη απόδοση μόνο την περίοδο -3 ως προς την ημερομηνία πραγματοποίησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Η θετική έκτακτη απόδοση ανέρχεται στο 1,12% και είναι στατιστικά σημαντική ($t=1,96$) στο επίπεδο 0,1. Επιπλέον μετά την παρέλευση της γενικής συνέλευσης έχουμε στατιστικά σημαντικές αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις τις περιόδους +4 και +8.

Υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης

Οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης, για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. παρουσιάζονται στον πίνακα 13. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει

την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητικών ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις (t(AR)). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Η γενική συνέλευση των μετόχων δεν φαίνεται να προκαλεί, βάσει των αποτελεσμάτων του πίνακα 13, στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Μόνο στην περίοδο -3 σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης ($t=0$) έχουμε ημερήσια μέση έκτακτη απόδοση 1,60% στατιστικά σημαντική ($t=2,10$) σε επίπεδο 0,05.

Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης

Στον πίνακα 14 παρουσιάζονται οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για το συνολικό δείγμα, υπολογισμένες με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης, για την περίοδο $t=-10$ έως $t=+10$ ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης των μετόχων ($t=0$) με θέμα την μετάταξη από την παράλληλη στην κύρια αγορά του X.A.A. Η πρώτη στήλη παρουσιάζει την περίοδο του γεγονότος, σε σχέση με την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης, σε όρους ημερών διαπραγμάτευσης. Η δεύτερη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο ενδιαφέροντος. Η τρίτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των αρνητικών ή θετικών έκτακτων αποδόσεων. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τις ημερήσιες έκτακτες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) για κάθε ημέρα του γεγονότος. Η πέμπτη στήλη εμφανίζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAR). Η έκτη στήλη περιέχει το two-tailed t-statistic για τις μέσες έκτακτες αποδόσεις (t(AR)). Επίσης παρουσιάζουμε τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για δυο, έξι και ένδεκα ημέρες καθώς και τα αντίστοιχα two-tailed t-statistic.

Βάσει των αποτελεσμάτων του πίνακα 14 παρατηρούμε έχουμε στατιστικά σημαντική θετική έκτακτη απόδοση μόνο την περίοδο -3 ως προς την ημερομηνία πραγματοποίησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Η θετική έκτακτη απόδοση ανέρχεται στο 1,24% και είναι στατιστικά σημαντική ($t=2,059$) στο επίπεδο 0,05. Επιπλέον μετά την παρέλευση της γενικής συνέλευσης έχουμε στατιστικά σημαντικές αρνητική μέση έκτακτη απόδοση την περίοδο +4 που ανέρχεται στο -0,01% στατιστικά ($t=1,72$) σημαντική στο 0,1. Βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης έχουμε στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο 0,05, αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις έξι και ένδεκα ημερών.

Με βάσει τα αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων συμπεραίνουμε ότι η ανακοίνωσης της μετὰταξης αγοράς συνδέεται με μια θετική επίδραση στην τιμή των μετοχών. Αυτά τα ευρήματα συμφωνούν με τα ευρήματα των : Ule (1937) που εξέτασε μετατάξεις την περίοδο 1934-1937, Van Horne (1970) που μελέτησε μετατάξεις τα έτη 1960-1967, McConnell και Sanger (1986) που ασχολήθηκαν με την συμπεριφορά των τιμών ενός δείγματος μετοχών που διαπραγματευόταν OTC και μετατάχθηκαν στο NYSE την περίοδο 1966-1977 και των Kent και Edelman (1992) που μελέτησαν μετατάξεις από το AMEX στο NYSE την περίοδο 1982-1989.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κόρια αγορά για 31 επιχειρήσεις εισιγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της αγοράς)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	30	14/16	0,00599	0,00599	1,01101
-9	31	16/15	0,00202	0,00801	0,34121
-8	31	13/18	-0,00101	0,00701	-0,17009
-7	30	11/19	-0,00435	0,00266	-0,73340
-6	30	13/17	0,00056	0,00322	0,09502
-5	31	18/13	0,00417	0,00739	0,70404
-4	30	17/13	0,00609	0,01349	1,02834
-3	30	17/13	0,01165	0,02514	1,96636*
-2	31	17/14	0,00345	0,17810	0,58221
-1	31	15/16	0,00278	0,03137	0,46879
0	31	17/14	-0,00142	0,02995	-0,23933
1	31	14/17	-0,00409	0,02586	-0,69015
2	30	11/19	-0,00622	0,01964	-1,05018
3	30	11/19	-0,00570	0,01393	-0,96245
4	31	9/22	-0,01152	0,00241	-1,94420*
5	31	15/16	0,00064	0,00306	0,10869
6	30	16/14	0,00516	0,00822	0,87051
7	30	12/18	-0,00503	0,00319	-0,84835
8	30	9/21	-0,01016	-0,00697	-1,71488*
9	30	15/15	-0,00042	-0,00740	-0,07166
10	30	15/15	0,00466	-0,00274	0,78637

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,00136	0,16225
CAR(-5,0)	0,02673	1,84136*
CAR(-10,0)	0,02995	1,52388
		Z-Value
<i>Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1</i>		-0.17961
<i>Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0</i>		0.53882

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

ΠΙΝΑΚΑΣ 13.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κόρια αγορά για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	30	15/15	0,01201	0,01201	1,58221
-9	31	15/16	0,00527	0,01728	0,69461
-8	31	13/18	0,00287	0,02015	0,37783
-7	30	12/18	-0,00105	0,01910	-0,13881
-6	30	11/19	-0,00545	0,01364	-0,71856
-5	31	15/16	0,00076	0,01440	0,09991
-4	30	17/13	0,00357	0,01797	0,47034
-3	30	15/15	0,01595	0,03393	2,10131**
-2	31	14/17	0,00560	0,03952	0,73727
-1	31	14/17	0,00724	0,04676	0,95358
0	31	11/20	-0,00744	0,03932	-0,97965
1	31	12/19	-0,00988	0,02945	-1,30080
2	30	8/22	-0,01068	0,01877	-1,40726
3	30	12/18	-0,00376	0,01500	-0,49557
4	31	11/20	-0,00748	0,00753	-0,98506
5	31	14/17	0,00278	0,01031	0,36652
6	30	12/18	0,00403	0,01434	0,53061
7	30	11/19	-0,00375	0,01058	-0,49427
8	30	11/19	-0,00617	0,00441	-0,81310
9	30	13/17	-0,00222	0,00219	-0,29236
10	30	14/16	0,00017	0,00236	0,02253

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	-0,00020	-0,01843
CAR(-5,0)	0,02568	1,38101
CAR(-10,0)	0,03932	1,56184
		Z-Value
<i>Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1</i>		-0.53882
<i>Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0</i>		-1.61645

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

ΠΙΝΑΚΑΣ 14.

Μέσες έκτακτες αποδόσεις κοινών μετοχών (AR), Αθροιστικές μέσες έκτακτες Αποδόσεις (CAR) & Στατιστικά t [t(AR)] δέκα ημέρες πριν & μετά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης με θέμα την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά για 31 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1992-2003.

(Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης)

Περίοδος	N	Θετικό / Αρνητικό	AR	CAR	t(AR)
-10	30	14/16	0,00634	0,00634	1,04988
-9	31	16/15	0,00491	0,01124	0,81301
-8	31	15/16	0,00367	0,01491	0,60743
-7	30	12/18	-0,00260	0,01231	-0,43117
-6	30	13/17	0,00092	0,01322	0,15184
-5	31	20/11	0,00473	0,01796	0,78437
-4	30	18/12	0,00905	0,02701	1,50029
-3	30	17/13	0,01242	0,03943	2,05884**
-2	31	17/14	0,00585	0,04529	0,96970
-1	31	17/14	0,00268	0,04797	0,44470
0	31	19/12	-0,00101	0,04696	-0,16746
1	31	15/16	-0,00092	0,04603	-0,15327
2	30	12/18	-0,00424	0,04179	-0,70252
3	30	12/18	-0,00687	0,03492	-1,13855
4	31	8/23	-0,01037	0,02456	-1,71768*
5	31	16/15	0,00111	0,02567	0,18466
6	30	15/15	0,00468	0,03035	0,77526
7	30	10/20	-0,00131	0,02904	-0,21759
8	30	10/20	-0,01000	0,01904	-1,65697
9	30	16/14	-0,00042	0,01862	-0,06964
10	30	14/16	0,00198	0,02060	0,32799

Αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων CAR (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAR		t-Statistic
CAR(-1,0)	0,00167	0,19604
CAR(-5,0)	0,03374	2,28229**
CAR(-10,0)	0,04696	2,34619**
		Z-Value
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1		0.53882
Αριθμός θετικών Έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0		1.25724

***Significant at the 0,01 level

** Significant at the 0,05 level

* Significant at the 0,1 level

VI.2 Αποτελέσματα βάσει των λογιστικών αριθμοδεικτών

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα της ανάλυσης των αριθμοδεικτών που στηρίχτηκε στην μεθοδολογία των Berber και Lyon (1996). Στον πίνακα 15 παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες την περίοδο μετά την μετάταξη +1, +2, +3 συγκρινόμενοι με τον αντίστοιχο δείκτη της λειτουργικής απόδοσης την περίοδο πριν την μετάταξη -1. Στον πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τέσσερις αριθμοδείκτες, αποδοτικότητα ενεργητικού, καθαρού περιθωρίου, ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού και χρηματοδότησης ενεργητικού, τα αποτελέσματα εκφράζουν το ενδιάμεσο επίπεδο (median) και είναι εκφρασμένα σε ποσοστά επί της εκατό (%).

Όσον αφορά τον πρώτο αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας ενεργητικού, η αποδοτικότητα ενεργητικού των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν σε ενδιάμεσο επίπεδο υποχώρησε από 15,59% το έτος -1 σε 7,13% το έτος +3 (λαμβάνομένου ως έτος, 0 το έτος πραγματοποίησης της μετάταξης), ενώ για τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις από 14,56% το έτος -1 έχουμε υποχώρηση στο 9,04% το έτος +3. Αν και έχουμε σημαντική μείωση του αριθμοδείκτη και για τις δυο ομάδες των επιχειρήσεων αυτή η υποχώρηση είναι πιο έντονη για τις επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν. Οι διαφορές στα ενδιάμεσα επίπεδα δεν είναι στατιστικά σημαντικές στα αποδεκτά επίπεδα με εξαίρεση το έτος +2 όπου η διαφορά της αποδοτικότητας ενεργητικού των επιχειρήσεων ενδιαφέροντος με τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις είναι -4,86% σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

Το προαναφερθέν φαινόμενο δεν παρατηρείται στον δεύτερο αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου. Το καθαρό περιθώριο των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν σε ενδιάμεσο επίπεδο υποχώρησε από 13,83% το έτος -1 σε 10,62% το έτος +3 (λαμβάνομένου ως έτος, 0 το έτος πραγματοποίησης της μετάταξης). Ο αντίστοιχος αριθμοδείκτης για τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις μειώθηκε από 14,62% το έτος -1 στο 10,09% το έτος +3, παρατηρούμε ότι η μείωση είναι εντονότερη από την μείωση του αριθμοδείκτη των επιχειρήσεων που πραγματοποίησαν μετάταξη. Στατιστικά σημαντικές όμως εμφανίζονται οι ενδιάμεσες διαφορές των δυο ομάδων επιχειρήσεων τα έτη +1 και +2, όπου ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου των επιχειρήσεων ενδιαφέροντος μειώνεται εν συγκρίσει με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη των

αντιστοιχισμένων επιχειρήσεων κατά 0,39% το έτος +1 και κατά 2,60% το έτος +2. Οι match-adjusted διαφορές δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές.

Η λειτουργική αποδοτικότητα μετρούμενη με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού, επίσης υποχωρεί για τις επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν καθώς και για τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις. Η ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν σε ενδιάμεσο επίπεδο υποχώρησε από 99,68% το έτος -1 σε 53,49% το έτος +3 (λαμβάνομένου ως έτος, 0 το έτος πραγματοποίησης της μετάταξης), ενώ για τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις από 90,08% το έτος -1 έχουμε υποχώρηση στο 70,21% το έτος +3. Η υποχώρηση του αριθμοδείκτη είναι εντονότερη για τις επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν. Οι διαφορές στα ενδιάμεσα επίπεδα είναι στατιστικά σημαντικές το έτος -1 όπου ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού των επιχειρήσεων ενδιαφέροντος μειώνεται ως προς τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις κατά 17,47%. Επίσης στατιστικά σημαντική εμφανίζεται και η match-adjusted μεταβολή για τα έτη -1 με +3 που είναι -2,79%.

Τέλος ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης ενεργητικού, σε ενδιάμεσα επίπεδα μειώνεται για τις επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν μετάταξη από 38,59% το έτος -1 σε 30,64% το έτος +3 ενώ αντίθετα για αυξάνεται για τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις από 41,55% το έτος -1 σε 46,27% το έτος +3. Ωστόσο στατιστικά σημαντική εμφανίζεται η match-adjusted μεταβολή τα έτη -1 με +2 και -1 με +3 με ποσοστά 4,35% και -6,23% αντίστοιχα.

Τα αποτελέσματα της παραπάνω ανάλυσης συμφωνούν με τα αποτελέσματα των Παπαϊωάννου, Τραυλός και Viswanathan (2003) που μελέτησαν την λειτουργική απόδοση μετοχών που μετατάχθηκαν από το NASDAQ στο AMEX ή στο NYSE και από το AMEX στο NYSE τα έτη 1978-1996 με την χρήση της προσέγγισης του ελεγχόμενου δείγματος επιχειρήσεων (Matching Control Firm) των Barber και Lyon (1996). Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που άλλαξαν αγορά διαπραγμάτευσης παρουσίασαν μια χειροτέρευση στην λειτουργική τους απόδοση τα έτη που ακολουθούν της μετάταξης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15.

Ενδιάμεσα επίπεδα και Ενδιάμεσες μεταβολές της λειτουργικής αποδοτικότητας υπολογισμένα με την μεθοδολογία του ελεγχόμενου δείγματος επιχειρήσεων, για 14 επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά του ΧΑΑ και των αντιστοιχισμένων επιχειρήσεων , τα έτη 1993-2001⁹.

	Ενδιάμεσο επίπεδο το έτος -1	Ενδιάμεσο επίπεδο το έτος +1	Ενδιάμεσο επίπεδο το έτος +2	Ενδιάμεσο επίπεδο το έτος +3	Ενδιάμεση μεταβολή τα έτη -1 με +1	Ενδιάμεση μεταβολή τα έτη -1 με +2	Ενδιάμεση μεταβολή τα έτη -1 με +3
Αποδοτικότητας Ενεργητικού(%)							
Επιχειρήσεις ενδιαφέροντος	15,59	10,20	6,18	7,13	-5,40*	-7,63	-5,98
Αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις	14,56	14,40	12,01	9,04	-1,54**	-4,43*	-7,92**
Διαφορά	0,20	-0,10	-4,86**	-0,86			
Match-adjusted change					-0,99	-4,10	-2,23
Αριθμός παρατηρήσεων					14	14	12
Καθαρού περιθωρίου (%)							
Επιχειρήσεις ενδιαφέροντος	13,83	18,90	12,14	10,62	1,01***	-3,89***	-2,77*
Αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις	14,62	12,03	13,65	10,09	-0,0039**	-3,72	-6,05
Διαφορά	-1,54	-0,39**	-2,60***	-0,22			
Match-adjusted change					1,30	-5,03	2,99
Αριθμός παρατηρήσεων					14	14	12
Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού(%)							
Επιχειρήσεις ενδιαφέροντος	99,68	60,51	51,95	53,49	-30,16	-36,80	-28,60
Αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις	90,08	83,77	80,6	70,21	-14,15	-22,66	-39,08
Διαφορά	-4,79	-17,46*	-30,89	-9,44			
Match-adjusted change					-8,02	-14,37	-2,79**
Αριθμός παρατηρήσεων					14	14	12
Χρηματοδότησης ενεργητικού (%)							
Επιχειρήσεις ενδιαφέροντος	38,59	43,27	26,04	30,64	7,99	-4,20*	1,99**
Αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις	41,55	47,10	41,23	46,27	1,04	-2,21**	0,80*
Διαφορά	-8,52	-12,31	-10,66	-14,25			
Match-adjusted change					0,37	4,35**	-6,23**
Αριθμός παρατηρήσεων					14	14	12

Ο στατιστικός έλεγχος στηρίζεται στο Wilcoxon signed-rank test.

***Significant at the 0,01 level, ** Significant at the 0,05 level, * Significant at the 0,1 level.

⁹ Η περίοδος διαφέρει λόγω της εξαίρεσης κάποιων επιχειρήσεων από το δείγμα που παρουσιάζονται αναλυτικά στο κεφάλαιο IV Δείγμα

VII. Συμπεράσματα

Στην εργασία αυτή έγινε προσπάθεια να ερευνηθεί η επίδραση που έχει στην απόδοση των μετοχών η πρόθεση μετάταξης αγοράς. Συγκεκριμένα μελετήθηκαν τρεις ημερομηνίες: η ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων με θέμα την μετάταξη αγοράς, η ημερομηνία δημοσίευσης της προαναφερθείσας πρόσκλησης και η ημερομηνία πραγματοποίησης της γενικής συνέλευσης. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε είναι «ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων» όπως περιγράφηκε από τους Brown και Warner (1983 και 1985). Για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων χρησιμοποιήσαμε τρία υποδείγματα, το υπόδειγμα της αγοράς το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης και το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.

Τα αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων σε γενικές γραμμές συγκλίνουν, μεγαλύτερη σύγκλιση παρουσιάζουν τα αποτελέσματα του υποδείγματος της αγοράς με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης. Στηριζόμενοι στα ευρήματα απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση της μηδενικής έκτακτης απόδοσης όσον αφορά την ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Έτσι συμπεραίνουμε ότι η ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων συνδέεται με θετική επίδραση στις τιμές των υπό εξέταση μετοχών.

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα και των τριών υποδειγμάτων παρατηρούμε ότι έχουμε στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις κατά τις περιόδους -1, 0 και 1 ως προς την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετοχών ($t=0$) και στα τρία υποδείγματα. Επίσης οι αθροιστικοί μέσοι των έκτακτων αποδόσεων, δυο, έξι και ένδεκα ημερών είναι στατιστικά σημαντικοί και στα τρία υποδείγματα. Στηριζόμενοι σε αυτά τα ευρήματα απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση της μηδενικής έκτακτης απόδοσης. Έτσι καταλήγουμε ότι η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης των μετόχων συνδέεται με μια θετική επίδραση στις τιμές των υπό εξέταση μετοχών. Εν αντιθέσει όσον αφορά την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης των μετόχων δεν φαίνεται να προκαλεί, βάσει των αποτελεσμάτων, στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Από τα προαναφερθέντα συνάγουμε ότι η γνωστοποίηση της πρόθεσης της

επιχείρησης να μεταταχθεί από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. εκλαμβάνεται ως θετικό νέο και έχει ευνοϊκή επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Εν συνεχεία για τις επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν μετάταξη εφαρμόστηκε η μεθοδολογία των Barber και Lyon (1996) έτσι ώστε να μελετηθεί η μεταβολή στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων. Χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις αριθμοδείκτες για την προσέγγιση της λειτουργικής αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα εμφανίζουν ότι στους δυο (αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού και ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού) από του τέσσερις αριθμοδείκτες αν και υπάρχει υποχώρηση και για τις δύο ομάδες επιχειρήσεων, αυτών που μετατάχθηκαν και των αντιστοιχισμένων, η υποχώρηση του αριθμοδείκτη είναι εντονότερη για τις επιχειρήσεις που μετατάχθηκαν. Λαμβάνοντας υπόψη τα στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα των διαφορών καθώς και των match-adjusted ενδιάμεσων μεταβολών των ετών (-1, +1), (-1,+2) και (-1,+3) παρατηρούμε ότι η λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν σε σχέση με τις αντιστοιχισμένες επιχειρήσεις εμφανίζει πιο έντονη μείωση.

Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται η χρονολογική σειρά των τεσσάρων σημαντικών ημερομηνιών που μελετήθηκαν και σχετίζονται με την μετάταξη. Η ημερομηνία γραφής της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων από την ημερομηνία μετάταξης κατά μέσον όρο απέχει 138 ημέρες, αυτό το χρονικό διάστημα είναι σχετικά σύντομο, οι επιχειρήσεις έχουν δημοσιευμένα τα αποτελέσματα του έτους -1. Η γνωστοποίηση της μετάταξης έχει ευνοϊκή επίδραση στην τιμή της μετοχής και δημιουργεί προσδοκίες για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα της λογιστικής ανάλυσης, ότι δηλαδή η λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που μετατάχθηκαν εμφανίζει κάμψη τα έτη που ακολουθούν την μετάταξη, επιβεβαιώνεται η timing hypothesis, δηλαδή ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν στρατηγικά το χρόνο πραγματοποίησης της μετάταξης από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά όταν τα οικονομικά τους μεγέθη εμφανίζονται ικανοποιητικά και ίσως γνωρίζουν ότι αυτό δεν θα συνεχιστεί στο μέλλον (ασυμμετρία πληροφόρησης). Η ασυμμετρία πληροφόρησης επιβεβαιώνεται από την θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής τις ημερομηνίες γραφής και δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων για την μετάταξη από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά. Συνεπώς οι επενδυτές αποτυγχάνουν να αναμένουν την χειροτέρευση στην λειτουργική αποδοτικότητα μιας και η απόφαση μετάταξης εκλαμβάνεται ως ευνοϊκή είδηση για την επιχείρηση.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aczel A.D., Complete Business Statistics, IRWIN Third Edition.

Barber B.M., Lyon J.D., “Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics” Journal of Financial Economics 41(1996)

Brown S.J., Warner J.B., “Using daily stock returns, The case of event studies”, Journal of Financial Economics Vol. 14 (1985)

Christie W.G., Huang R.D “Market structures and Liquidity: A transaction data study of exchange listing”, Journal of Financial Intermediation 3(1994)

Cooper K.S., Groth J.C., and Avera W.E. , “Liquidity, Exchange Listing and Common Stock Performance” Journal of Economics and Business 37, February 1985.

Dharan B.G. and Ikenberry D.L, “The long-run negative drift of post listing returns.” The Journal of Finance, Vol 50, December 1995

Dubofsky D.A., Groth J.C. “Exchange listing and stock liquidity” The Journal of Financial Research, Winter 1984

Doukas.J., Travlos. N.G. “The effect of corporate multinationalism on shareholder’s wealth: evidence from international acquisitions” Journal of Finance, December 1988

Furst. R., “Does listing Increases the market price of common stock” Journal of Business 49, April 1970

Καρούση Γ.Ν. Ανάλυση και κριτική διερεύνηση χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Kent.B.H and Edelman R.B. "AMEX to NYSE transfers, Market microstructure and shareholder wealth" Financial Management Vol 21, Num 4, winter 1992

McConnell J.J. , Sanger G.C., "The puzzle in post-listing common stock returns" The Journal of Finance, Vol. XLII, No1, March 1987

Papaioannou G.J, Travlos N.G., Viswanathan K.G., "The operating performance of firms that switch their stock listings" The Journal of Financial Research Vol. XXVI, winter 2003

Papaioannou G.J, Travlos N.G., Viswanathan K.G., "Stock listing changes: Timing or Signaling", preliminary draft January 2003

Παπατούκας Κ.Π., Σ.Ο.Α. Ανάλυση και διερεύνηση των οικονομικών καταστάσεων.

Sanger G.C. and John J. McConnell, "Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency: The impact of NASDAQ" Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.21, No1, March 1986

Ule M.G. "Price Movements of Newly-Listed Common Stocks" Journal of Business 10, October 1937

Van Horne J.C., "New listings and their price behavior", Journal of Finance, Vol 25, September 1970

Webb G.P., "Evidence of managerial timing: the case of exchange listings" The Journal of Financial Research. Vol. XXII, Fall 1999

Ying L.K.W., Wilbur G. Lewellen, Gary G. Schlarbaum, Ronald C. Lease, "Stock Exchange Listing and Securities Returns" The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.12, 1977

