

ΕΛΕΓΧΟΣ

642

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΙΝΑΙ
ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΗΔΗ
ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΟΝΤΑΙ
(ΕΠΙΧΑΡΑΞΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ)

Διπλωματική Εργασία του Μεταπτυχιακού Φοιτητή
ΔΙΑΜΑΝΤΑΤΟΥ ΔΗΜΗΤΡΗ

Για τις απαιτήσεις του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στη
Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική

Υπεύθυνος : Επίκουρος Καθηγητής Τσαγκαράκης Νικόλαος

Ιούνιος 2001



00140178

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ.ΕΙΣ.	40178
COMP.	21247 η 22594
ΤΑΞΙΝ.	332.642 ΔΙ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

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

Ευχαριστώ τον επιβλέποντα Επίκουρο Καθηγητή κο Τσαγκαράκη Νικόλαο για την πολύτιμη καθοδήγηση του, τον Επίκουρο Καθηγητή κο Τσιφτάκη Εμμανουήλ για τις χρήσιμες παρατηρήσεις του και τον Επίκουρο Καθηγητή Φύλιππα Νικόλαο για τη βοήθεια που μου προσέφερε. Ευχαριστώ την οικογένεια μου που μου συμπαράσταθηκε, τους φίλους μου κ.κ. Ρέτσα Χρ., Γρίβα Αρ. και Πάτσαλη Ν. καθώς και όλους εκείνους που συνετέλεσαν στο να έρθει εις πέρας αυτή η μελέτη.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
2.	ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	9
	2.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟΣ	
	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ.....	9
	Μορφή I [Όταν μια επιχείρηση (μητρική) έχει την πλειοψηφία κεφαλαίου μιας άλλης (θυγατρικής) ή των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης θυγατρικής]	10
	Μορφή II [Όταν μια επιχείρηση (μητρική) έχει την πλειοψηφία κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής) και η πλειοψηφία αυτή σχηματίζεται ύστερα από συνυπολογισμό των τίτλων και των δικαιωμάτων που κατέχονται από τρίτους για λογαριασμό της μητρικής επιχείρησης]	10
	Μορφή III [Όταν μια επιχείρηση ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής) επιχείρησης, ύστερα από συμφωνία με άλλους μετόχους ή εταίρους της επιχείρησης αυτής (της θυγατρικής)]	10
	Μορφή IV [Όταν συμμετέχει στο κεφάλαιο μιας άλλης επιχείρησης και έχει το δικαίωμα είτε άμεσα είτε μέσω τρίτων να διορίζει ή να παύει την πλειοψηφία των μελών των οργάνων διοίκησης της θυγατρικής επιχείρησης]	10
	Μορφή V [Όταν μια επιχείρηση ασκεί δεσπόζουσα επιρροή σε μια άλλη επιχείρηση (θυγατρική)]	11
	2.2 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	
	ΝΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	13
	2.2.1 Θεσμικό Πλαίσιο	13
	2.2.2 Η Διαδικασία που Ακολουθεί μια Εταιρεία για την Εισαγωγή της στο Χ.Α.Α.	16

3.	ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	20
	3.1 Απόσχιση της Θυγατρικής από την Μητρική και Εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο (Carve-out)	20
	3.2 Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Καταβολή Μετρητών (SEO)	23
	3.3 Διανομή Μετοχών της Θυγατρικής σε Μετόχους της Μητρικής Εταιρείας (Spin-off)	25
4.	ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ.....	28
5.	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	33
	5.1 Το Δείγμα.....	33
	5.2 Μέθοδος Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων	38
	5.3 Μέθοδος Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων	41
6.	ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	44
	6.1 Αποτελέσματα Ανάλυσης των Επιχειρηματικών Γεγονότων.....	46
	6.2 Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων	48
	6.3 Αποτελέσματα Ελέγχου Πρόσημου των Έκτακτων Αποδόσεων	51
7.	ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	54
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ		
	ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	57
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	64

Γ.Σ	Γενική Συνέλευση
Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
Ε.Γ.Λ.Σ.	Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο
Ε.Κ.	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Ν	Νόμος
ΝΕ.ΧΑ	Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
Π.Δ	Προεδρικό Διάταγμα
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας Κυβερνήσεως
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
IPO	Initial Public Offering
SEO	Seasoned Equity Offering

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το 1999 οι Έλληνες επενδυτές έγιναν μάρτυρες αρκετών επιχειρηματικών συμφωνιών οι οποίες μετέτρεψαν απλές επιχειρήσεις σε ομίλους με πολυσχιδή δραστηριότητα. Την περίοδο αυτή, σημαντική ήταν η κινητικότητα που παρουσίασαν εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) στη δημιουργία νέων θυγατρικών εταιρειών καθώς και στη κεφαλαιακή ενίσχυση των ήδη υπαρχόντων με κυριότερο στόχο την αυτόνομη εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. (Carve out).

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτεταμένα με τα πιθανά κίνητρα που ωθούν εταιρείες να εκχωρούν σημαντικό μέρος του διαχειριστικού ελέγχου της θυγατρικής τους μέσω δημόσιας εγγραφής. Ένα σημαντικό κίνητρο είναι (1) η άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων της θυγατρικής. Επίσης, σημαντικό κίνητρο είναι και (2) ο καθορισμός αντικειμενικής αξίας μετοχής, που διευκολύνει την αποτίμηση της αξίας της θυγατρικής και βοηθάει στην καθιέρωση θεσμών σύνδεσης της αμοιβής των διοικητικών στελεχών και των εργαζομένων με την παραγωγικότητά τους. Ένα τρίτο κίνητρο είναι (3) ότι με την εισαγωγή των μετοχών της στο χρηματιστήριο η θυγατρική υφίσταται συνεχή αξιολόγηση και οι επενδυτές μπορούν να έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την εταιρεία.

Αρκετές μελέτες επίσης ερευνούν τις επιπτώσεις που έχει η εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής εταιρείας στο χρηματιστήριο (carve-out) στην τιμή της μετοχής της μητρικής. Άλλες τα συγκρίνουν με άλλες περιπτώσεις αλλαγής της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας εταιρείας όπως, με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης (Seasoned Equity Offering) και με την διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin off). Όλες, οι μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο (carve-out), όπως και η διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους

της μητρικής (spin off), σε αντίθεση με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (SEO), οδηγεί σε αύξηση της τιμής της μετοχής της μητρικής.

Η εργασία αυτή είναι σημαντική γιατί η εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο, αποτελεί μια σημαντική επιχειρηματική απόφαση. Επίσης, παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση του αριθμού των θυγατρικών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α.. Είναι χαρακτηριστικό ότι από τις 45 θυγατρικές εταιρείες που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α. από το 1990 έως το 2000, οι 19 από αυτές εισήχθησαν την τελευταία διετία (Πίνακας 1). Τέλος, το γεγονός ότι μελέτες αναλόγου αντικειμένου δεν έχουν πραγματοποιηθεί για την Ελλάδα, κάνει τα αποτελέσματα αυτής ενδιαφέροντα για την κεφαλαιαγορά.

Αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι να ερευνηθεί η μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας. Οι ημερομηνίες που διερευνούνται είναι:

- α. της πρώτης ανακοίνωσης για την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. (1^η ανακοίνωση) και
- β. της ημέρας που η μετοχές της θυγατρικής εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση).

Σκοπός μας είναι η λεπτομερής εμπειρική ανάλυση των έκτακτων ημερησίων αποδόσεων της μετοχής της μητρικής εταιρείας γύρω από τις παραπάνω ημερομηνίες.

Το κεφάλαιο 2 παρουσιάζει τις διακρίσεις που αναφέρει η ελληνική νομοθεσία για το πότε υπάρχει σχέση μητρικής προς θυγατρική, και αναφέρονται οι διαδικασίες και οι όροι εισαγωγής νέων εταιρειών στο χρηματιστήριο. Στο κεφάλαιο 3 θα αναφέρουμε τις σχετικές θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τις αντιδράσεις των επενδυτών κατά την ανακοίνωση ενός carve-out, ενός SEO και ενός spin off. Στο κεφάλαιο 4

παρουσιάζονται οι εμπειρικές έρευνες σχετικά με την επίδραση που έχει η εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της μητρικής. Στο κεφάλαιο 5 γίνεται η περιγραφή του δείγματος και αναλύεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε. Στο κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα και το κεφάλαιο 7 περιέχει τα συμπεράσματα της μελέτης.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ

Ο Ν. 2190/1920 στο άρθρο 42 ε (παρ.5, περ.α) καθορίζει πότε υπάρχει σχέση μεταξύ μητρικής επιχείρησης και μιας θυγατρικής της.

Η σχέση αυτή καθορίζεται κυρίως από το ποσοστό που μια επιχείρηση (π.χ. μητρική) συμμετέχει στο κεφάλαιο ή στα δικαιώματα ψήφου μιας άλλης επιχείρησης (π.χ. θυγατρική).

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

- Από τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται για λογαριασμό προσώπου που ενεργεί στο όνομά του, εκτός της μητρικής ή θυγατρικής επιχείρησης.
- Τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχει η μητρική για εγγύηση ή για ασφάλεια δανείων που χορηγήθηκαν στα πλαίσια συνήθους επιχειρηματικής δραστηριότητας στον τομέα της χορήγησης δανείων.

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

(θυγατρικής και των θυγατρικών της) .Στη συνέχεια αναφέρουμε αναλυτικά πότε υπάρχει σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική [Ν.2190/1920 (άρθρο 42ε, παρ.5, περ. α)] και του Ε.Γ.Λ.Σ. (παρ.2.2.112, περ.10). Μπορούμε να διακρίνουμε πέντε μορφές:

Μορφή Ι. Όταν μια επιχείρηση (μητρική) έχει την πλειοψηφία κεφαλαίου μια άλλης (θυγατρικής) ή των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής). Εδώ για να θεωρούνται συνδεδεμένες οι επιχειρήσεις, πρέπει η μητρική να συμμετέχει στο κεφάλαιο της θυγατρικής με ποσοστό μεγαλύτερο του 50% ή να έχει ποσοστό ψήφων μεγαλύτερο του 50%.

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

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

Μορφή ΙΙΙ. Όταν μια επιχείρηση ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής) επιχείρησης, ύστερα από συμφωνία με άλλους μετόχους ή εταίρους της επιχείρησης αυτής (της θυγατρικής).

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

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

Μορφή V. Όταν μια επιχείρηση (μητρική) ασκεί δεσπόμενη επιρροή σε μια άλλη επιχείρηση (θυγατρική)

Δεσπόμενη επιρροή υπάρχει όταν:

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

(β) η μητρική επιχείρηση ασκεί κυριαρχική επιρροή στη διοίκηση ή τη λειτουργία της θυγατρικής.

Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο Νο3, μια μητρική επιχείρηση μπορεί να ασκεί κυριαρχική επιρροή σε μια άλλη επιχείρηση με ποικίλους τρόπους οι σπουδαιότεροι των οποίων είναι:

α. Η εκπροσώπηση της μητρικής στο διοικητικό συμβούλιο της θυγατρικής.

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

Και στην παραπάνω περίπτωση πρέπει, για τον προσδιορισμό των ποσοστών συμμετοχής ή των δικαιωμάτων ψήφου που έχει η μητρική επιχείρηση, να προστίθενται και τα ποσοστά (συμμετοχής και δικαιωμάτων

2.2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

2.2.1. Θεσμικό Πλαίσιο

Η εισαγωγή εταιρειών στην Κύρια, την Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.ΧΑ) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διέπεται από την ακόλουθη νομοθεσία:

1. Προεδρικό Διάταγμα 348/24.5.1985,
2. Προεδρικό Διάταγμα 350/24.5.1985,
3. Υπουργική Απόφαση αριθ.119 Ε.Κ. 50454 της 15/29 Δεκ.1989
4. Νόμο 2651/1998 (ΦΕΚ 248 Α΄/3.11.98),
5. Νόμο 2733/1999,
6. Υπουργική Απόφαση αριθ. 2063/Β.69 (ΦΕΚ 79 Β΄/8.2.1999),
7. Υπουργική Απόφαση αριθ. 41118/Β2095,
8. Υπουργική Απόφαση αριθ. 3444/Β.253 (ΦΕΚ 94 Β΄/ 2.2.2000)
9. Υπουργική Απόφαση αριθ. 3445/Β.254 (ΦΕΚ 94 Β΄/ 2.2.2000)

Το Προεδρικό Διάταγμα Νο 348/85 είχε σκοπό να εναρμονίσει τις απαιτήσεις και τους κανονισμούς σχετικά με το ενημερωτικό φυλλάδιο με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης . Ειδικότερα, το Διάταγμα επιβάλλει διαφοροποιημένες απαιτήσεις για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών για διαφορετικούς τύπους αξιόγραφων και χρήσεις των κεφαλαίων που αντλούνται από την έκδοση. Επίσης, επιβάλλει την προηγούμενη έγκριση του ενημερωτικού φυλλαδίου από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και απαιτεί την κυκλοφορία του πριν από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών στο χρηματιστήριο. Απαιτεί επίσης την ενσωμάτωση τυχόν

ενδιάμεσων εταιρικών εξελίξεων και πληροφοριών στο φυλλάδιο και τελικά επιβάλλει την εμπιστευτικότητα του περιεχομένου του φυλλαδίου. Παραρτήματα του Διατάγματος περιγράφουν το είδος των πληροφοριών που προβλέπονται στις περιπτώσεις αντίστοιχα μετοχών, ομολογιών και τίτλων παραστατικών μετοχών (warrants).

Το Προεδρικό Διάταγμα 350/8 περιγράφει τα κριτήρια για τη εισαγωγή εταιρικών μετοχών και ομολογιών στο Χρηματιστήριο. Ειδικότερα το Διάταγμα επιβάλει ελάχιστο εταιρικό κεφάλαιο τα τέσσερα δισεκατομμύρια (4.000.000.000) δραχμές¹, λογιστικές καταστάσεις για τουλάχιστον τρία χρόνια², την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 25%³, τη χρησιμοποίηση αναδόχου, τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής από τον ανάδοχο και την δυνατότητα του αναδόχου να διενεργεί χρηματιστηριακές πράξεις με σκοπό τη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών αυτών, εφόσον έχει δηλώσει ρητώς στο ενημερωτικό φυλλάδιο ότι ενδέχεται να διενεργήσει πράξεις για τη σταθεροποίηση της τιμής των μετοχών⁴. Η δυνατότητα αυτή παρέχεται για τρεις (3) μήνες από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών. Επίσης το Διάταγμα για να υπάρχει επαρκής διασπορά, απαιτεί την κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α., τουλάχιστον σε δύο χιλιάδες (2.000) πρόσωπα⁵. Το Διάταγμα επιτρέπει την εισαγωγή ξένων μετοχών, εφόσον έχουν προηγουμένως εισαχθεί στη χώρα προέλευσής τους.

Στην περίπτωση εισαγωγής ομολογιών, το Προεδρικό Διάταγμα 350 απαιτεί την έκδοση ομολογιών ελαχίστης αξίας 20 εκατ. Δραχμών, και η εκδότρια

¹ Τροποποιήθηκε όπως παραπάνω με την αποφ. του ΥΠΕΘΟ αριθ. 3444/Β.253 (ΦΕΚ Β' 94/2.2.2000)

² Όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 1 § 2 ν. 2651/1998

³ Όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 1 § 4 ν. 2651/1998

⁴ Συμπληρώθηκε με το άρθρο 5 ν.2651/1998

⁵ Όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 1 § 4 ν. 2651/1998

εταιρεία να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων ένα δισεκατομμύριο (1.000.000.000) δραχμές⁶.

Το Διάταγμα επίσης επιβάλλει την υποβολή και δημοσίευση ετησίων λογιστικών καταστάσεων.

Η Υπουργική Απόφαση του 1989 καθορίζει κριτήρια για τη εισαγωγή μετοχών και ομολογιών στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Σύμφωνα με την Απόφαση, η αιτούσα εταιρεία πρέπει να έχει ελάχιστη καθαρή περιουσία ένα δισεκατομμύριο (1.000.000.000) δραχμές⁷, να προσφέρει ένα πρόσθετο 25% των μετοχών της⁸, να χρησιμοποιήσει ανάδοχο και να κυκλοφορήσει ενημερωτικό φυλλάδιο. Τα κριτήρια για την εισαγωγή ομολογιών είναι περίπου όμοια με εκείνα που ισχύουν για την κύρια αγορά.

Με τον Νόμο 2733/99 συστάθηκε η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.ΧΑ) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην οποία εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιρειών που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Ειδικότερα, ο Νόμος επιβάλλει ελάχιστο εταιρικό κεφάλαιο τα διακόσια εκατομμύρια (200.000.000) δραχμές, λογιστικές καταστάσεις για δύο τουλάχιστον χρόνια και την διάθεση στο κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχών αξίας τουλάχιστον διακοσίων πενήντα εκατομμυρίων (250.000.000) δραχμών. Από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% προέρχεται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της. Επίσης, ο Νόμος απαιτεί όπως το 20% των νέων μετοχών κατανέμεται σε τουλάχιστον 150 διαφορετικούς επενδυτές. Τέλος, η εταιρεία ορίζει ένα τουλάχιστον ειδικό διαπραγματευτή.

Δύο ακόμη νόμοι με επιπτώσεις στην εισαγωγή και τη διαπραγμάτευση αξιόγραφων είναι το Προεδρικό Διάταγμα Νο 360/1985 και ο Νόμος.

⁶ Το αναφερόμενο ποσό τέθηκε κατ' αναπροσαρμογή του προϊσχύοντος (500.000.000) με την απόφαση ΥΠΕΘΟ 33738/1301-Β/5.8.1994 (ΦΕΚ Β630')

⁷ Το αναφερόμενο ποσό τέθηκε κατ' αναπροσαρμογή του προϊσχύοντος (500.000.000, ΥΠΕΘΟ αριθ. 2063/Β.69) με την απόφαση του ΥΠΕΘΟ αριθ.3445 /Β.254 (ΦΕΚ 94/2.2.2000)

⁸ Όπως τροποποιήθηκε με τη απόφαση του ΥΠΕΘΟ αρ. Πρωτ. 41118/Β2095/26.11.1999

1806/1988 . Το Προεδρικό Διάταγμα επιβάλλει την απαίτηση όπως οι εταιρείες δημοσιοποιούν εξαμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις, ενώ ο Νόμος 1806 επιτρέπει μόνο σε εταιρείες με ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων ένα δις, δραχμές να προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου. Πρέπει να αναφερθεί ότι η Ελληνική νομοθεσία επιτρέπει στις εμπορικές τράπεζες να προσφέρουν υπηρεσίες αναδοχής.

2.2.2. Διαδικασία που Ακολουθεί μία Εταιρεία για την Εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Η διαδικασία της αρχικής εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α. ξεκινά με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, μετά από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου, για την είσοδο στο χρηματιστήριο και για την ταυτόχρονη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, με την έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες θα διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή. Ακολουθεί απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας σε εκτέλεση της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης, για τον καθορισμό των λεπτομερειών εισαγωγής. Στην συνέχεια γίνεται επίδοση της εντολής από την εταιρεία σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που θα προσφέρει υπηρεσίες ως Σύμβουλος Έκδοσης, δηλαδή θα επιμεληθεί τη διαδικασία εισαγωγής χωρίς όμως υποχρέωση να λειτουργήσει απαραίτητα ως ανάδοχος. Εναλλακτικά, η εταιρεία μπορεί να απευθυνθεί κατευθείαν σε ένα ανάδοχο ο οποίος θα επιμεληθεί τη διαδικασία εισαγωγής και θα αναλάβει την υποχρέωση της αναδοχής. Οι υπηρεσίες συμβούλου έκδοσης περιλαμβάνουν την οργάνωση της εισαγωγής και της κοινοπραξίας αναδόχων.

Η επιλογή των μελών της κοινοπραξίας αναδοχής εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως υποδείξεις της εκδότριας εταιρείας, προηγούμενες σχέσεις με τον κύριο ανάδοχο ή σύμβουλο, ή αναγκαιότητα επαφής αναδόχων-μελών με ανεπτυγμένα δίκτυα διανομής. Η οργάνωση της κοινοπραξίας ακολουθείται από την υπογραφή της Σύμβασης Αναδοχής, η

οποία μεταξύ άλλων όρων περιγράφει τον τρόπο της διανομής των μετοχών ανάμεσα στα μέλη της κοινοπραξίας σε σχέση με την υποχρέωση διανομής και αναδοχής.

Η τιμή εισαγωγής των μετοχών⁹, καθορίζεται από τον ανάδοχο είτε πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής είτε μετά το πέρας αυτής, εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building).

Εάν η τιμή καθορίζεται πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής, αυτή είτε αναγράφεται στο ενημερωτικό φυλλάδιο (prospectus), είτε αναγγέλλεται το αργότερο την προηγούμενη της έναρξεως της δημόσιας εγγραφής. Εφόσον κατά την δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών, ο ανάδοχος, το αργότερο την προηγούμενη της έναρξεως της δημόσιας εγγραφής, ανακοινώνει ένα εύρος τιμών της μετοχής. Η τελική τιμή καθορίζεται από τον ανάδοχο εντός του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και αναγγέλλεται από αυτόν το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. της ημέρας εκείνης. Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους επενδυτές, που δεν συμμετείχαν στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών αναγγέλλεται σύμφωνα με τα οριζόμενα παραπάνω και μπορεί να είναι η κατώτερη του ανακοινωθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερης αυτής δεν μπορεί, όμως να υπερβαίνει την ανακοινωθείσα από τον ανάδοχο τελική τιμή για τους συμμετέχοντες στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, καθορίζεται το ανώτατο ποσοστό κατά το οποίο η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη. Το ποσοστό αυτό δεν μπορεί να είναι άνω του δεκαπέντε τοις εκατό (15%).

⁹ Παράγραφος 2 του άρθρου 4 του Π.Δ.348/1985, η οποία προστέθηκε με το άρθρο 12 του Ν.2324/1995 και αντικαταστάθηκε με τον Ν.2651/1998 § 2 άρθρο 4

Η σύνταξη του ενημερωτικού φυλλαδίου γίνεται από τον ανάδοχο σε συνεργασία με την εταιρεία. Ακολουθεί αίτηση της εταιρείας για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, συνοδευόμενη από τα απαιτούμενα δικαιολογητικά¹⁰.

Εφόσον, εκπληρώνονται όλες οι νόμιμες προϋποθέσεις εγκρίνεται το ενημερωτικό φυλλάδιο από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α και υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει την δια δημόσιας εγγραφής κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Ο κύριος ανάδοχος σε συνεννόηση με το χρηματιστήριο καθορίζει την ημερομηνία επίσημης προσφοράς των μετοχών στο επενδυτικό κοινό και γίνεται γνωστοποίηση αυτής στο κοινό, με ανακοίνωση-πρόσκληση στις εφημερίδες. Η χρονική διάρκεια των δημοσίων εγγραφών και τήρησης του βιβλίου προσφορών ορίζεται σε τέσσερις (4) εργάσιμες ημέρες για την Κύρια αγορά και σε τρεις (3) εργάσιμες ημέρες για την Παράλληλη αγορά¹¹. Ενδιαφερόμενοι επενδυτές εγγράφονται στα γραφεία τραπεζών ή χρηματιστηριακών εταιρειών που αναφέρονται στην αναγγελία δημόσιας εγγραφής.

Η τελική διάθεση των μετοχών γίνεται μετά την υποβολή φακέλου δικαιολογητικών για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο Χ.Α.Α., από τον κύριο ανάδοχο καθώς και φακέλου δικαιολογητικών για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών¹². Ο κύριος ανάδοχος οφείλει να υποβάλει όλα τα σχετικά δικαιολογητικά, εντός 5 εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της δημόσιας εγγραφής. Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης εταιρείας πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως του Δ.Σ. του χρηματιστηρίου της εισαγωγής των μετοχών.

¹⁰ Αναφέρονται αναλυτικά στην υπ' αριθμ. 20/5-3-99 απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

¹¹ Σύμφωνα με το άρθρο 2 § 4 απόφαση 13/174/26.10.1999 του Δ.Σ. της Ε.Κ.

¹² Αναφέρονται αναλυτικά στην υπ' αριθμ. 20/5-3-99 απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

Η αρχική εισαγωγή είναι δυνατόν να περιλαμβάνει την ιδιωτική τοποθέτηση ενός μέρους της έκδοσης. Ιδιωτικά τοποθετούμενες μετοχές συνήθως δίνονται σε εταιρικά διευθυντικά στελέχη, μέλη του διοικητικού συμβουλίου, το εργατικό προσωπικό και άλλα άτομα.

Δ1 ΑΔΕΥΧΙΑ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΑΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΤΗΝ ΜΗΤΡΙΚΗ ΚΑΙ ΚΙΣΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΣΤΗΜΟ (CARVE-OUT)

Με την περίπτωση όπου η θυγατρική εταιρεία αγοράζει ένα μέρος της θυγατρικής μεσοπρόθεσμα, όπως είναι η περίπτωση όπου διακρίνεται η αγορά μετοχών έχει ως το κεντρικό θέμα της ανάλυσής μας είναι η αξιολόγηση των μετοχών που αγοράζονται πρόσφατα από την θυγατρική και Smith (1994). Οι ειδικοί διαπίστωσαν ότι η αξιολόγηση με την έκδοση νέων μετοχών από την μητρική (ΣΕΟ), από τη στιγμή που η θυγατρική αγοράζει μετοχές μιας θυγατρικής, την χρηματοδοτεί με κέρδη από τις επενδύσεις της θυγατρικής της πρώτης της κατηγορίας. Είναι σε θέση να κάνει τον έλεγχο της αγοράς της πρώτης της κατηγορίας, λόγω της ύπαρξης των κερδών της θυγατρικής. Επίσης, με την περίπτωση που η θυγατρική αγοράζει μετοχές της μητρικής είναι ότι η θυγατρική είναι η ίδια η θυγατρική της μητρικής. Επίσης, με την χρηματοδότηση της θυγατρικής από τη μητρική, η θυγατρική είναι χρηματοδοτούμενη από την μητρική. Επίσης, με την περίπτωση που η θυγατρική αγοράζει μετοχές της μητρικής, η θυγατρική είναι χρηματοδοτούμενη από την μητρική. Επίσης, με την περίπτωση που η θυγατρική αγοράζει μετοχές της μητρικής, η θυγατρική είναι χρηματοδοτούμενη από την μητρική.

3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Η επιχειρηματική απόφαση, για την εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής στο χρηματιστήριο (carve-out), όπως και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών (SEO) αλλά και η διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin-off), από ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις, επιφέρει αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της μητρικής εταιρείας. Παρακάτω θα αναφερθούμε σε θεωρίες και υποθέσεις που ερευνούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας κάθε μια από τις παραπάνω αποφάσεις. Στον Πίνακα 2 γίνεται μια ανασκόπηση των εμπειρικών αποτελεσμάτων σχετικών με τις αντιδράσεις των επενδυτών κατά την ανακοίνωση ενός carve-out, SEO και spin-off.

3.1 ΑΠΟΣΧΙΣΗ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΜΗΤΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ (CARVE-OUT)

Με την περίπτωση όπου μια μητρική εταιρεία εκχωρεί ένα μέρος της θυγατρικής μέσω δημόσιας εγγραφής, όπου δικαίωμα αγοράς μετοχών έχει όλο το επενδυτικό κοινό ανεξαρτήτως αν ήταν παλαιοί μέτοχοι ή όχι, ασχολήθηκαν πρώτοι οι Schipper και Smith [1986]. Οι οποίοι διαπίστωσαν ότι σε αντίθεση με την έκδοση νέων μετοχών από την μητρική (SEO), κατά την ανακοίνωση της εισαγωγής των μετοχών μιας θυγατρικής στο χρηματιστήριο υπάρχει στατιστικά σημαντική αύξηση της τιμής της μητρικής. Σύμφωνα με τους Schipper και Smith ένας από τους κύριους λόγους για την θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής της μητρικής είναι ότι οι μέτοχοι είναι κερδισμένοι ex ante όταν υπάρχουν δύο χωριστά χρηματοδοτούμενες εταιρείες από ότι μια εταιρεία¹³. Επίσης, με την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο δημοσιοποιούνται αρκετές πληροφορίες και οικονομικά στοιχεία και οι επενδυτές μπορούν να αξιολογήσουν καλύτερα την εταιρεία (information benefit). Τέλος, την εισαγωγή της θυγατρικής στο χρηματιστήριο

ακολουθεί διαχωρισμός των τμημάτων της μητρικής ενώ υπάρχει και ανακατανομή των αρμοδιοτήτων των υπαλλήλων. Συνεπώς, ο διαχωρισμός της θυγατρικής από την μητρική μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητα των διοικητικών στελεχών και εργαζομένων (efficiency gains).

Ο Nanda [1991], επεκτείνοντας το μοντέλο των Myers και Majluf (1984) καταλήγει ότι οι μητρικές εταιρείες θα προχωρήσουν στην εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο όταν η αξία της μετοχής της μητρικής είναι υποτιμημένη σε σχέση με την αξία της μετοχής της θυγατρικής (asymmetric information). Υποστήριξε, ότι οι επενδυτές θα αντιδράσουν θετικά στις θετικές ειδήσεις που αφορούν την αξία της μετοχής της μητρικής και που επικρατούν σε σχέση με τα αρνητικά νέα που αφορούν την αξία της μετοχής της θυγατρικής. Οι Slovin, Sushka και Ferraro [1995] βασιζόμενοι στις υποθέσεις του Nanda εξέτασαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιρειών της θυγατρικής κατά την ανακοίνωση εισαγωγής της στο χρηματιστήριο. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιρειών προς την θυγατρική υποχωρούν, ένδειξη ότι οι επενδυτές θεωρούν ότι μια μητρική προχωρεί στην εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής της μόνο όταν θεωρεί την αξία της μετοχής υπερτιμημένη (Nanda).

Οι Michaely και Shaw [1995], μελέτησαν τα κίνητρα που ωθούν μια μητρική να προχωρήσει σε ένα carve-out σε σχέση με ένα spin-off και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο σημαντικότερος παράγοντας είναι η ευκολία προσέγγισης της κεφαλαιαγοράς. Τα αυστηρά οικονομικά κριτήρια που έχει θέσει η επιτροπή κεφαλαιαγοράς καθώς και τα υψηλά έξοδα που διέπουν την εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο (έξοδα αναδόχου) επιτρέπουν μόνο σε μητρικές εταιρείες με μικρό δανεισμό και

¹³ Όπως αναπτύχθηκε από τους Myers και Majluf (1984)

υψηλή κερδοφορία να προχωρήσουν σε ένα carve-out. Αντίθετα μητρικές εταιρείες με υψηλό δανεισμό και μικρή κερδοφορία θα προχωρήσουν σε ένα spin-off. Επίσης στην μελέτη τους δείχνουν ότι οι ακόμα και οι θυγατρικές εταιρείες που εισάγονται μέσω ενός carve-out είναι πιο κερδοφόρες και με λιγότερο δανεισμό από τις θυγατρικές εταιρείες που προχωρούν σε spin-off. Είναι χαρακτηριστικό ότι η μητρική εταιρεία διατηρεί μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής σε ένα carve-out από ότι σε ένα spin-off. Τα συμπεράσματα αυτά δείχνουν ότι η θεωρία του Nanda καθώς και Slovin, Sushka και Ferraro σχετικά με το πώς εκτιμούν οι επενδυτές την αξία της προς εισαγωγή θυγατρικής δεν έχει πρωτεύων ρόλο στην carve-out/spin-off απόφαση. Τέλος, δεν βρήκαν κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει ότι η άντληση κεφαλαίων είναι το κυρίαρχο κίνητρο για το αν μια μητρική θα προχωρήσει σε ένα carve-out ή σε ένα spin-off.

Οι Allen και McConnell [1998], κάνουν την υπόθεση ότι η εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής δημιουργεί υπεραξίες για την μητρική, χωρίς όμως να προχωρήσουν σε εκτενέστερη ανάλυση των παραγόντων. Επίσης, κάνουν την υπόθεση ότι οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών της μητρικής εταιρείας είναι συνδεδεμένες με την συνολική κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα τα στελέχη μιας επιχείρησης θα προτιμούσαν να μην προχωρήσουν στην εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής στο χρηματιστήριο ακόμα και αν αυτό ήταν προς το συμφέρον των μετόχων (managerial discretion hypothesis). Άρα, μητρικές επιχείρησης προχωρούν σε ένα carve-out είτε σε περιπτώσεις υψηλού δανεισμού είτε χαμηλών κερδών, που δεν επιτρέπουν στην μητρική εταιρεία να δανειστή ή να προχωρήσει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου για να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια. Τέλος, καταλήγουν ότι τα κέρδη για την μετοχή της μητρικής κατά την ανακοίνωση ενός carve-out είναι μεγαλύτερα όταν τα αντληθέντα κεφάλαια χρησιμοποιηθούν για την αποπληρωμή δανείων, παρά για επενδυτικούς σκοπούς.

Ο Powers [2000], διαπίστωσε ότι κατά την ανακοίνωση της εισαγωγής των μετοχών μιας θυγατρικής στο χρηματιστήριο υπάρχει κατά μέσο όρο στατιστικά σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής της ήδη εισηγμένης μητρικής εταιρείας. Παρατηρεί, ότι στον πρώτο χρόνο του carve-out η θυγατρική εμφανίζει αύξηση της αποδοτικότητας, των κερδών και των πωλήσεων . Αντίθετα, στα χρόνια που ακολουθούν ένα carve-out η αποδοτικότητα της θυγατρικής εταιρείας μειώνεται ενώ η αποδοτικότητα της μητρικής δεν εμφανίζει καμιά σημαντική βελτίωση, γεγονός που καταρρίπτει την υπόθεση ότι μέσω ενός carve-out αυξάνει η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Τέλος, καταλήγει ότι η σχέση μεταξύ των αποδοτικότητας της θυγατρικής μετά το carve-out και του ποσοστού που η μητρική εκχωρεί μέσω της δημόσιας εγγραφής αποδεικνύει ότι η μητρική προχωρεί σε ένα carve-out όταν θεωρεί ότι η θυγατρική είναι υπερτιμημένη.

3.2 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ (SEO)

Μια εταιρεία μπορεί να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο εκδίδοντας νέες μετοχές οι οποίες θα διανεμηθούν στους μετόχους έναντι μετρητών . Αύξηση με καταβολή μετρητών θα κάνουν όσες εταιρείες ενδιαφέρονται να αντλήσουν κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό για χρηματοδότηση επενδυτικών τους σχεδίων, για κεφάλαια κίνησης για εξόφληση χρεών ή για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Οι αυξήσεις κεφαλαίου με καταβολή μετρητών διακρίνονται σε δύο είδη: Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή και Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης.

Κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών μέσω δημόσιας εγγραφής , δικαίωμα αγοράς μετοχών έχει όλο το επενδυτικό κοινό ανεξαρτήτως αν ήταν παλαιοί μέτοχοι ή όχι. Στις ΗΠΑ η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται συχνότατα προκειμένου οι επιχειρήσεις να αντλήσουν

κεφάλαια. Στην Ελλάδα χρησιμοποιείται μόνο όταν οι εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο ή όταν μεταφέρονται από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α..

Στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης δικαίωμα συμμετοχής έχουν μόνο οι παλαιοί μέτοχοι. Αν κάποιος επενδυτής που δεν είναι παλιός μέτοχος επιθυμεί να συμμετάσχει στην αύξηση θα πρέπει να προβεί σε αγορά δικαιωμάτων προτίμησης. Η μέθοδος αυτή είναι η πιο συχνά εμφανιζόμενη στην Ελλάδα αλλά δεν χρησιμοποιείται σχεδόν καθόλου στις ΗΠΑ. Αρκετοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί στο παρελθόν με τη σύσταση του θεωρητικού πλαισίου που διέπει τις αντιδράσεις των επενδυτών στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Οι Galai και Masulis [1976], ισχυρίστηκαν (υπόθεση μεταβίβασης πλούτου) ότι μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές, μειώνει τον κίνδυνο των δανειακών χρεογράφων, μειώνει τη μόχλευση και οδηγεί σε μεταβίβαση πλούτου από τους μετόχους προς τους δανειστές.

Οι Leland και Pyle [1977], ισχυρίζονται ότι μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές οδηγεί σε μείωση του ποσοστού συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, γεγονός που θεωρείται αρνητικό νέο για την εταιρεία και οδηγεί σε πτώση της μετοχής.

Ο Masulis [1983], πιστεύει ότι η μείωση της μόχλευσης¹⁴ υποδηλώνει ότι η διοίκηση της εταιρείας αναμένει στο μέλλον μικρότερα φορολογικά οφέλη και άρα μείωση των λειτουργικών εσόδων της εταιρείας. Άρα η μείωση της μόχλευσης είναι κακό νέο και οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής.

¹⁴ Η αύξηση της μόχλευσης δημιουργεί φορολογικά οφέλη για την εταιρεία. Το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού είναι διαφορετικό για κάθε εταιρεία και εξαρτάται από τους φορολογικούς συντελεστές για δανειακά χρεόγραφα, αποσβέσεις κ.α.

Οι Myers και Majluf [1984] ισχυρίζονται πως αν τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης θεωρούν πως η μετοχή της εταιρείας είναι υπερτιμημένη, είναι πολύ πιθανό να προβούν σε αύξηση μετοχικού με δημόσια εγγραφή. Με αυτό τον τρόπο υπερασπίζονται τα συμφέροντα των παλαιών μετόχων, αφού οι νέες μετοχές θα εκδοθούν σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική. Άρα η είδηση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θεωρείται από τους επενδυτές σαν «κακό νέο» για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Ο Lee [1997], εξέτασε εάν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της μεταβολής του ποσοστού συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών και τη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής μετά την έκδοση μετοχών. Ισχυρίζεται ότι οι αυξήσεις με έκδοση νέων μετοχών προκαλούν μείωση της απόδοσης για τα επόμενα έτη, ανεξάρτητα από τις μεταβολές των ποσοστών των διευθυντικών στελεχών. Αντίθετα οι εκδόσεις με πώληση μετοχών δεν ακολουθούνται από μειωμένη απόδοση, ενώ υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης και της μεταβολής του ποσοστού συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών. Η μειωμένη απόδοση μετά την έκδοση νέων μετοχών αποδίδεται κατά κύριο λόγο σε προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες μετά την έκδοση.

3.3 ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (SPIN-OFF)

Στην περίπτωση ενός spin-off η μητρική εταιρεία διανέμει μετοχές της θυγατρικής εταιρείας (prorata) στους μετόχους της μητρικής εταιρείας και αρχίζει η διαπραγμάτευση τους στο χρηματιστήριο. Η μέθοδος αυτή είναι η πιο συχνά εμφανιζόμενη στις ΗΠΑ αλλά δεν χρησιμοποιείται καθόλου στην Ελλάδα.

Τρεις είναι οι βασικές διαφορές μεταξύ ενός spin-off και ενός carve-out . Πρώτον , οι μετοχές σε ένα spin-off διανέμονται στους υπάρχοντες μετόχους (μητρικής), ενώ σε ένα carve-out οι μετοχές διανέμονται μέσω

δημόσιας εγγραφής στο κοινό. Δεύτερον, στην περίπτωση ενός carve-out μέσω των μετοχών που διανέμονται εισρέουν νέα κεφάλαια στην εταιρεία, ενώ δεν συμβαίνει το ίδιο με ένα spin-off. Τέλος, οι εταιρείες που προχωρούν σε ένα carve-out έχουν μεγαλύτερο κόστος εισαγωγής για τις υπηρεσίες των αναδόχων (underwriters) και υπόκεινται σε αυστηρότερους ελέγχους από τις εποπτικές αρχές από ότι σε ένα spin-off.

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτενώς με τις αντιδράσεις των επενδυτών στην ανακοίνωση ενός spin-off (Hite και Owers, 1983, Miles και Rosenfeld, 1983, και Schipper και Smith, 1983). Τα εμπειρικά αποτελέσματα των παραπάνω μελετών έδειξαν κατά την ανακοίνωση ενός spin-off υπάρχει στατιστικά σημαντική αύξηση της τιμής της μητρικής. Σύμφωνα με τους Hite και Owers [1983] αλλά και Schipper και Smith [1983] ένας από τους κύριους λόγους για την θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής της μητρικής είναι η αύξηση της αποδοτικότητας μέσω της εξειδίκευσης (economic efficiency), εξήγηση που έδωσαν οι Schipper και Smith [1985] για να ερμηνεύσουν και την θετική αντίδραση στην ανακοίνωση ενός carve-out. Η μελέτη των Hite και Owers [1983], επισημαίνει ότι ένα μεγάλο μέρος από τα spin-off που ανακοινώθηκαν είχαν σχέση με επιχειρηματικές συγχωνεύσεις, παράγοντα στον οποίο αποδίδουν ένα μέρος για την θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας.

Οι Slovin, Sushka και Ferraro [1995], πρώτα εξέτασαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιρειών της θυγατρικής κατά την ανακοίνωση ενός carve-out και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιρειών προς την θυγατρική υποχωρούν¹⁵. Στην συνέχεια επέκτειναν την ερευνά τους και για την περίπτωση ενός spin-off και κατέληξαν ότι σε αντίθεση με ένα carve-out υπάρχει στατιστικά σημαντική αύξηση των τιμών των ανταγωνιστικών προς την θυγατρική. Αποτέλεσμα που καταρρίπτει το επιχείρημα της αύξησης της

¹⁵ Βλέπε σελίδα 21

αποδοτικότητας (economic efficiency) μια και όπως στην περίπτωση του carve-out έτσι και στην περίπτωση του spin-off θα έπρεπε να είχαμε αρνητικές αποδόσεις. Καταλήγουν, ότι η θετική αντίδραση οφείλεται στο ότι η ανακοίνωση ενός spin-off είναι ενδεικτικό του ότι η μητρική εταιρεία δεν θα προχωρήσει στην διανομή μετοχών της θυγατρικής όταν η αξία της είναι υποτιμημένη (ασυμμετρία πληροφοριών)¹⁶.

Οι **Michaely και Shaw [1995]**, παραθέτουν εμπειρικά στοιχεία που φανερώνουν ότι οι μητρικές εταιρείες που προχωρούν σε ένα spin-off έχουν σημαντικά θετική μέση απόδοση 2,43% στατιστικά σημαντική. Η αυξημένη απόδοση των εταιρειών αυτών, φανερώνει ότι οι επενδυτές αναγνωρίζουν ότι η μητρική εταιρεία θεωρεί ότι η αξία της θυγατρικής είναι υποτιμημένη.

Τέλος, οι **Gilson, Healy, Noe και Palepu [1998]**, ισχυρίζονται ότι το σημαντικότερο πλεονέκτημα ενός spin-off αλλά και ενός carve-out είναι ότι η μητρική και οι θυγατρικές της μπορούν να αξιολογηθούν καλύτερα ως διαφορετικές εταιρείες από τους επενδυτές αλλά και τους οικονομικούς αναλυτές (information benefits)¹⁷. Παραθέτουν στοιχεία που φανερώνουν ότι οι προβλέψεις των οικονομικών αναλυτών βελτιώθηκαν σημαντικά μετά από αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας.

¹⁶ Βλέπε, Myers και Majluf [1984], Nanda [1991]

¹⁷ Βλέπε, Schipper και Smith [1985]

4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Η επίδραση της εισαγωγής των μετοχών μιας θυγατρικής εταιρείας στο χρηματιστήριο στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της μητρικής, είναι ένα θέμα που έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Τα αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών που διερευνούν την εισαγωγή θυγατρικών αφορούν κυρίως μελέτες που ερευνούν την αγορά των ΗΠΑ. Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο πλαίσιο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, π.χ. σύνθεση μετόχων (μεγαλομέτοχοι-μικρομέτοχοι, θεσμικοί επενδυτές-ατομικοί επενδυτές), φορολόγηση υπεραξίας, κ.λ.π. Αυτή η διαφορά καθιστά αναγκαία τη διερεύνηση του σχετικού θέματος πριν γενικευθούν τα πορίσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας και στην Ελληνική πραγματικότητα.

Οι Schipper και Smith [1985] ερευνούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας (parent) η ανακοίνωση για την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής της στο χρηματιστήριο. Εξετάζουν τις ανακοινώσεις για *carve-out* 76 επιχειρήσεων την περίοδο 1965-1983. Το δείγμα τους περιείχε μητρικές εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο NYSE και στο AMEX και η ανακοίνωση της εισαγωγής της θυγατρικής δημοσιεύτηκε στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).

Χρησιμοποιώντας έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις διαπίστωσαν ότι η ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο συνοδεύεται από σημαντική αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της μητρικής (parent). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 5 ημερών $(-4,0)^{18}$ είναι $+1,8\%$ και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας $0,01$ ($t=3,21$). Τα αποτελέσματα τους βασίστηκαν στις υποθέσεις ότι α) η εισαγωγή της εταιρείας βοηθάει στη καλύτερη

¹⁸ Ημέρα 0 είναι η ημερομηνία που δημοσιεύθηκε στην Wall Street Journal η ανακοίνωση εισαγωγής της θυγατρικής

αξιολόγηση της από τους επενδυτές β) βελτιώνεται η αποδοτικότητα των υπαλλήλων¹⁹.

Οι Klein, Rosenfeld και Beranek [1991], ερευνούν 52 περιπτώσεις carve-out που έγιναν το διάστημα 1966-1983. Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς και ημερήσιες αποδόσεις συμπεραίνουν ότι υπάρχουν αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις +2,75% στατιστικά σημαντικές για την περίοδο (-4,0) ημερών, ενώ για την περίοδο (-1,0) οι αποδόσεις περιορίζονται σε +1,06 και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10 ($t=1,87$).

Οι Slovin, Sushka και Ferraro [1995] εξετάζουν την μεταβολή της τιμής της μετοχής της μητρικής γύρω από την ανακοίνωση εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο. Εξετάζουν, την περίοδο 1980-1991 και στο δείγμα τους συμμετέχουν 32 εταιρείες εισηγμένες στο NYSE και στο AMEX, που έχουν δημοσιεύσει την ανακοίνωση της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής τους στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).

Χρησιμοποιούν ημερήσιες αποδόσεις και εφαρμόζουν το υπόδειγμα της αγοράς. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 2 ημερών (0,1) είναι +1,23% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ($t=2,32$).

Οι Slovin και Sushka [1997], ερευνούν την περίοδο 1975-1993 και εξετάζουν 37 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, εταιρειών του NYSE του AMEX και του Nasdaq που τουλάχιστον το 50% του μετοχικού κεφαλαίου ελέγχεται από την μητρική (parent). Διαπιστώνουν ότι όταν ανακοινώνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην θυγατρική (subsidiary) υπάρχουν θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές για την μετοχή της μητρικής +1,91% ενώ υπάρχουν έκτακτες αρνητικές αποδόσεις -4,06% για την μετοχή της θυγατρικής. Τα αποτελέσματά τους συμφωνούν με τις υποθέσεις του Nanda [1991].

¹⁹ Βλέπε, σελίδα 21

Οι **Allen και McConnell [1998]**, συγκρίνουν τους χρηματοοικονομικούς δείκτες (δείκτη ρευστότητας, μόχλευσης, αποδοτικότητα, κ.α.) των μητρικών εταιρειών που προχώρησαν σε ένα carve-out με τους δείκτες άλλων εταιρειών του ίδιου κλάδου. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μητρικές που προχώρησαν στην εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής τους είχαν μεγαλύτερο δείκτη μόχλευσης και μικρότερο δείκτη κερδοφορίας από τις υπόλοιπες.

Η επεξεργασία των δεδομένων δείχνει ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής της μητρικής +2,12% γύρω από την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο.

Ενώ όταν γίνεται διαχωρισμός του δείγματος σε επιμέρους δείγματα ανάλογα με του που θα χρησιμοποιηθούν τα χρήματα της δημόσιας εγγραφής, διαπιστώνουν για τις μητρικές εταιρείες που θα χρησιμοποιήσουν τα χρήματα για αποπληρωμή χρεών ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής τους +6,63%. Αντίθετα για τις εταιρείες που θα χρησιμοποιήσουν τα χρήματα για επενδυτικούς σκοπούς υπάρχει πτώση της τιμής κατά -0,01%. Ο **Vijh [1999]**, ερευνά την απόδοση της χρηματιστηριακής τιμής των μητρικών εταιρειών 3 χρόνια μετά την εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής τους στο χρηματιστήριο σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market portfolio). Εξετάζει την περίοδο 1981-1995 και το δείγμα του αποτελείται από 628 βιομηχανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στον NYSE. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των μητρικών εταιρειών.

Οι **Hand και Skantz [1999]**, εξέτασαν την συσχέτιση της εισαγωγής θυγατρικών εταιρειών στο χρηματιστήριο με μια υπερτιμημένη αγορά (overvalued stock market). Το δείγμα τους αποτελείται από 265 εισαγωγές θυγατρικών εταιρειών, των οποίων η μητρική διαπραγματευόταν για ένα τουλάχιστον χρόνο στο NYSE, AMEX και NASDAQ την περίοδο 1981-

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕ ΤΙΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΣΧΙΣΗΣ (CARVE-OUT), ΤΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ (SEO) ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΩΣ ΜΕΡΙΣΜΑ (SPIN -OFF)

ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	CARVE-OUT	SEO	SPIN-OFF
ALLEN & McCONNELL (1998)	+2,12% over the 3 day period		
ASQUITH & MULLINS (1986) **		-2,7 %	
HITE & OWERS (1983)			About +3% in the 2 day period
KLEIN,ROSENFELD & BERANEK (1991)	+1,06% over the 2 day period		
MASULIS & KORWAR (1986) **		-3,2%	
MICHAELY & SHAW (1995)	+1,20%		+ 2,43%
MIKKELSON & PARTCH (1986) **		-3,5%	
MILES & ROSENFELD (1983)			About +3% in the 2 day period
NELSON (1965) *		-0,2%	
SHOLES (1972) *		-0,3%	
SCHIPPER & SMITH (1986)	+1,80 % over the 5 day period		
SCHIPPER & SMITH (1983)			About +3% in the 2 day period
SLOVIN & SUSHKA (1997)		-2,7% over the 2 day period	
SLOVIN & SUSHKA & FERRARO (1995)	+ 1,23% over the 2 day period		+ 1,32% over the 2 day period
ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ (1993) *		+4,7% over the 2 day period	

* Οι μελέτες αυτές αφορούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης που επιτρέπει μόνο στους παλιούς μετόχους να συμμετάσχουν στην αύξηση. Η μέθοδος αυτή δεν χρησιμοποιείται σχεδόν καθόλου στις ΗΠΑ.

** Οι μελέτες αυτές αφορούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια έγγραφη που επιτρέπει σε όλους τους επενδυτές να συμμετάσχουν στην αύξηση. Στις ΗΠΑ η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται συχνότατα προκειμένου οι επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια. Στην Ελλάδα χρησιμοποιείται μόνο όταν οι εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο ή όταν μεταφέρονται από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α..

5. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Οι χρηματοοικονομικές θεωρίες και υποθέσεις που αναφέρθηκαν στο κεφάλαιο 3 επιχειρούν να εξηγήσουν τις επιδράσεις της εισαγωγής των μετοχών μιας θυγατρικής εταιρείας στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της ήδη εισηγμένης μητρικής εταιρείας. Στο κεφάλαιο αυτό θα διατυπώσουμε τη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για τη διαπίστωση της ύπαρξης ή όχι των επιδράσεων αυτών καθώς και πώς έγινε η επιλογή το δείγματος. Η υπόθεση που θα ελεγχθεί είναι η παρακάτω:

$$H_0 : EA = 0$$

$$H_1 : EA \neq 0$$

Όπου H_0 είναι η βασική υπόθεση, EA είναι η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος και H_1 η εναλλακτική υπόθεση.

5.1 ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις εισαγωγές μετοχών θυγατρικών εταιρειών στο χρηματιστήριο από επιχειρήσεις ήδη εισηγμένες στο Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 1^η Ιανουαρίου 1990 μέχρι την 31^η Δεκεμβρίου 2000. Το δείγμα περιλαμβάνει εισαγωγή θυγατρικών τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά. Για να θεωρείται μια εταιρεία θυγατρική και να περιλαμβάνεται στο δείγμα πρέπει να πληροί δύο βασικά κριτήρια : α) η μητρική επιχείρηση να διαθέτει άμεσα ή έμμεσα, δηλαδή μέσω τρίτων που ενεργούν για λογαριασμό της επιχείρησης αυτής, τουλάχιστον το 20% του κεφαλαίου της θυγατρικής και β) η μητρική να ασκεί κυριαρχική επιρροή στη διοίκηση ή τη λειτουργία της θυγατρικής²⁰.

Πηγές των στοιχείων της έρευνας είναι ο ελληνικός ημερήσιος οικονομικός τύπος της σχετικής περιόδου, το ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής στο

²⁰ Βλέπε αναλυτικά σελίδα 11, «Όταν μια επιχείρηση ασκεί δεσπόζουσα επιρροή σε μια άλλη επιχείρηση»

χρηματιστήριο της κάθε μία θυγατρικής και το «Ετήσιο Στατιστικό Δελτίου 1999» του Χ.Α.Α. για τα έτη 1990-1999.

Κατά την περίοδο που ερευνούμε πραγματοποιήθηκαν συνολικά 45 εισαγωγές θυγατρικών εταιρειών από τις μητρικές επιχειρήσεις που ήδη διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό εταιρειών που εισήχθηκαν στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1990-2000. Όπως φαίνεται, το 2000 πραγματοποιήθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός εισαγωγών (10 εισαγωγές θυγατρικών), ενώ το 1999 έγιναν (9 εισαγωγές).

Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει την κατανομή των επιχειρήσεων κατά χρηματιστηριακό κλάδο. Οι περισσότερες θυγατρικές εισήχθηκαν στην παράλληλη αγορά (22 εισαγωγές) και ακολουθεί ο μεταλλουργικός κλάδος (5 εισαγωγές).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1	
ΕΤΗΣΙΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000 ΣΥΝΟΛΟ : 45	
ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ
1990	1
1991	0
1992	0
1993	3
1994	8
1995	4
1996	6
1997	1
1998	3
1999	9
2000	10
ΣΥΝΟΛΟ	45

* Πηγή : Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο 1999 του Χ.Α.Α.

Είναι αξιοσημείωτο πως η διαχρονική κατανομή των εισαγωγών διαφέρει από κλάδο σε κλάδο. Έτσι ενώ για τον μεταλλουργικό κλάδο οι

περισσότερες θυγατρικές εισήχθησαν το 1994, για την παράλληλη αγορά το έτος αιχμής είναι το 2000.

Ο Πίνακας 4 συγκρίνει τον αριθμό των μητρικών εταιρειών σε σχέση με τον αριθμό των θυγατρικών που υπάρχουν στο δείγμα. Ο αριθμός των μητρικών επιχειρήσεων (33) είναι μικρότερος από τον αριθμό των θυγατρικών που εισήχθηκαν διότι έξι μητρικές εισήγαγαν περισσότερο από μία θυγατρική.

Ο μέγιστος αριθμός θυγατρικών εταιρειών που εισήχθηκαν από μία μητρική είναι έξι.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3												
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΚΛΑΔΟ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000												
ΚΛΑΔΟΣ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	ΣΥΝΟΛΟ
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ											1	1
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	1		2			1						4
ΚΛΩΣΤ/ΚΕΣ			1	1								2
ΚΑΤΑΣ/ΚΕΣ			1		1	1						3
ΜΕΤΑΛ/ΚΕΣ					3		2					5
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ					2							2
ΣΥΣΤΕΙΑΣ & ΧΑΡΤ/ΝΙΑΣ										1		1
ΤΗΛ/ΝΩΝΙΕΣ										1	1	2
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ											1	1
ΔΙΑΦΟΡΕΣ*										1	1	2
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ					1	2	3	1	3	6	6	22
ΣΥΝΟΛΟ												45

* Περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στους άλλους κλάδους.

Ο Πίνακας 5 περιέχει πληροφορίες για το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατείχε άμεσα ή έμμεσα, (δηλαδή μέσω τρίτων που

ενεργούν για λογαριασμό της) η μητρική επιχείρηση πριν την εισαγωγή της θυγατρικής καθώς και το ποσοστό που διανεμήθηκε κατά την δημόσια εγγραφή σε τρίτους.

Το ελάχιστο ποσοστό που διανεμήθηκε είναι 2,8% και το μέγιστο ποσοστό 91,15%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4	
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΜΗΤΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΙΣΗΓΑΓΑΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΤΟΥΣ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000	
Εισηγμένες εταιρείες που εισήγαγαν περισσότερες από μια θυγατρική εταιρεία	6
Εισηγμένες εταιρείες που εισήγαγαν περισσότερες από δύο θυγατρικές εταιρείες	4
Μέγιστος αριθμός θυγατρικών εταιρειών που εισήχθηκαν από μια μητρική εταιρεία	6
ΣΥΝΟΛΟ	33

Η πρώτη ημερομηνία που ερευνάται είναι της πρώτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της θυγατρικής με θέμα την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο²¹. Σαν τέτοια θεωρείται η ημερομηνία που αναφέρεται στο ενημερωτικό Δελτίο εισαγωγής της θυγατρικής στο Χ.Α.Α..

Στον Πίνακα 11 αναφέρονται οι μητρικές εταιρείες και οι θυγατρικές για τις οποίες εξετάζουμε την ως άνω ημερομηνία. Από το συνολικό δείγμα των 45 θυγατρικών δεν περιλαμβάνονται 6 (Αγροτική Ζωής, Paperpack

²¹ Σε περίπτωση μη απαρτίας ακολουθούν επαναληπτικές Γ.Σ.

²² Η Unifon είναι θυγατρική δύο εταιρειών, της INFO-QUEST και της ΠΑΝΑΦΟΝ

²³ Η Κορασίδης Telecom είναι θυγατρική δύο εταιρειών, της ΠΑΝΑΦΟΝ και του Ραδιο Κορασίδης, δεν υπολογίζονται έκτακτες αποδόσεις μόνο για την ΠΑΝΑΦΟΝ

Τσουκαρίδης, Unifon²², Κορασίδης Telecom²³, Μοχλός και Μουριάδης).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5		
ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΥΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΠΟΥ ΔΙΑΝΕΜΗΘΗΚΕ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000		
Ποσοστό που κατείχαν πριν την δημόσια Εγγραφή		Αριθμός μητρικών
>20 %	≤ 35%	14
>35 %	≤ 45%	3
>45 %	≤ 55%	8
>55 %	≤ 65%	2
>65 %	≤ 75%	5
>75 %	≤ 85%	4
>85 %	≤ 100%	9
% κυμαίνεται από 20,6% έως 100%		
Ποσοστό που διανεμήθηκε σε τρίτους κατά την Δημόσια εγγραφή		
≤ 10%		17
>10 %	≤ 20%	8
>20 %	≤ 50%	5
>50 %		1
Μη διαθέσιμα στοιχεία*		14
% κυμαίνεται από 2,8% έως 91,15%		
* δεν ευρέθησαν στοιχεία στο ενημερωτικό δελτίο της εισαγωγής και δεν μας δόθηκαν από τις εταιρείες πληροφορίες σχετικές για την σύνταξη του ανωτέρω πίνακα.		

Η κύρια αιτία που δεν περιλαμβάνονται οι ως άνω θυγατρικές είναι ότι η ημερομηνία της πρώτης γενικής συνέλευσης των θυγατρικών ήταν χρονικά κοντά στην ημερομηνία εισαγωγής της μητρικής στο Χ.Α.Α. . Με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να υπολογίσουμε την τυπική απόκλιση των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού. Η περίοδος

προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 ημέρες, από την ημέρα $t=-200$ μέχρι την $t=-51$ σε σχέση με την ημέρα της πρώτης γενικής συνέλευσης $t=0$.

Η δεύτερη ημερομηνία που εξετάζουμε είναι η ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.. Στον Πίνακα 12 αναφέρονται οι μητρικές εταιρείες και οι θυγατρικές για τις οποίες εξετάζουμε την ως άνω ημερομηνία. Από το συνολικό δείγμα των 45 θυγατρικών δεν περιλαμβάνονται 2 (Unifon και Μοχλός) γιατί η ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών τους στο Χ.Α.Α. ήταν χρονικά κοντά στην ημερομηνία εισαγωγής της μητρικής στο χρηματιστήριο, γεγονός που δεν μας επιτρέπει να έχουμε τον αριθμό των παρατηρήσεων που χρησιμοποιούμε.

5.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

Ο έλεγχος των υποθέσεων γίνεται με τη χρήση μεθόδου «Ανάλυσης επιχειρηματικών Γεγονότων» (event studies methologie) των Brown και Warner [1980 και 1985]. Εξετάζουμε τη μεταβολή της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας σε δύο ημερομηνίες:

α. της πρώτης ανακοίνωσης για την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. (1^η ανακοίνωση) και

β. της ημέρας που η μετοχές της θυγατρικής εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση).

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι επιδράσεις στην τιμή της μετοχής που σχετίζονται με την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας στο Χ.Α.Α. θα πρέπει να παρατηρηθούν την ημέρα της 1^{ης} ανακοίνωσης που είναι η ημερομηνία που δημοσιεύθηκε η πρόσκληση των μετόχων σε Γενική Συνέλευση με θέμα την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α.. Αυτή η ημερομηνία άλλωστε χρησιμοποιήθηκε και στην διεθνή βιβλιογραφία. Στην Ελλάδα όμως η ημερομηνία της ανακοίνωσης δεν

μπορεί να διερευνηθεί διότι η πλειοψηφία των μητρικών εταιρειών εφαρμόζοντας το άρθρο 11 παρ. 3 του Ν2339/1995 δεν προχώρησαν στην δημοσίευση της ανακοίνωσης²⁴. Ως αποτέλεσμα τυχόν επιδράσεις θα παρατηρηθούν την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης και όχι νωρίτερα, ενώ οι επιδράσεις προ της ημέρας της Γενικής Συνέλευσης είναι ένα μέτρο της πιθανής διαρροής πληροφοριών που ενδεχομένως υπάρχει από τα στελέχη της εταιρείας προς το επενδυτικό κοινό.

Για να ελεγχθούν οι επιδράσεις στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας την ημέρα της πρώτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της θυγατρικής καθώς και την ημέρα της διαπραγμάτευσης των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. χρησιμοποιείται σαν μέτρο σύγκρισης η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής.

Όμως η μεταβολή της τιμής της μητρικής στις ως άνω ημερομηνίες προκαλείται και από άλλους παράγοντες. Για να μετρήσουμε την επιρροή της ανακοίνωσης πρέπει να απομονώσουμε τις μεταβολές που οφείλονται σε άλλους παράγοντες.

Για να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση την ημέρα t θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα της «προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς, απόδοσης», το οποίο έχει χρησιμοποιηθεί στις περισσότερες μελέτες που εμπλέκονται με υπολογισμό έκτακτων αποδόσεων²⁵. Η χρησιμοποίηση του καθιστά τα αποτελέσματα μας συγκρίσιμα με πληθώρα προηγούμενων μελετών. Το υπόδειγμα υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές και όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάθε μετοχή. Η αναμενόμενη απόδοση για κάθε μετοχή την περίοδο t δίνεται από την απόδοση της αγοράς την περίοδο t .

²⁴ Το άρθρο 11 παρ.3 του Ν 2339/1995 ορίζει ότι: "Πρόσκληση για γενική συνέλευση δεν απαιτείται στην περίπτωση κατά την οποία στη συνέλευση του Δ.Σ. παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται μέτοχοι που εκπροσωπούν το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου και κανείς δεν αντιλέγει στην πραγματοποίηση της και στη λήψη αποφάσεων".

Έκτακτη απόδοση = Απόδοση Μετοχής – Απόδοση Αγοράς

Σαν απόδοση της αγοράς λαμβάνεται η απόδοση του Γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α. Έτσι αν συμβολίσουμε με A_t την απόδοση της μετοχής την ημέρα t , EA_t την έκτακτη απόδοση της μετοχής (δηλαδή η απόδοση που οφείλεται στην ανακοίνωση της εισαγωγής κατά την πρώτη γενική συνέλευση) και $\Gamma\Delta_t$ την απόδοση της αγοράς την ημέρα t , τότε:

$$EA_t = A_t - \Gamma\Delta_t \quad (1)$$

Υπολογίζεται η Μέση έκτακτη απόδοση (MEA_t) για κάθε μια από τις 21 ($t = -10$ έως $t = +10$) εξεταζόμενες ημέρες και στη συνέχεια εξετάζεται αν αυτή είναι στατιστικά σημαντική.

Κατόπιν υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις AEA_t και ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητά τους²⁶. Ο στατιστικός έλεγχος γίνεται με τη χρήση της μεταβλητής του student t-statistic.

$$t(EA) = EA_t / S(EA_t) \quad (2)$$

$$t(AEA) = AEA_t / \sqrt{T} * S(EA_t) \quad (3)$$

Οπου :

$S(EA_t)$: η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού²⁷. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 ημέρες, από την ημέρα $t = -200$ μέχρι την $t = -51$ σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης $t = 0$.

²⁵ Η επιλογή του υποδείγματος «προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης», αντί του υποδείγματος «αγοράς», οφείλεται στα προβλήματα υπολογισμού του συντελεστή β σε αγορές με μικρό βάθος όπως είναι το Χ.Α.Α (Papaioannou και Philliratos [1982])

²⁶ Η μέση έκτακτη απόδοση και η αθροιστική έκτακτη απόδοση υπολογίζονται αντίστοιχα από τους τύπους $MEA_t = \sum_{i=-1}^{+10} EA_i / N$ και $AEA_t = \sum_{k=-10}^{+10} MEA_k$

²⁷ Η τυπική απόκλιση $S(EA_t)$ δεν υπολογίζεται κατά την περίοδο του γεγονότος (event period) αφού αποδόσεις των μετόχων κατά την περίοδο αυτή ενδέχεται να επηρεάζονται θετικά ή αρνητικά από την πρώτη γενική συνέλευση των μετόχων της θυγατρικής με θέμα την εισαγωγή της στο Χ.Α.Α. και άρα η $S(EA_t)$ να μην είναι αυτή που θα ήταν αν δεν γινόταν η γενική συνέλευση

$T = t_2 - t_1 + 1$: όπου t_1 η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται η αθροιστική μέση απόδοση (ΑΕΑ) και t_2 η τελευταία ημέρα.

5.3. ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Επιπλέον, για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας κατά την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής της προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο χρησιμοποιείται η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης.

Εξαρτημένες μεταβλητές είναι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR)²⁸ δύο και έξι ημερών:

$$- \text{CAR}_i (-1,0)$$

$$- \text{CAR}_i (-5,0)$$

για κάθε μητρική i που συμμετέχει στο δείγμα.

Οι εξισώσεις παλινδρόμησης είναι:

$$\text{CAR}_i (-1,0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta\text{ΚΕΦΑΛ} + \alpha_2 \Delta\text{ΙΔΙΟΚ} + \alpha_3 \Delta\text{ΔΙΑΝΕ} + \alpha_4 \Delta\text{ΔΗΜΕΓ} + \alpha_5 \Delta\text{ΕΤΑΙΡ} + \varepsilon_i$$

$$\text{CAR}_i (-5,0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta\text{ΚΕΦΑΛ} + \alpha_2 \Delta\text{ΙΔΙΟΚ} + \alpha_3 \Delta\text{ΔΙΑΝΕ} + \alpha_4 \Delta\text{ΔΗΜΕΓ} + \alpha_5 \Delta\text{ΕΤΑΙΡ} + \varepsilon_i$$

όπου:

ΔΚΕΦΑΛ είναι ο λόγος της κεφαλαιοποίησης της θυγατρικής εταιρείας προς την κεφαλαιοποίηση της μητρικής εταιρείας. Η αξία των μετοχών της θυγατρικής υπολογίστηκε με βάση την τιμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο ενώ η αξία των μετοχών της μητρικής με βάση την τιμή κλεισίματος της

²⁸ Εδώ, το CAR είναι το άθροισμα των ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων για κάθε μία εταιρεία

μετοχής την ημέρα εισαγωγής της θυγατρικής. Με την μεταβλητή αυτή ελέγχουμε τη υπόθεση ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία της θυγατρικής σε σχέση με την μητρική τόσο περισσότερο θετική είναι η αντίδραση της μετοχής.

ΔΙΑΙΟΚ είναι το ποσοστό που κατείχε η μητρική πριν την εισαγωγή της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. Γενικά αναμένεται ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό που κατέχει η μητρική στην θυγατρική τόσο περισσότερο θετική θα είναι η αντίδραση της μετοχής.

ΔΔΙΑΝΕ είναι το ποσοστό που διανεμήθηκε κατά την δημόσια εγγραφή της θυγατρικής. Η μεταβλητή αυτή είναι σημαντική γιατί φανερώνει κατά πόσο η μητρική εταιρεία εκμεταλλεύεται την εισαγωγή της θυγατρικής για να πουλήσει το ποσοστό της. Αναμένεται δηλαδή να υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού που διανεμήθηκε και των έκτακτων αποδόσεων.

ΔΔΗΜΕΓ είναι το ποσό που αντλήθηκε κατά την δημόσια εγγραφή σε χιλιάδες δραχμές. Η υπόθεση αυτή προβλέπει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ποσό της δημόσιας εγγραφής τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αύξηση της τιμής.

ΔΕΤΑΙΡ είναι η ψευδομεταβλητή (dummy variable) που δείχνει αν το ποσοστό της θυγατρικής που κατέχει η μητρική είναι μέσω τρίτων που ενεργούν για λογαριασμό της μητρικής ή το κατέχει άμεσα. Οι τιμές που παίρνει η μεταβλητή είναι:

- "0" αν το ποσοστό στην θυγατρική το κατέχει άμεσα η μητρική (μπορεί να το κατέχει κάποιος μέτοχος της θυγατρικής)
- "1" αν το ποσοστό στην θυγατρική το κατέχει άμεσα η μητρική (η μητρική εταιρεία είναι ο βασικός μέτοχος της θυγατρικής)

Η μεταβλητή αυτή μετρά την πιθανή αντίδραση των έκτακτων αποδόσεων στην περίπτωση που το ποσοστό της μητρικής εταιρείας στην θυγατρική

ανήκει σε φυσικά πρόσωπα που έχουν σχέση με την μητρική και όχι καθ' αυτού στην μητρική εταιρεία.

στο κεφάλαιο των περιουσιακών τιμών αποδίδονται από την εφαρμογή της μεθόδου της απόδοσης των επιχειρηματικών γεγονότων καθώς και της μεθόδου των διαπραγματευτικών επιπλοκών/κρίσεων. Επίσης γίνεται έλεγχος για την ύπαρξη αραιών ημερήσιων αποδόσεων με την μέθοδο του ελέγχου του πρόσθετου των έσοδων αποδόσεων.

Κ1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

Στον Πίνακα 6 φαίνονται οι μέσες άκαπτες αποδόσεις (ΑΑΑ) σε κτηριακές μισθές, ετήσιες αποδόσεις (ΑΕΑ) καθώς και οι ετήσιες ετήσιες ετήσιες των μέσων άκαπτες αποδόσεων ηβια, οι ετήσιες αποδόσεις από εισηγήσεις στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-2000. Οι αποδόσεις ΕΑ και ΑΕΑ υποφέρονται στην ετήσια βάση και είναι λαμβάνονται ως 10 πριν και μετά ημέρες από την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της εταιρείας με βάση την ετήσια στατιστική στα χρηματιστήρια (1^η ετήσια έκδοση).

Επισημαίνεται στον Πίνακα 6 ότι κατά την περίοδο -2 έτη από δύο ημέρες πριν την Γενική Συνέλευση η άκαπτη απόδοση ήταν θετική +0,217% αλλά μειώθηκε σε αρνητική στα επόμενα έτη της Γενικής Συνέλευσης, ειδικά κατά την ετήσια έκδοση -0,534% η οποία είναι και στην οποία η απόδοση σε όλα τα διαστήματα είναι αρνητικές. Θετικές είναι οι απόδοσεις για τις περιόδους +1 και +2 έτη από την πρώτη έως και και την τρίτη ημέρα μετά την Γενική Συνέλευση με στατιστικά σημαντική την ήττα περίοδο σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1 ($t=0,136$). Η ετήσια άκαπτη απόδοση (ΑΕΑ) για την περίοδο -2 έτη από δύο ημέρες πριν την Γενική Συνέλευση είναι αρνητική -0,286% στατιστικά σημαντική με επίπεδο σημαντικότητας 0,10 ($t=1,59$).

Ο Πίνακας 7 παρουσιάζει ανάλυση σειράς για ετήσιες ετήσιες απόδοσεις εισηγήσεων στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-2000. Η ετήσια απόδοση περίοδο

6. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου της ανάλυσης των επιχειρηματικών γεγονότων καθώς και της μεθόδου των διαστρωματικών παλινδρομήσεων. Επίσης γίνεται έλεγχος για την ύπαρξη ακραίων ημερήσιων αποδόσεων με την μέθοδο του ελέγχου του πρόσημου των έκτακτων αποδόσεων.

6.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

Στον Πίνακα 6 φαίνονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΕΑ), οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΑΕΑ) καθώς και οι συντελεστές t-statistic των μέσων έκτακτων αποδόσεων $t[ΕΑ]$, θυγατρικών εταιρειών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-2000. Οι αποδόσεις ΕΑ και ΑΕΑ αναφέρονται στην εξεταζόμενη περίοδο η οποία περιλαμβάνει τις 10 πριν και μετά ημέρες από την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της θυγατρικής με θέμα την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο (1^η ανακοίνωση).

Παρατηρούμε στον Πίνακα 6 ότι κατά την περίοδο -2 δηλαδή δύο ημέρες πριν την Γενική Συνέλευση η έκτακτη απόδοση είναι θετική +0,227% αλλά στατιστικά ασήμαντη, ενώ κατά την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης υπάρχει αρνητική έκτακτη απόδοση -0,524% η οποία είναι και αυτή στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα διαστήματα σημαντικότητας. Θετικές είναι οι αποδόσεις για τις περιόδους +1 έως +8 δηλαδή για την πρώτη έως και και την όγδοη ημέρα μετά την Γενική Συνέλευση με στατιστικά σημαντική την έβδομη περίοδο σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1 ($t=0,1,86$). Η αθροιστική έκτακτη απόδοση (ΑΕΑ) για την ημέρα +8 ανέρχεται σε +4,286% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1 ($t=1,99$).

Ο Πίνακας 7 παρουσιάζει ανάλογα ευρήματα για θυγατρικές εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-2000. Η εξεταζόμενη περίοδος

περιλαμβάνει τις 10 πριν και μετά από την ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση). Και εδώ η έκτακτη απόδοση την ημέρα της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο χρηματιστήριο είναι αρνητική -0,021% και στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Θετικές αποδόσεις +0,835% και +0,476 εμφανίζονται δύο και μία ημέρες αντίστοιχα πριν από την ημέρα της εισαγωγής των μετοχών. Ενώ στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ($t=2,27$) είναι μόνο η ημέρα -2. Αρνητικές είναι οι αποδόσεις για τις περιόδους +1 έως +5 δηλαδή για την πρώτη έως και την πέμπτη ημέρα μετά την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής με στατιστικά σημαντική την δεύτερη ημέρα -0,68% σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1 ($t=1,85$). Οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (AEA) της περιόδου +1 έως +5 είναι αρνητικές αλλά μη στατιστικά σημαντικές σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ t (t[ΕΑ]) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α (1^η ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)

ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ N=40
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000

ΠΕΡΙΟΔΟΣ N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	t[ΕΑ]	
-10	40	20	20	0,00069	0,00069	0,13969
-9	40	18	22	-0,00049	0,00020	-0,09980
-8	40	16	24	-0,00314	-0,00294	-0,63809
-7	40	18	22	0,00321	0,00027	0,65234
-6	40	25	15	0,00930	0,00957	1,88991 *
-5	40	23	17	0,00342	0,01298	0,69444
-4	40	20	20	0,00333	0,01632	0,67762
-3	40	19	21	-0,00177	0,01455	-0,35935
-2	40	17	23	0,00227	0,01682	0,46174
-1	40	14	26	-0,00021	0,01661	-0,04211
0	40	17	23	-0,00524	0,01137	-1,06540
1	40	25	15	0,00330	0,01467	0,67001
2	40	21	19	0,00550	0,02017	1,11867
3	40	17	23	0,00294	0,02311	0,59652
4	40	15	25	0,00280	0,02591	0,56903
5	40	17	23	0,00175	0,02766	0,35612
6	40	25	15	0,00588	0,03354	1,19436
7	40	26	14	0,00915	0,04269	1,85957 *
8	40	20	20	0,00017	0,04286	0,03544
9	40	18	22	-0,00252	0,04034	-0,51268
10	40	24	16	0,00471	0,04505	0,95709

* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

** Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

*** Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ t (t[ΕΑ])
ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΠΡΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (2^η ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)

ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ N=44

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000

ΠΕΡΙΟΔΟΣ N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	t[ΕΑ]	
-10	44	17	27	-0,00472	-0,00472	-1,28761
-9	44	18	26	-0,00414	-0,00886	-1,12972
-8	44	19	25	-0,00232	-0,01118	-0,63416
-7	44	21	23	-0,00315	-0,01433	-0,85832
-6	44	16	28	-0,00310	-0,01743	-0,84572
-5	44	26	18	0,00308	-0,01434	0,84150
-4	44	26	18	-0,00103	-0,01537	-0,28079
-3	44	16	28	-0,00186	-0,01723	-0,50835
-2	44	29	15	0,00835	-0,00889	2,27806 **
-1	44	28	16	0,00476	-0,00413	1,29935
0	44	19	25	-0,00021	-0,00433	-0,05713
1	44	17	27	-0,00603	-0,01037	-1,64598
2	44	14	30	-0,00680	-0,01716	-1,85444 *
3	44	22	22	-0,00004	-0,01720	-0,00956
4	44	18	26	-0,00203	-0,01922	-0,55284
5	44	16	28	-0,00516	-0,02438	-1,40775
6	44	24	20	0,00159	-0,02279	0,43317
7	44	21	23	0,00071	-0,02208	0,19464
8	44	17	27	-0,00469	-0,02677	-1,28117
9	44	24	20	0,00124	-0,02553	0,33898
10	44	26	18	0,00317	-0,02236	0,86458

* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

** Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

*** Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

6.2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝ/ΜΗΣΕΩΝ

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης με διαστρωματικές παλινδρομήσεις παρουσιάζονται στους Πίνακες 8 και 9. Λόγω μη ύπαρξης στατιστικά σημαντικών αποδόσεων κατά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης (1^η ανακοίνωση) η ανάλυση περιορίστηκε στην ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση).

Στον Πίνακα 8 ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών²⁹ [CAR (-1,0)] ενώ στον Πίνακα 9 χρησιμοποιείται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση έξι ημερών [CAR (-5,0)]. Όπως προκύπτει από τους Πίνακες 8 και 9 η εξίσωση παλινδρόμησης δεν έχει ερμηνευτική δύναμη, δηλαδή, οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος δεν ερμηνεύουν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών.

Οι **Slovin και Sushka [1997]** χρησιμοποίησαν την μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης για να εξετάσουν αν η αντίδραση της μετοχής της μητρικής μπορεί να ερμηνευτεί από ανεξάρτητες μεταβλητές (το μέγεθος της θυγατρικής σε σχέση με την μητρική, το ποσό που αντλήθηκε κατά την δημόσια εγγραφή κ.α.). Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποίησαν την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (CAR) δύο ημερών. Και εδώ τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δεν είχαν ερμηνευτική δύναμη. Σημειώνεται ότι προηγούμενες μελέτες με την μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης για την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην έκδοση χρεογράφων [Mikkelson και Partch (1986), Asquith και Mullins (1986), και Masulis και Korwar (1986)] αναφέρουν μικρό ποσοστό επιτυχίας στη συγκεκριμενοποίηση των ανεξάρτητων μεταβλητών που ευθύνονται για την αντίδραση των τιμών.

²⁹ Οι εξισώσεις παλινδρόμησης και οι ανεξάρτητες μεταβλητές αναλύθηκαν λεπτομερώς στο Κεφάλαιο 5

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ t (στις παρενθέσεις) ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΔΥΟ ΗΜΕΡΕΣ [CAR (-1, 0)] ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΓΙΑ 44 ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1990-2000.

$$CAR(-1,0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ΚΕΦΑΛ + \alpha_2 \Delta ΔΙΔΙΟΚ + \alpha_3 \Delta ΔΙΑΝΕ + \alpha_4 \Delta ΔΗΜΕΓ + \alpha_5 \Delta \Delta ΕΤΑΙΡ + \varepsilon_i$$

α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5
-0,01013	0,003814	-0,0173	0,073521	7,65E-11	0,010357
(-0,54782)	(0,17202)	(-0,72265)	(1,31518)	(0,29850)	(0,73844)

N	R ²	F-Test	Significance of F-Test
44	0,06910	0,56419	0,72674

CAR (-1,0) = Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις δύο ημερών

ΔΚΕΦΑΛ = Λόγος της κεφαλαιοποίησης της θυγατρικής προς την κεφαλ/ποίηση της μητρικής

ΔΙΔΙΟΚ = Ποσοστό που κατείχε η μητρική στην θυγατρική

ΔΔΙΑΝΕ = Ποσοστό που διανεμήθηκε κατά την δημόσια εγγραφή

ΔΔΗΜΕΓ = Ποσό που αντλήθηκε σε χιλιάδες δρχ.

ΔΔΕΤΑΙΡ = Ψευδομεταβλητή, το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών στην θυγατρική το κατέχει άμεσα ή έμμεσα η μητρική (0= Έμμεσα, 1= Άμεσα)

* Στατιστικά Σημαντικό στο επίπεδο 0,10

** Στατιστικά Σημαντικό στο επίπεδο 0,05

*** Στατιστικά Σημαντικό στο επίπεδο 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ t (στις παρενθέσεις) ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ
 ΤΩΝ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
 ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΕΞΙ ΗΜΕΡΕΣ [CAR (-5, 0)] ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΕΣ
 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΓΙΑ 44 ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1990-2000.

$$CAR(-5,0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ΚΕΦΑΛ + \alpha_2 \Delta ΙΔΙΟΚ + \alpha_3 \Delta ΔΙΑΝΕ + \alpha_4 \Delta ΔΗΜΕΓ + \alpha_5 \Delta ΕΤΑΙΡ + \varepsilon_t$$

α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5
0,046679	-0,053056	-0,050148	0,08476	1,28569E-10	-0,014582
(1,31703)	(-1,24861)	(-1,09299)	(0,79112)	(0,26187)	(-0,54250)
	N	R ²	F-Test	Significance of F-Test	
	44	0,07465	0,61312	0,69041	

CAR (-5,0) = Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις έξι ημερών

ΔΚΕΦΑΛ = Λόγος της κεφαλαιοποίησης της θυγατρικής προς την κεφαλ/ποίηση της μητρικής

ΔΙΔΙΟΚ = Ποσοστό που κατείχε η μητρική στην θυγατρική

ΔΔΙΑΝΕ = Ποσοστό που διανεμήθηκε κατά την δημόσια εγγραφή

ΔΔΗΜΕΓ = Ποσό που αντλήθηκε σε χιλιάδες δρχ.

ΔΕΤΑΙΡ = Ψευδομεταβλητή, το πλειονηφικό πακέτο των μετοχών στην θυγατρική το κατέχει άμεσα ή έμμεσα η μητρική (0= Έμμεσα, 1= Άμεσα)

* Στατιστικά Σημαντικό στο επίπεδο 0,10

** Στατιστικά Σημαντικό στο επίπεδο 0,05

*** Στατιστικά Σημαντικό στο επίπεδο 0,01

6.3. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΠΡΟΣΗΜΟΥ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Τέλος στη μελέτη μας χρησιμοποιούμε ένα διωνυμικό τεστ για τον έλεγχο των πρόσημων των ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων κάθε μετοχής για την περίοδο δέκα ημέρες (-10) πριν και δέκα ημέρες μετά (+10) μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α.³⁰ (2^η ανακοίνωση).

Συγκεκριμένα εξετάζουμε την αναλογία μεταξύ θετικών και αρνητικών έκτακτων αποδόσεων ανά ημέρα (event day) της περιόδου (-10, +10) και διερευνάμε εάν η αναλογία, στην περίπτωση της θετικής αντίδρασης της μετοχής, των θετικών έκτακτων αποδόσεων είναι μεγαλύτερη από αυτή των αρνητικών αποδόσεων, και το αντίστροφο στην περίπτωση της αρνητικής αντίδρασης της μετοχής. Ο έλεγχος των υποθέσεων που κάνουμε είναι ο εξής :

H_0 : η αναλογία θετικών / αρνητικών έκτακτων αποδόσεων είναι 50/50

H_1 : η αναλογία θετικών / αρνητικών έκτακτων αποδόσεων είναι μεγαλύτερη από 50/50

Η στατιστική Z που χρησιμοποιούμε για τον έλεγχο των παραπάνω αποδόσεων είναι η εξής :

$$Z = (m/n - p) / \sqrt{p(1-p)/n}$$

Όπου p είναι η πιθανότητα της υπόθεσης H_0 να παρατηρήσουμε μια αρνητική (ή θετική) έκτακτη απόδοση ($p = 0,50$), n είναι ο αριθμός των έκτακτων αποδόσεων, και m είναι πλήθος των αρνητικών (ή θετικών) έκτακτων αποδόσεων.

³⁰ Λόγω μη ύπαρξης στατιστικά σημαντικών αποδόσεων γύρω από την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης ο έλεγχος περιορίστηκε στην ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α.

Τα αποτελέσματα αυτού του ελέγχου εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα:

ΗΜΕΡΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΘΕΤΙΚΑ	Z
-10	27	17	1,51
-9	26	18	1,21
-8	25	19	0,90
-7	23	21	0,30
-6	28	16	1,81 ¹
-5	18	26	-1,21
-4	18	26	-1,21
-3	28	16	1,81 ¹
-2	15	29	-2,11 ¹
-1	16	28	-1,81 ¹
0	25	19	0,90
1	27	17	1,51
2	30	14	2,41 ¹
3	22	22	0,00
4	26	18	1,21
5	28	16	1,81 ¹
6	20	24	-0,60
7	23	21	0,30
8	27	17	1,51
9	20	24	-0,60
10	18	26	-1,21

Απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση όταν $z > z_\alpha$ όπου $z_\alpha = 1,645$ (για $\alpha = 5\%$, one tailed test).

Από τον Πίνακα αυτό προκύπτει ότι στην περίπτωση της θετικής έκτακτης απόδοσης δύο ημέρες (-2) πριν την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. (οπότε και παρατηρήθηκε στατιστικά σημαντική έκτακτη απόδοση) η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, δηλαδή το πλήθος (αριθμ. 29) των θετικών έκτακτων αποδόσεων είναι μεγαλύτερο από αυτό των αρνητικών σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Για την ημέρα (+2) οπότε και παρατηρήθηκε αρνητική έκτακτη απόδοση στατιστικά σημαντική και πάλι η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, δηλαδή το πλήθος (αριθμ.30) των αρνητικών έκτακτων αποδόσεων είναι μεγαλύτερο από αυτό των θετικών σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

7. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μελέτη αυτή ασχολήθηκε με τις εισαγωγές θυγατρικών εταιρειών στο Χ.Α.Α. από ήδη εισηγμένες μητρικές εταιρείες. Ανέλυσε το σχετικό θεσμικό πλαίσιο και αναφέρθηκε σε πιθανά κίνητρα/ ωφέλειες για την μητρική εταιρεία από την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής της στο χρηματιστήριο. Επίσης αναφέρθηκε σε σχετικές μελέτες του εξωτερικού με θέμα την εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής στο χρηματιστήριο (carve-out) καθώς και σε άλλες μορφές κεφαλαιακής διάρθρωσης όπως αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης (Seasoned Equity Offering) καθώς και με την διανομή μετοχών της θυγατρικής στους μετόχους της μητρικής (spin off). Περαιτέρω, διερεύνησε την επίδραση της εισαγωγής των μετοχών μιας θυγατρικής στο Χ.Α.Α. στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της ήδη εισηγμένης μητρικής τόσο κατά την πρώτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της θυγατρικής με θέμα την είσοδο της στο Χ.Α.Α. (1^η ανακοίνωση), όσο και κατά την ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση). Χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία «Ανάλυση επιχειρηματικών Γεγονότων» για να εξετάσουμε σε βραχυχρόνια διαστήματα το κατά πόσον οι επενδυτές υπεραντιδρούν στο γεγονός της εισαγωγής των μετοχών μιας θυγατρικής στο χρηματιστήριο.

Η ανάλυσή μας έδειξε πως δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των μητρικών εταιρειών που προβαίνουν στην εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής τους, ούτε κατά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης (1^η ανακοίνωση) αλλά ούτε κατά την ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση). Αποτέλεσμα που έρχεται σε αντίθεση με εκείνα αντίστοιχων μελετών στις ΗΠΑ. Φαίνεται να υπάρχει μια διαφορετική αντίδραση των επενδυτών στην Ελλάδα από εκείνη που έχει παρατηρηθεί στο εξωτερικό.

Μια πιθανή εξήγηση της διαφοράς αυτής είναι (1) ότι αρκετές από τις θυγατρικές που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α δεν ανήκουν άμεσα στην μητρική. Είναι χαρακτηριστικό ότι σε δώδεκα εισαγωγές μετοχών θυγατρικών ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών ανήκε σε φυσικά πρόσωπα που είχαν σχέση με την μητρική. Ακολούθως, προχωρήσαμε στον υπολογισμό των έκτακτων ημερήσιων αποδόσεων χωρίς να συμπεριλάβουμε αυτές τις θυγατρικές. Η ανάλυσή μας έδειξε πως δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των μητρικών εταιρειών, ούτε κατά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης (1^η ανακοίνωση) αλλά ούτε κατά την ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση).

Μια δεύτερη πιθανή εξήγηση είναι (2) ότι την τελευταία διετία που είχαμε τις περισσότερες εισαγωγές θυγατρικών στο Χ.Α.Α., στον διεθνή χώρο κυριάρχησε η τάση συγκέντρωσης δραστηριοτήτων για την επίτευξη των μεγαλύτερων δυνατών συνεργιών και οικονομιών κλίμακος με στόχο τη μείωση του κόστους και αύξηση της κερδοφορίας. Άρα το κίνητρο ότι ο διαχωρισμός της θυγατρικής από την μητρική μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητα των διοικητικών στελεχών και εργαζομένων να μην βρήκε μεγάλη απήχηση στους επενδυτές. Άλλωστε μέσα στο 2001 οι περισσότερες εταιρείες όπως οι όμιλοι Altec και Infoquest, ο όμιλος Ιντρακόμ και ο όμιλος Αχοπ έχουν εξαγγείλει τη συγχώνευση και απορρόφηση των θυγατρικών τους από την μητρική ενώ και ο όμιλος ΒΙΟΧΑΛΚΟ κινείται σε ανάλογη κατεύθυνση.

Επίσης εφαρμόζοντας τη μέθοδο των διαστρωματικών παλινδρομήσεων για την ημερομηνία της εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. (2^η ανακοίνωση) μεταξύ των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων δύο και έξι ημερών και διάφορων

ανεξάρτητων μεταβλητών διαπιστώθηκε ότι η εξίσωση παλινδρόμησης δεν έχει ερμηνευτική δύναμη.

Αντικείμενο περαιτέρω διερεύνησης στα πλαίσια μιας μελλοντικής επέκτασης της παρούσας μελέτης θα μπορούσε να αποτελέσει το κατά πόσο η εισαγωγές θυγατρικών συσχετίζονται τέλεια με μια υπερτιμημένη χρηματιστηριακή αγορά κάτι που ισχυρίστηκαν οι Hand και Skantz [1999]. Ίσως έτσι θα μπορούσαμε να πούμε με μεγαλύτερη βεβαιότητα ότι η εισαγωγή των μετοχών μιας θυγατρικής στο Χ.Α.Α έχει σαν μόνο σκοπό την αποκομιδή υπεραξιών κυρίως από φυσικά πρόσωπα που έχουν άμεσα συμφέροντα στην θυγατρική αλλά και στην μητρική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10
ΕΥΡΩΔΕΩΣ ΔΕΠΗΜΑΤΟΣ
ΜΗΤΡΙΚΕΣ ΕΥΡΩΠΕΙΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΨΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΠΟΥ ΚΙΣΗΛΟΥΘΗΚΑΝ ΕΤΟ
Σ.Α.Α.
ΕΠΙΧΡΟΝΟ 1990-2000

Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΕΥΡΩΠΕΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΨΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΠΙΧΡΟΝΟ ΔΕΠΗΜΑΤΟΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝΕΛΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΚΕΛΑΦΗΜΕΣ
1	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ*	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	20/1/1990	22/4/2000
2	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	26/1/1995
3	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/11/1994
4	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
5	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
6	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
7	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
8	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
9	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
10	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
11	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
12	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
13	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995
14	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	ΑΛΦΑ ΠΕΤΡΕΣ	20/1/1990	20/1/1995

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ
ΜΕΛΕΤΗΣ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

* Ημερομηνία κλεισίματος Σ.Α.Α. 3/20/1990
 ** Σ. ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ, κλειστή το 5/19% των μετοχών της η ημερομηνία της 20/1/1990
 17/20% της ΠΡΑΞΕΥΒΙΛΛΑΣ
 *** Ημερομηνία κλεισίματος Σ.Α.Α. 2/14/1990

ΠΙΝΑΚΑΣ 10
ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
ΜΗΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΠΟΥ ΕΙΣΗΧΘΗΚΑΝ ΣΤΟ
Χ.Α.Α.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000

Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΑΡΧΙΚΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΙΣΗΧΘΕΙ ΑΡΓ/ΡΑ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
1	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ³¹	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ	22/7/1999	12/4/2000
2	ALPHA ΠΙΣΤΕΩΣ	ALPHA FINANCE ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡ/ΚΗ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ SPACE HELLAS ³²	10/8/1994 16/6/1994 18/12/1998 6/5/1999	26/4/1995 30/11/1994 29/6/1999 29/9/2000
3	ALFA ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤ/ΚΗΣ)	ΑΛΤΕ	20/7/1994	9/1/1995
4	ALTEC	SYSWARE UNISOFT MICROLAND	21/4/1997 21/1/1995 27/5/1999	27/8/1997 27/8/1999 24/12/1999
5	ΑΧΟΝ ΣΥΜ/ΧΩΝ (EUROMEDICA)	ΚΛ/ΚΗ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	22/12/1998	7/10/1999
6	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΕΔΒΑΛ ΣΙΑΕΝΟΡ ΕΛ/ΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΤΕΜ ΧΑΛΚΟΡ ΣΩΔ.ΚΟΡΙΝΘΟΥ	30/6/1995 2/9/1994 8/8/1994 28/2/1994 14/5/1996 30/3/1998	10/6/1996 12/12/1994 16/11/1994 9/6/1994 27/12/1996 30/7/1998
7	ΔΟΛ ³³	ΡΑΡΕΡΠΑΚ ΤΣΟΥΚ	6/8/1999	19/10/2000
8	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡ/ΚΗ	ΔΙΟΝΙΣ Α.Ε.	23/12/1998	11/10/1999
9	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠ.	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔ.	18/5/1993	17/8/1993
10	ΕΤΜΑ	ΕΛΛΑΤΕΞ	28/8/1995	19/3/1996
11	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠ.	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ	1/10/1999	24/7/2000
12	ELMEC SPORT	ΦΑΝΚΟ	22/10/1993	31/12/1993
13	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛΛΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ	2/5/1996	9/12/1996
14	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	INTRASOFT ΙΝΤΡΑΛΟΤ	14/7/1994 3/6/1999	7/12/1994 3/11/1999

³¹ Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.Α. 25/2/1999

³² Η ALPHA BANK κατείχε το 5,79% των μετοχών και η θυγατρική της ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ το 17,38% της SPACE HELLAS

³³ Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.Α. 6/11/1998

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ)

Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΑΡΧΙΚΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΙΣΗΧΘΕΙ ΑΡΙΘΡΑ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
15	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔ/ΣΕΩΝ	3/5/1993	2/8/1993
16	INFOQUEST ³⁴	UNIFON	22/12/1998	18/8/1999
17	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	3/2/1994	14/6/1994
18	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	ΑΤΕΜΚΕ	12/1/1995	4/4/1996
19	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	ΚΟΡ/ΔΗΣ TELECOM	27/4/1999	12/1/2000
20	ΣΑΝΥΟ	SEAFARM	28/5/1997	4/2/1998
21	SPORTSMAN	ΕΝΔΥΣΗ	24/12/1994	24/12/1996
22	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ ³⁵	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	30/12/1994	26/6/1995
23	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	FORTHNET	25/8/1999	06/10/2000
24	ΟΙΝΕΡΓΑ	ΕΡΓΑΣ	17/1/1994	23/6/1994
25	ΟΤΕ	COSMOTE	31/7/2000	12/10/2000
26	ΡΑΝΑΦΟΝ ³⁶	UNIFON ΚΟΡ/ΔΗΣ TELECOM	22/12/1998 27/4/1999	18/8/1999 12/1/2000
27	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	DESPEC PC SYSTEMS Q + R	20/5/1998 25/8/1999 12/7/1999	17/12/1998 14/4/2000 11/8/2000
28	SINGULAR	BYTE COMPUTER	17/4/1999	23/2/2000
29	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜ/ΚΗ ³⁷	ΜΟΧΛΟΣ	20/1/1994	8/8/1994
30	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΠΡΟΟΔΟΣ	30/6/1990	30/7/1990
31	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	27/12/1994	28/12/1995
32	ΦΟΥΡΛΗΣ	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	24/2/1999	23/12/1999
33	ΕΕΕ	FRIGOGLASS	25/1/1999	2/12/1999

³⁴ Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.Α. 17/12/1998

³⁵ Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.Α. 1/9/1994

³⁶ Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.Α. 7/12/1998

³⁷ Ημερομηνία εισαγωγής στο Χ.Α.Α. 6/4/1994

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

**ΜΗΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ
ΕΡΕΥΝΟΥΝΤΑΙ ΟΙ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡ. ΤΗΣ
ΠΡΩΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ (1^η ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000**

Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΑΡΧΙΚΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΙΣΗΓΧΘΕΙ ΑΡΙΓ/ΡΑ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
1	ΑΛΦΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ALPHA FINANCE ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡ/ΚΗ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ SPACE HELLAS	10/8/1994 16/6/1994 18/12/1998 6/5/1999	26/4/1995 30/11/1994 29/6/1999 29/9/2000
2	ALFA ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤ/ΚΗΣ)	ΑΛΤΕ	20/7/1994	9/1/1995
3	ALTEC	SYSWARE UNISOFT MICROLAND	21/4/1997 21/1/1995 27/5/1999	27/8/1997 27/8/1999 24/12/1999
4	ΑΧΟΝ ΣΥΜ/ΧΩΝ (EUROMEDICA)	ΚΑ/ΚΗ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	22/12/1998	7/10/1999
5	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΕΛΒΑΛ ΣΙΔΕΝΟΡ ΕΛ/ΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΤΕΜ ΧΑΛΚΟΡ ΣΩΛ.ΚΟΡΙΝΘΟΥ	30/6/1995 2/9/1994 8/8/1994 28/2/1994 14/5/1996 30/3/1998	10/6/1996 12/12/1994 16/11/1994 9/6/1994 27/12/1996 30/7/1998
6	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡ/ΚΗ	DIONIC A.E.	23/12/1998	11/10/1999
7	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠ.	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔ.	18/5/1993	17/8/1993
8	ΕΤΜΑ	ΕΛΛΑΤΕΞ	28/8/1995	19/3/1996
9	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠ.	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ	1/10/1999	24/7/2000
10	ELMEC SPORT	ΦΑΝΚΟ	22/10/1993	31/12/1993
11	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛΛΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ	2/5/1996	9/12/1996
12	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	INTRASOFT ΙΝΤΡΑΛΟΤ	14/7/1994 3/6/1999	7/12/1994 3/11/1999

ΠΙΝΑΚΑΣ 11 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ)

Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΑΡΧΙΚΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΙΣΗΧΘΕΙ ΑΡΓ/ΡΑ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
13	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔ/ΣΕΩΝ	3/5/1993	2/8/1993
14	ΚΛΩΝΑΤΕΕ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	3/2/1994	14/6/1994
15	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	ΑΤΕΜΚΕ	12/1/1995	4/4/1996
16	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	ΚΟΡ/ΔΗΣ TELECOM	27/4/1999	12/1/2000
17	ΣΑΝΥΟ	SEAFARM	28/5/1997	4/2/1998
18	SPORTSMAN	ΕΝΔΥΣΗ	24/12/1994	24/12/1996
19	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	FORTHNET	25/8/1999	06/10/2000
20	ΟΙΝΕΡΓΑ	ΕΡΓΑΣ	17/1/1994	23/6/1994
21	ΟΤΕ	COSMOTE	31/7/2000	12/10/2000
22	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	DESPEC	20/5/1998	17/12/1998
		PC SYSTEMS	25/8/1999	14/4/2000
		Q + R	12/7/1999	11/8/2000
23	SINGULAR	BYTE COMPUTER	17/4/1999	23/2/2000
24	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΠΡΟΟΔΟΣ	30/6/1990	30/7/1990
25	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	27/12/1994	28/12/1995
26	ΦΟΥΡΛΗΣ	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	24/2/1999	23/12/1999
27	ΕΕΕ	FRIGOGLASS	25/1/1999	2/12/1999

ΠΙΝΑΚΑΣ 12

ΜΗΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΕΡΕΥΝΟΥΝΤΑΙ ΟΙ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡ. ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ ΠΡΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (2^η ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-2000

Α/Α	ΜΗΤΡΙΚΗ ΑΡΧΙΚΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΙΣΗΧΘΕΙ ΑΡΓ/ΡΑ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
1	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ	22/7/1999	12/4/2000
2	ΑΛΦΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΑΛΦΑ FINANCE ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡ/ΚΗ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ SPACE HELLAS	10/8/1994 16/6/1994 18/12/1998 6/5/1999	26/4/1995 30/11/1994 29/6/1999 29/9/2000
3	ΑΛΦΑ ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤ/ΚΗΣ)	ΑΛΤΕ	20/7/1994	9/1/1995
4	ΑΛΤΕC	SYSWARE UNISOFT MICROLAND	21/4/1997 21/1/1995 27/5/1999	27/8/1997 27/8/1999 24/12/1999
5	ΑΧΟΝ ΣΥΜ/ΧΩΝ (EUROMEDICA)	ΚΑ/ΚΗ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	22/12/1998	7/10/1999
6	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΕΛΒΑΔ ΣΙΔΕΝΟΡ ΕΛ/ΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΤΕΜ ΧΑΛΚΟΡ ΣΩΔ.ΚΟΡΙΝΘΟΥ	30/6/1995 2/9/1994 8/8/1994 28/2/1994 14/5/1996 30/3/1998	10/6/1996 12/12/1994 16/11/1994 9/6/1994 27/12/1996 30/7/1998
7	ΔΟΛ	PAPERPACK ΤΣΟΥΚ.	6/8/1999	19/10/2000
8	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡ/ΚΗ	DIONIC Α.Ε.	23/12/1998	11/10/1999
9	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠ.	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔ.	18/5/1993	17/8/1993
10	ΕΤΜΑ	ΕΛΛΑΤΕΞ	28/8/1995	19/3/1996
11	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠ.	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ	1/10/1999	24/7/2000
12	ELMEC SPORT	ΦΑΝΚΟ	22/10/1993	31/12/1993
13	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛΛΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ	2/5/1996	9/12/1996
14	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	INTRASOFT ΙΝΤΡΑΛΟΤ	14/7/1994 3/6/1999	7/12/1994 3/11/1999

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ)

A/A	ΜΗΤΡΙΚΗ ΑΡΧΙΚΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΟΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΙΣΗΧΘΕΙ ΑΡΓ/ΡΑ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΝ. ΣΥΝ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡ. ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ
15	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔ/ΣΕΩΝ	3/5/1993	2/8/1993
16	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	3/2/1994	14/6/1994
17	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	ΑΤΕΜΚΕ	12/1/1995	4/4/1996
18	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	ΚΟΡ/ΔΗΣ TELECOM	27/4/1999	12/1/2000
19	ΣΑΝΥΟ	SEAFARM	28/5/1997	4/2/1998
20	SPORTSMAN	ΕΝΔΥΣΗ	24/12/1994	24/12/1996
21	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	30/12/1994	26/6/1995
22	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	FORTHNET	25/8/1999	06/10/2000
23	ΟΙΝΕΡΓΑ	ΕΡΓΑΣ	17/1/1994	23/6/1994
24	ΟΤΕ	COSMOTE	31/7/2000	12/10/2000
25	ΠΑΝΑΦΟΝ	ΚΟΡ/ΔΗΣ TELECOM	27/4/1999	12/1/2000
26	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	DESPEC PC SYSTEMS Q + R	20/5/1998 25/8/1999 12/7/1999	17/12/1998 14/4/2000 11/8/2000
27	SINGULAR	BYTE COMPUTER	17/4/1999	23/2/2000
28	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΠΡΟΟΔΟΣ	30/6/1990	30/7/1990
29	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	27/12/1994	28/12/1995
30	ΦΟΥΡΑΗΣ	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	24/2/1999	23/12/1999
31	ΕΕΕ	FRIGOGLASS	25/1/1999	2/12/1999

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Αλφφαντής Στ. Γεώργιος, « Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως», β' έκδοση, 1998, Εκδόσεις Πάμισος
2. Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, « Ανώνυμη Εταιρία & Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης», 1998, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη
3. Δαλιαννάκης Π., « Χρηματιστηριακός & Επενδυτικός Οδηγός 1993», Εκδόσεις Επενδυτική
4. Δαλιαννάκης Π., « Χρηματιστηριακός & Επενδυτικός Οδηγός 1994», Εκδόσεις Επενδυτική
5. Δαλιαννάκης Π., « Χρηματιστηριακός & Επενδυτικός Οδηγός 1995», Εκδόσεις Επενδυτική
6. Δαλιαννάκης Π., « Χρηματιστηριακός & Επενδυτικός Οδηγός 1996», Εκδόσεις Επενδυτική
7. Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο του Χρηματιστηρίου Αθηνών 1999
8. «Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά : Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών της», 1997, Πανεπιστήμιο Πειραιώς
9. « Το Ελληνικό Χρηματιστήριο », 2000, Ελληνική Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ
10. Τσαγκαράκης Β. Νικόλαος, « Η Αντληση Μετοχικού Κεφαλαίου Στην Ελλάδα Με τη Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης», 1993, Πανεπιστήμιο Πειραιώς
11. Τσιμπρής Ρ. Μιχάλης, « Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», γ' έκδοση, 1999, Εκδόσεις Σακκουλα

Αγγλική

1. Allen W. J. and McConnell J.J., "Equity Carve-outs and Managerial Discretion", *The Journal of Finance*, vol LIII, 1998
2. Asquith P. and D. Mullins, "Equity issues and offering dilution", *Journal of Financial Economics* 15, 1986, pp 61-89
3. Barber M. B. and Lyon D. J., "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, 43, 1997, pp 341-372
4. Brigham F. E. and Capenski, "Financial Management: Theory and Practice", 1997, The Dryden Press
5. Brown S. and Warner J., Using Daily Stock Returns: "The case of Event Studies", *The Journal of Financial Economics*, 14, 1985, pp 3-31
6. Doukas J. and N.G. Travlos, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholder's Wealth: Evidence from International Acquisitions", *Journal of Finance* December 1988, pp 1161-1175
7. Elder J. and Westra P., "The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements", Middlebury College working paper, 1999
8. Galai D and Masulis R. "The option pricing model and the risk factor of stocks" *Journal of Financial Economics*, 3, 1976
9. Gilson C. S., P. M. Healy, C. F. Noe and Palepu G. K., "Information effects of spin-offs, equity carve-outs, and targeted stock offerings", Harvard Business School working paper, 1998
10. Hand M. J. and Skantz R. T., "The Market-Timing Characteristics of Equity Carve-outs", UNC Chapel Hill working paper, 1999

11. Klein A., Rosenfeld J. and W. Beranek, "The Two Stages of an Equity Carve-out and the Price Response of Parent and Subsidiary Stock", *Managerial and Decision Economics*, 12, 1991, pp 449-460
12. Leland H. and Pyle D., "Information asymmetries, Financial structure and financial Intermediation", *Journal of Finance*, 32, 1977
13. Lee I., "Do firms knowingly sell overvalued equity?" *Journal of Finance*, 52, 1997
14. Masulis R., "The impact of capital structure change on firm value: some estimates", *Journal of Finance*, 38, 1983
15. Masulis R. and A. Korwar, "Seasoned equity offerings : An empirical investigation", *Journal of Financial Economics* 15, 1986, pp 91-118
16. Michaely R. and Shaw H. W., "The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs", *Financial Management*, 24, 1995, pp 5-21
17. Mikkelson, Wayne and M. Megan Partch, "Valuation effects of security offerings and the issuance process" *Journal of Financial Economics* 15, 1986, pp 31-60
18. Myers S. and Majluf N., "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 1984
19. Nanda V., "On the Good News in Equity Carve-outs", *The Journal of Finance*, 5, 1991
20. Powers A. E., "Decyphering the Motives for Equity Carve-outs", University of South Carolina working paper, 2000
21. Ritter J, "The long term performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 46, pp3-27

22. Schipper K. and A. Smith, "A Comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings, Share Price Effects and Corporate Restructuring", *Journal of Financial Economics*, 15, 1986 pp153-186

23. Slovin B. M., M. E. Sushka and Ferraro R. S., "A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs, and Asset Sell-offs", *The Journal of Financial Economics*, 37, 1995, pp89-104

24. Slovin B M. and Sushka E. M., "The Implications of Equity Issuance Decisions within of Parent-Subsidiary Governance Structure", *The Journal of Finance*, vol LII, 1997

25. Tsangarakis V. Nikolaos, "Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece", *Financial Management*, Vol. 25, No 3, 1996, pp 21-32

26. Vijh M. A., "Long-term returns from equity carveouts", *Journal of Financial Economics*, 51, 1999, pp273-308