

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

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

Ευχαριστώ θερμά, τον επιβλέποντα επίκουρο καθηγητή κ. Ν. Τσαγκαράκη για την πολύτιμη καθοδήγησή του και την ουσιαστική συμβουλή του στη διεκπεραίωση αυτής της εργασίας καθώς και τον λέκτορα κ. Π. Σταϊκούρα για τη βοήθεια που μου προσέφερε στη βελτίωση της περιγραφής και παρουσίασης των νομικών εννοιών. Ευχαριστώ, επίσης, την οικογένειά μου που μου συμπαραστάθηκε και όλους εκείνους που συνέβαλαν στο να έρθει εις πέρας αυτή η εργασία.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ.....	5
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	6
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>9</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....</b>	<b>12</b>
2.1 ΑΠΟΣΧΙΣΗ ΚΛΑΔΟΥ.....	12
2.1.1 Νομοθεσία που διέπει την απόσχιση κλάδου.....	12
2.1.2 Ύφος κεφαλαίου.....	13
2.1.3 Διαδικασία απόσχισης κλάδου.....	13
2.2 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ.....	16
2.2.1 Ορισμός συμμετοχικής σύνδεσης.....	16
2.2.2 Μορφές συμμετοχικής σύνδεσης.....	16
2.2.3 Συγκριτικές παρατηρήσεις.....	20
2.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	20
2.3.1 Εισαγωγή μετοχών στην Κύρια Αγορά.....	20
2.3.2 Εισαγωγή μετοχών στην Παράλληλη Αγορά.....	22
2.3.3 Εισαγωγή μετοχών στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.....	24
2.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	26
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....</b>	<b>30</b>
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	30
3.2 ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	30
3.3 ΚΥΡΙΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ..	31

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b> .....	35
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	35
4.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ.....	35
4.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.....	55
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΔΕΙΓΜΑ</b> .....	58
5.1 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	58
5.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	58
5.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ-ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	60
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ</b> .....	69
6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	69
6.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	70
6.2.1 Υπόδειγμα της Αγοράς.....	70
6.3 ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ.....	73
6.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ (CROSS-SECTIONAL REGRESSIONS).....	74
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b> .....	78
7.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ «ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ».....	78
7.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ.....	82
7.2.1 Έλεγχος για πιθανή ύπαρξη προβλημάτων πολυσυγγραμμικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης.....	82
7.2.2 Εκτίμηση των παραμέτρων της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης.....	83
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	97

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... 100**

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ..... 103**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

### Ελληνικά

Α.Ε.	Ανώνυμη Εταιρεία
Κ.Ν.	Κωδικοποιημένος Νόμος
Ν.	Νόμος
Ν.Δ.	Νομοθετικό Διάταγμα
ΝΕ.Χ.Α.	Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
Π.Δ.	Προεδρικό διάταγμα
περ.	περίπτωση
Σ.Α.Τ.	Σύστημα Άϋλων Τίτλων
ΥΠΕΘΟ	Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας
υποπ.	υποπερίπτωση
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας Κυβερνήσεως
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

### Ξενόγλωσσα

AMEX	American Exchange
ASE	American Stock Exchange
IPO	Initial Public Offering
NYSE	New York Stock Exchange
SEO	Seasoned Equity Offering

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

- ΠΙΝΑΚΑΣ 1:** Εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με τη μεταβολή της τιμής της μητρικής εταιρείας εξαιτίας της ανακοίνωσης carve-out, spin-off, seasoned equity offering και asset sell-off στις ΗΠΑ και στη Γερμανία..... 57
- ΠΙΝΑΚΑΣ 2:** Δείγμα μητρικών εταιρειών και των θυγατρικών τους που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1990-2005..... 63
- ΠΙΝΑΚΑΣ 3:** Κατανομή των εισαγωγών θυγατρικών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1990-2005..... 65
- ΠΙΝΑΚΑΣ 4:** Αριθμός εισαγωγής θυγατρικών εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά χρηματιστηριακό κλάδο για την περίοδο 1990-2005..... 66
- ΠΙΝΑΚΑΣ 5:** Αριθμός μητρικών εταιρειών που εισήγαγαν θυγατρικές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1990-2005..... 67
- ΠΙΝΑΚΑΣ 6:** Συμμετοχή των μητρικών και των κύριων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών πριν τη δημόσια εγγραφή..... 67
- ΠΙΝΑΚΑΣ 6α:** Συμμετοχή των μητρικών και των κύριων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών πριν τη δημόσια εγγραφή..... 68
- ΠΙΝΑΚΑΣ 6β:** Συμμετοχή των μητρικών και των κύριων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών πριν τη δημόσια εγγραφή..... 68
- ΠΙΝΑΚΑΣ 7:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές  $[t(AAR)]$  για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α..... 85
- ΠΙΝΑΚΑΣ 8:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές  $[t(AAR)]$  για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α. χωρίς τις 13 αμφισβητούμενες θυγατρικές..... 86
- ΠΙΝΑΚΑΣ 9:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές  $[t(AAR)]$  για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α., των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία..... 87
- ΠΙΝΑΚΑΣ 10:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές  $[t(AAR)]$  για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της πρώτης θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα

που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α. (χωρίς τις αμφισβητούμενες), των οποίων η πλειοψηφία κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία..... 88

**ΠΙΝΑΚΑΣ 11:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α. (χωρίς τις αμφισβητούμενες), των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία..... 89

**ΠΙΝΑΚΑΣ 12:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α., των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται άμεσα από την ίδια τη μητρική εταιρεία..... 90

**ΠΙΝΑΚΑΣ 13:** Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α., των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από φυσικά πρόσωπα..... 91

**ΠΙΝΑΚΑΣ 14:** Συντελεστές συσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών της παλινδρόμησης (Correlation Matrix)..... 92

**ΠΙΝΑΚΑΣ 15:** Αποτελέσματα ελέγχου ετεροσκεδαστικότητας με χρησιμοποίηση του ARCH Test..... 92

**ΠΙΝΑΚΑΣ 16:** Αποτελέσματα ελέγχου αυτοσυσχέτισης καταλοίπων..... 93

**ΠΙΝΑΚΑΣ 17:** Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή FOUNPAR) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για 56 εισαγωγές θυγατρικών την περίοδο 1990-2005..... 94

**ΠΙΝΑΚΑΣ 18:** Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή YEARSUB) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για 56 εισαγωγές θυγατρικών την περίοδο 1990-2005..... 94

**ΠΙΝΑΚΑΣ 19:** Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή FOUNPAR) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για το δείγμα των θυγατρικών εταιρειών που η πλειοψηφία του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία..... 95

**ΠΙΝΑΚΑΣ 20:** Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή YEARSUB) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για το δείγμα των θυγατρικών εταιρειών που η πλειοψηφία του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία..... 96

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι επιχειρήσεις ιδρύονται, λειτουργούν και αναπτύσσονται μέσα σε ένα σύνθετο οικονομικό, πολιτικό, τεχνολογικό και κοινωνικό περιβάλλον, το οποίο μεταβάλλεται συνεχώς. Αυτό τις οδηγεί στο να εφαρμόζουν συνεχώς νέες στρατηγικές, μέσω των οποίων μεταβάλλονται επιτυχημένα και καταφέρνουν να παραμένουν βιώσιμες, να είναι κερδοφόρες και να εκμεταλλεύονται προς όφελός τους τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα.

Στη δεκαετία του '80 παρατηρήθηκε ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο. Πολλές επιχειρήσεις εξαγόρασαν ή συγχωνεύτηκαν με άλλες με σκοπό να εισέλθουν σε νέους κλάδους, να κυριαρχήσουν σε αυτούς και να διαφοροποιηθούν. Όμως, την επόμενη δεκαετία τόσο στη διεθνή όσο και στην ελληνική οικονομία παρατηρείται το αντίστροφο φαινόμενο. Οι επιχειρήσεις άρχισαν να αλλάζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, να περιορίζονται μόνο σε δραστηριότητες που είναι επικερδείς (core businesses) και γενικότερα να επανεστιάζουν την προσοχή τους στον κεντρικό πυρήνα της επιχείρησης.

Σε διεθνές επίπεδο, οι μητρικές επιχειρήσεις προκειμένου να διαχωρίσουν μια λειτουργική μονάδα εφαρμόζουν διάφορες εναλλακτικές μορφές αναδιοργάνωσης. Οι κυριότερες μορφές αναδιοργάνωσης είναι οι ακόλουθες: απόσχιση με δημόσια εγγραφή (equity carve-out), απόσχιση (spin-off), πώληση μιας θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση (asset sell-off) και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά (seasoned equity offering).

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτεταμένα με τις παραπάνω μορφές χρηματοοικονομικής αναδιοργάνωσης. Ιδιαίτερα, η απόσχιση με δημόσια εγγραφή απασχόλησε πολλούς ξένους μελετητές, οι οποίοι προσπάθησαν να προσδιορίσουν τα κίνητρα που ωθούν τις μητρικές εταιρείες να επιλέξουν τη συγκεκριμένη μορφή αναδιοργάνωσης. Επίσης, ερεύνησαν τις επιπτώσεις που έχει η απόσχιση με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας και σύγκριναν τις επιπτώσεις αυτές με τις επιπτώσεις των άλλων μορφών αναδιοργάνωσης.

Κοινό συμπέρασμα όλων των διεθνών ερευνών είναι ότι αν η μητρική εταιρεία επιλέξει την απόσχιση κλάδου με δημόσια εγγραφή έναντι των άλλων μορφών αναδιοργάνωσης η αγορά αντιδρά θετικά και η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας αυξάνεται. Η θετική αυτή επίδραση οφείλεται, κυρίως, σε δύο λόγους: στα *divestiture gains*, δηλαδή στη βελτίωση της αποδοτικότητας και της ανταγωνιστικότητας της μητρικής εταιρείας ή στις *information asymmetries*, δηλαδή στην πώληση υπερτιμημένων μετοχών της θυγατρικής εταιρείας.

Στην ελληνική οικονομία, η μορφή αναδιοργάνωσης που χρησιμοποιείται περισσότερο είναι η απόσχιση κλάδου με δημόσια εγγραφή. Από το 1990 μέχρι σήμερα παρατηρείται ότι πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή, με κορύφωση τη διετία 1999-2000, κατά την οποία το ελληνικό χρηματιστήριο γνώρισε ιδιαίτερη άνθηση. Πιο συγκεκριμένα, από τις 56 θυγατρικές εταιρείες που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από τον Ιανουάριο του 1990 έως το Μάιο του 2005, οι 20 από αυτές εισήχθησαν τη διετία αυτή.

Η έντονη εμφάνιση του φαινομένου αυτού, η έξαρση του στην Ελλάδα στα τέλη της δεκαετίας του '90 αλλά και το ότι δεν έχουν γίνει εκτενείς έρευνες για αυτή τη μορφή αναδιοργάνωσης, παρά τη σημαντικότητά της, αποτέλεσε το έναυσμα για τη διενέργεια της διπλωματικής αυτής εργασίας.

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η απόσχιση κλάδου της μητρικής εταιρείας και η εισαγωγή του στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (*equity carve-out*). Συγκεκριμένα, θα ερευνήσουμε την επίδραση του *equity carve-out* στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας, πραγματοποιώντας μια λεπτομερή εμπειρική ανάλυση των ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων της μετοχής της μητρικής εταιρείας γύρω από την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Σκοπός μας, δηλαδή, είναι να εξετάσουμε αν η απόσχιση με δημόσια εγγραφή αποφέρει οικονομικά οφέλη στη μητρική εταιρεία και συνεπώς πραγματοποιείται για αυτό το λόγο.

Το Κεφάλαιο 2 παρουσιάζει τη νομοθεσία που διέπει την απόσχιση κλάδου, τη διαδικασία απόσχισης καθώς και τις μορφές συμμετοχικής σύνδεσης μεταξύ μητρικής και θυγατρικής επιχείρησης. Παράλληλα, αναφέρεται στις προϋποθέσεις και στη διαδικασία εισαγωγής ανωνύμων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται οι λόγοι και οι κύριες μορφές αναδιοργάνωσης επιχειρήσεων. Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται οι διεθνείς εμπειρικές έρευνες σχετικά με την επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας. Στο Κεφάλαιο 5 αναφέρονται οι πηγές των δεδομένων και γίνεται προσδιορισμός και περιγραφή του δείγματος. Στο Κεφάλαιο 6 αναφέρονται οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιήθηκαν, οι οποίες είναι η μέθοδος «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» των Brown και Warner και η μεθοδολογία Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων. Στο Κεφάλαιο 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή των παραπάνω μεθοδολογιών και τέλος, στο Κεφάλαιο 8 γίνεται η παρουσίαση των γενικών συμπερασμάτων της έρευνας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

### 2.1 ΑΠΟΣΧΙΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

Απόσχιση κλάδου είναι η πράξη με την οποία μια ανώνυμη εταιρεία χωρίς να λυθεί εισφέρει το σύνολο ή έναν ή περισσότερους κλάδους της δραστηριότητάς της σε μία άλλη ανώνυμη εταιρεία έναντι μετοχών της λήπτριας εταιρείας. Η απόσχιση είναι παραλλαγή της διάσπασης και το αντίστροφο της συγχώνευσης με απορρόφηση ή με εξαγορά. Το κύριο χαρακτηριστικό της περίπτωσης αυτής είναι ότι τις μετοχές τις οποίες εκδίδει η ανώνυμη εταιρεία (υφιστάμενη ή νεοϊδρυόμενη) τις παίρνουν όχι οι μέτοχοι της ανώνυμης εταιρείας από την οποία αποσπώνται ο κλάδος ή οι κλάδοι, αλλά η ίδια η ανώνυμη εταιρεία και έτσι αυτή καθίσταται μητρική και η απορροφούσα τον κλάδο θυγατρική αυτής.

#### 2.1.1 Νομοθεσία που διέπει την απόσχιση κλάδου

Η απόσχιση κλάδου επιχείρησης και η εισφορά αυτού σε υφιστάμενη ή συνιστώμενη ανώνυμη εταιρεία μπορεί να γίνει με βάση τις διατάξεις:

- α) Μόνο του **Κ.Ν. 2190/20** και συγκεκριμένα των άρθρων 68-80, όπως αυτά τροποποιήθηκαν με το Π.Δ. 498/87, τα οποία αφορούν συγχωνεύσεις μόνο ανωνύμων εταιρειών.
- β) Του **Κ.Ν. 2190/20** σε συνδυασμό και με τις διατάξεις του **Ν.Δ. 1297/72** (έγγραφο Κ3-4234/88 Υπουργείο Εμπορίου) ή των άρθρων 1-5 του **Ν. 2166/93**, οι οποίες διαπραγματεύονται τη συγχώνευση οποιονδήποτε εταιρικών τύπων αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρεία.

Στην πρώτη περίπτωση δεν παρέχονται κανενός είδους πλεονεκτήματα και ο μετασχηματισμός γίνεται με συμβολαιογραφική πράξη χωρίς φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις.

Στη δεύτερη περίπτωση, το Ν.Δ. 1297/72 –σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση και την ερμηνευτική εγκύκλιο 25/1973- σκοπό έχει να ενισχύσει την τάση της ιδιωτικής πρωτοβουλίας για τη δημιουργία στη χώρα ισχυρών οικονομικών μονάδων. Έτσι, το νομοθέτημα αυτό παρέχει διάφορα κίνητρα κατά το μετασχηματισμό εταιρειών.

Ορισμένα φορολογικά κίνητρα είναι για παράδειγμα, η μη φορολόγηση της προκύπτουσας υπεραξίας των προσφερόμενων στοιχείων κατά το χρόνο της μετατροπής ή της συγχώνευσης καθώς και των αφορολόγητων αποθεματικών, η απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης των εισφερόμενων ακινήτων, η απαλλαγή της συμβάσεως περί συγχώνευσης από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του Δημοσίου και εισφοράς υπέρ τρίτων. Ο Ν. 2166/93 παρέχει τα ίδια φορολογικά κίνητρα με τον παραπάνω νόμο και επιπλέον παρέχει το δικαίωμα μεταφοράς της τυχόν ζημιάς της μετασχηματιζόμενης εταιρείας στον ισολογισμό της νέας εταιρείας και συμψηφισμού της ζημιάς με τα προκύπτοντα κέρδη της νέας εταιρείας των επόμενων δύο χρήσεων.

### **2.1.2 Ύψος κεφαλαίου**

Σύμφωνα με το άρθρο 7, §§1 και 2, του Ν.Δ. 1297/72 το κεφάλαιο (μετά την εισφορά) της ανώνυμης εταιρείας που απορροφά τον κλάδο ή της νέας εταιρείας που συστήνεται δεν μπορεί να είναι κατώτερο των 100.000.000δρχ. ή 300.000ευρώ (Κ.Υ.Α. 1038678/πολ. 1106/11.4.2001). Επίσης, το κεφάλαιο της εταιρείας που εισφέρει τον κλάδο δεν μπορεί να είναι κατώτερο των 100.000.000δρχ. ή 300.000ευρώ (Κ.Υ.Α. 1038678/πολ. 1106/11.4.2001). Σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1-5 του Ν. 2166/93, πρέπει η απορροφούσα τον κλάδο ανώνυμη εταιρεία να είναι υφιστάμενη, όχι νεοϊδρυόμενη και να έχει, μετά την απορρόφηση, κεφάλαιο ύψους 100.000.000δρχ. ή 300.000ευρώ (άρθρο 1 § 1 περ. ε' Ν. 2166/93 και Κ.Υ.Α. 1038678/πολ. 1106/11.4.2001).

### **2.1.3 Διαδικασία απόσχισης κλάδου**

Στην περίπτωση απόσχισης κλάδου από ανώνυμη εταιρεία (μητρική) και εισφοράς αυτού σε άλλη λειτουργούσα ανώνυμη εταιρεία (θυγατρική) εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 68-79 του Κ.Ν. 2190/20 περί συγχώνευσης με απορρόφηση.

Εάν ο αποσχιθείς κλάδος ανώνυμης εταιρείας εισφέρεται σε νέα ανώνυμη εταιρεία τότε εφαρμόζονται οι διατάξεις περί συγχωνεύσεως με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας, οι οποίες είναι ίδιες με αυτές που εφαρμόζονται στη συγχώνευση με απορρόφηση.

Συγκεκριμένα, τα στάδια της διαδικασίας απόσχισης κλάδου από ανώνυμη εταιρεία και εισφοράς σε λειτουργούσα ή νέα ανώνυμη εταιρεία είναι τα ακόλουθα:

Α) *Κατάρτιση σχεδίου σύμβασης απόσχισης και δημοσιότητα αυτού* (άρθρο 69 Κ.Ν. 2190/20).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της μητρικής εταιρείας συνεδριάζει και καταρτίζει έγγραφο σχεδίου σύμβασης απόσχισης. Το έγγραφο αυτό υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει το άρθρο 7β του Κ.Ν. 2190/20, δύο τουλάχιστον μήνες πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων που καλείται να αποφασίσει για το σχέδιο αυτό. Η δημοσιότητα αυτή περιλαμβάνει υποβολή του σχεδίου στις οικίες Νομαρχίες και στη Διεύθυνση Α.Ε. του Υπουργείου Εμπορίου, δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και μέσα σε 10 μέρες από την ολοκλήρωση της παραπάνω δημοσιότητας, δημοσίευση της περίληψης του σχεδίου σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα.

Β) *Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών που συμμετέχουν στην απόσχιση* (άρθρο 71 Κ.Ν. 2190/20).

Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών συντάσσεται έκθεση προς τη γενική συνέλευση των μετόχων από Επιτροπή Εμπειρογνώμων, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 του Κ.Ν. 2190/20. Η Επιτροπή αυτή ορίζεται ύστερα από αίτηση στο Υπουργείο Εμπορίου ή στις κατά τόπους Νομαρχίες, όπου υπάγεται η μητρική εταιρεία και η θυγατρική της.

Γ) *Διαδικασία εξασφαλίσεων πιστωτών* (άρθρο 70 Κ.Ν. 2190/20).

Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση της περίληψης του σχεδίου σύμβασης απόσχισης σε οικονομική εφημερίδα, οι πιστωτές έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν να λάβουν επαρκείς εγγυήσεις. Επίσης, οι πιστωτές μπορούν να προβάλουν εγγράφως αντιρρήσεις κατά της απόσχισης. Όμως, η μητρική εταιρεία μπορεί να προβεί σε άρση των αντιρρήσεων των πιστωτών με δικαστική απόφαση.

Δ) *Έγκριση της συμβάσεως απόσχισης από τις γενικές συνελεύσεις των εταιρειών* (άρθρο 72 Κ.Ν. 2190/20).

Η μητρική και η θυγατρική εταιρεία πραγματοποιούν γενικές συνελεύσεις για την έγκριση του σχεδίου σύμβασης απόσχισης και το νέο καταστατικό της μητρικής

εταιρείας. Η γενική συνέλευση των μετόχων της κάθε μιας από τις εταιρείες δεν μπορεί να συνέλθει πριν περάσουν 2 μήνες από την καταχώρηση του σχεδίου σύμβασης απόσχισης στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών (άρθρο 69 §3 Κ.Ν. 2190/20).

Ε) *Υπογραφή συμβολαιογραφικής πράξης απόσχισης.*

Μετά την πραγματοποίηση των γενικών συνελεύσεων υπογράφεται ενώπιον συμβολαιογράφου η οριστική σύμβαση απόσχισης.

ΣΤ) *Έγκριση της απόσχισης από το υπουργείο Εμπορίου και δημοσιότητα αυτής.*

Αντίγραφα του συμβολαίου απόσχισης υποβάλλονται, κατά περίπτωση, στο Υπουργείο Εμπορίου και στις Νομαρχίες που υπάγονται οι εταιρείες. Τον έλεγχο, τις ενδεχόμενες διορθώσεις και την έγκριση της θυγατρικής θα ενεργήσει η αρμόδια Νομαρχία. Αν η θυγατρική εταιρεία υπάγεται απευθείας στο Υπουργείο Εμπορίου, τότε την έγκριση θα δώσει η Διεύθυνση Ανωνύμων Εταιρειών και Πίστεως του Υπουργείου αυτού.

Ύστερα από την έγκριση ακολουθεί καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της αρμόδιας Νομαρχίας ή του Υπουργείου Εμπορίου. Επίσης, η ανακοίνωση της απόσχισης δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Την ανακοίνωση αυτή συντάσσει και αποστέλλει στο Εθνικό Τυπογραφείο η Εποπτεύουσα Αρχή, η οποία θα εγκρίνει την απόσχιση.

Στην περίπτωση εισφοράς κλάδου από οποιαδήποτε μορφή επιχείρηση σε ανώνυμη εταιρεία δεν εφαρμόζεται η αρκετά γραφειοκρατική και αυστηρή διαδικασία των άρθρων 68-80 του Κ.Ν. 2190/20 αλλά η διαδικασία που προβλέπει η §1 του άρθρου 4 του ίδιου νόμου (υπ' αριθμόν Κ3-4234 /10.6.88 έγγραφο του Υπουργείου Εμπορίου). Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 4, §1 του Κ.Ν. 2190/20 «ο υπουργός Εμπορίου υποχρεούται να προκαλέσει την απόφαση για τη σύσταση ανώνυμης εταιρείας καθώς και την έγκριση του καταστατικού της, εφόσον το καταστατικό έχει καταρτιστεί δια δημοσίου εγγράφου σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις».

## 2.2 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ

### 2.2.1 Ορισμός συμμετοχικής σύνδεσης

Συμμετοχική σύνδεση εταιρειών είναι η σχέση δυνατότητας επιρροής μιας εταιρείας (μητρική εταιρεία) πάνω σε άλλη εταιρεία (θυγατρική εταιρεία), η οποία στηρίζεται σε διοικητικά συμμετοχικά δικαιώματα της επηρεάζουσας στην επηρεαζόμενη. Διοικητικά συμμετοχικά δικαιώματα είναι τα δικαιώματα τα οποία απορρέουν από τη συμμετοχή της επηρεάζουσας στην επηρεαζόμενη και πρέπει να εξασφαλίζουν στην επηρεάζουσα δυνατότητα μη ανατρέψιμου επηρεασμού της επηρεαζόμενης, δηλαδή δυνατότητα άσκησης ελέγχου. Η δημιουργία σχέσης μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική αποτελεί την κυριότερη από τις περιπτώσεις συμμετοχικής σύνδεσης και ορίζεται στο άρθρο 42ε, §5, περ. α΄-δ΄ του Κ.Ν. 2190/1920<sup>1</sup>.

### 2.2.2 Μορφές συμμετοχικής σύνδεσης

#### α) Πλειοψηφία κεφαλαίου ή πλειοψηφία δικαιωμάτων ψήφου

Σχέση μητρικής - θυγατρικής επιχείρησης υπάρχει, όταν η απόλυτη πλειοψηφία του κεφαλαίου της θυγατρικής (δηλαδή ποσοστό κεφαλαίου μεγαλύτερο από 50%), όπως αυτό ορίζεται στο καταστατικό ή σύμφωνα με αυτό, ανήκει σε μια άλλη εταιρεία (με νομική προσωπικότητα).

Επίσης, σχέση μητρικής - θυγατρικής επιχείρησης υπάρχει αν η μητρική εταιρεία έχει την απόλυτη πλειοψηφία των μετοχών με ψήφο της ελεγχόμενης ανώνυμης εταιρείας. Το κριτήριο αυτό είναι σύμφωνο με την αποστολή του δικαίου των συνδεδεμένων επιχειρήσεων να ρυθμίζει τα ζητήματα της προστασίας μειοψηφιών.

Όπως παρατηρείται, ο νόμος αναφέρει εναλλακτικά ως βάση της σχέσης μητρικής - θυγατρικής επιχείρησης την πλειοψηφία του κεφαλαίου και την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου. Οι δύο περιπτώσεις κατά κανόνα ταυτίζονται, δηλαδή η

<sup>1</sup> Βλέπε Παράρτημα (Κείμενο της §5 του άρθρου 42ε του Κ.Ν. 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών»).



πλειοψηφία του κεφαλαίου συνήθως εξασφαλίζει και πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου, όπως επίσης η πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου απορρέει συνήθως από τον έλεγχο της πλειοψηφίας των συμμετοχικών δικαιωμάτων. Αυτό, όμως, δεν είναι απαραίτητο να συμβαίνει πάντοτε. Για παράδειγμα, σε μία ανώνυμη εταιρεία η πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μπορεί να εξασφαλίζεται και με ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο μικρότερο του 50%, εφόσον υπάρχουν μετοχές με περισσότερες ψήφους. Επιπλέον, η απόλυτη πλειοψηφία του κεφαλαίου μπορεί να μην είναι πλειοψηφία ψήφων, για παράδειγμα επειδή σε μία ανώνυμη εταιρεία υπάρχουν μετοχές χωρίς ψήφο.

β) Πλειοψηφία κεφαλαίου και δικαιωμάτων ψήφων με συνυπολογισμό των τίτλων και δικαιωμάτων που κατέχονται από τρίτους για λογαριασμό της μητρικής επιχείρησης

Στον Κ.Ν. 2190/1920 αναφέρεται ότι για τον προσδιορισμό των ποσοστών συμμετοχής ή των δικαιωμάτων ψήφου που έχει η μητρική εταιρεία πρέπει να προστίθενται και τα ποσοστά (συμμετοχής και δικαιωμάτων ψήφου) κάθε άλλης επιχείρησης που είναι θυγατρική της ή θυγατρική θυγατρικής της.

γ) Συμβατικός έλεγχος της πλειοψηφίας των δικαιωμάτων ψήφου

Σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική υπάρχει και όταν μια επιχείρηση (μητρική) ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής) επιχείρησης ύστερα από συμφωνία με άλλους μετόχους ή εταίρους της θυγατρικής επιχείρησης, για παράδειγμα λόγω επικαρπίας ή ενεχύρου των μετοχών.

Σημειώνεται ότι εάν ένα πρόσωπο αποκτήσει μετοχές ως έμμεσος αντιπρόσωπος τρίτου μετόχου, προς τον οποίο ανέλαβε την υποχρέωση να τις μεταβιβάσει σε εκτέλεση σύμβασης εντολής, που έχει καταρτίσει μαζί του, δεν αποκλείει την ιδιότητα του ως κυρίου των μετοχών. Η γνώση του πωλητή-αντισυμβαλλόμενου ότι το άνω πρόσωπο ενεργεί ως έμμεσος αντιπρόσωπος τρίτου δεν ασκεί έννομη επιρροή.

δ) Δικαίωμα διορισμού της πλειοψηφίας των μελών της διοίκησης

Όταν μία επιχείρηση συμμετέχει στο κεφάλαιο μιας άλλης επιχείρησης και έχει το δικαίωμα να διορίζει ή να παύει την πλειοψηφία των μελών των οργάνων διοίκησης της επιχείρησης αυτής (θυγατρικής), τότε υπάρχει συμμετοχική σύνδεση. Επίσης, η

μητρική εταιρεία μπορεί να έχει και συμβατικό δικαίωμα διορισμού μελών της διοίκησης της θυγατρικής. Συμβατικό δικαίωμα διορισμού μελών της διοίκησης υφίσταται στις παρακάτω περιπτώσεις. Αν το δικαίωμα του διορισμού αυτού ανήκει κατά το καταστατικό σε άλλον, αλλά αυτός το έχει μεταβιβάσει σε (μητρική) εταιρεία (για παράδειγμα επειδή της έχει παραχωρήσει επικαρπία ή ενέχυρο εταιρικών δικαιωμάτων και της ψήφους τους). Επίσης, αν το δικαίωμα του διορισμού αυτού ανήκει σε τρίτον, ο οποίος το ασκεί κατά τις οδηγίες της (μητρικής), για παράδειγμα επειδή υπάρχει παραεταιρική σύμβαση με τον τρίτο ή ο τρίτος είναι εντολοδόχος της μητρικής εταιρείας στην κατοχή μετοχών ή μεριδίων της θυγατρικής εταιρείας.

Η διάταξη αυτή έχει περιορισμένη πρακτική σημασία ενόψει της ύπαρξης των υποπεριπτώσεων αα) και ββ) του άρθρου 42ε, §5, περ. α' του Κ.Ν. 2190/1920, καθώς η δυνατότητα διορισμού ή παύσης της διοίκησης συνδέεται με την ύπαρξη πλειοψηφίας κεφαλαίου ή δικαιωμάτων ψήφου. Όμως, δεν αποκλείεται η διάταξη να αποκτήσει αυτοτέλεια. Μια επιχείρηση μπορεί να διορίζει ή να παύει τη διοίκηση μιας άλλης, επειδή οι μετοχές της τελευταίας έχουν μεγάλη διασπορά. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να κατέχει το 40% των μετοχών μιας άλλης, αλλά λόγω μεγάλης διασποράς των μετοχών της η πρώτη να ελέγχει τη διοίκηση της τελευταίας.

#### ε) Δεσπόζουσα επιρροή

Αν μια εταιρεία (μητρική) κατέχει το 20% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου άλλης εταιρείας (θυγατρικής) και ταυτόχρονα ασκεί «κυριαρχική επιρροή» στη διοίκηση ή τη λειτουργία της τελευταίας, πάλι υπάρχει συμμετοχική σύνδεση (άρθρο 42ε, §5, περ. α', υποπ. δδ' του Κ.Ν. 2190/1920).

Η διάταξη δημιουργεί ιδιαίτερες ερμηνευτικές δυσκολίες. Το πρόβλημα, που προκύπτει, είναι η έννοια της «κυριαρχικής επιρροής», η οποία δεν προσδιορίζεται στο νόμο, ούτε στο κείμενο της 7<sup>ης</sup> Οδηγίας. Οι απόψεις των νομικών δίστανται σχετικά με την έννοια της «κυριαρχικής επιρροής».

Πολλοί υποστηρίζουν ότι η «κυριαρχική επιρροή» ασκείται κυρίως μέσω του ελέγχου των μελών της διοίκησης της θυγατρικής ή γενικότερα μέσω δυνατοτήτων που προσφέρει το εταιρικό δίκαιο. Αν ο έλεγχος των μελών της διοίκησης της θυγατρικής

εξασφαλίζεται μέσω πλειοψηφικής συμμετοχής, συμφωνιών μεταξύ μετόχων ή (καταστατικού) δικαιώματος της μειοψηφίας για διορισμό της πλειοψηφίας των μελών της διοίκησης, η διάταξη αυτή δεν έχει πρακτική σημασία γιατί καλύπτεται από τις προηγούμενες υποπεριπτώσεις. Η διάταξη αυτή, όμως, μπορεί να εφαρμοστεί αυτοτελώς όταν η μητρική επιχείρηση λόγω διασποράς των μετοχών ή/και μη συμμετοχής στη συνέλευση ορισμένου αριθμού μετόχων καταφέρνει, παρότι ελέγχει ποσοστό μικρότερο του 50%, να εκλέγει στη διοίκηση της εταιρείας πρόσωπα της επιλογής της και μέσω αυτών να ασκεί κυριαρχική επιρροή στη λειτουργία της εταιρείας (Βλέπε Περάκη, Το Δίκαιο της Α.Ε., 604).

Αντίθετα, άλλοι υποστηρίζουν ότι κυριαρχική επιρροή υπάρχει όταν από οικονομικούς ή πραγματικούς λόγους η επιχείρηση της ελεγχόμενης εταιρείας προσδιορίζεται από τη μητρική επιχείρηση. Για παράδειγμα, όταν η μόνη ή κύρια δραστηριότητα της θυγατρικής συνίσταται σε εκμετάλλευση δικαιωμάτων ή πραγμάτων και υπηρεσιών, παραχωρημένων από τη μητρική, ή όταν η εταιρεία λειτουργεί σε χώρους και εγκαταστάσεις εκμισθωμένες ή χρησιδανειζόμενες από τη μητρική. Επίσης, όταν η θυγατρική κατέχει κεφάλαια δανειακά παραχωρημένα από τη μητρική ή παραχωρημένα από τρίτους με την εγγύηση της μητρικής (Βλέπε Γεωργακόπουλο, Εταιρείες, 367).

Για παράδειγμα, μια επιχείρηση Α συμμετέχει κατά 99% σε μία άλλη επιχείρηση (Β), η οποία συμμετέχει κατά 30% στην επιχείρηση Γ. Η επιχείρηση Α, επιπλέον, αγοράζει το 60% των προϊόντων που παράγει η Γ. Οι επιχειρήσεις Α και Γ είναι συνδεδεμένες, γιατί η Α συμμετέχει στο κεφάλαιο της Γ σε ποσοστό μεγαλύτερο του 20% και ταυτόχρονα ασκεί κυριαρχική επιρροή στη λειτουργία της Γ, αφού από το σύνολο των πωλήσεων της Γ, το 60% πραγματοποιείται προς την Α (Βλέπε Αληφαντή, Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως, 235).

Όσον αφορά τον υπολογισμό των ποσοστών συμμετοχής ή των δικαιωμάτων ψήφου, καθώς και των δικαιωμάτων διορισμού ή παύσης που έχει η μητρική επιχείρηση (άρθρο 42ε, §5, περ. α'-δ' του Κ.Ν. 2190/1920), πρέπει να προστίθενται τα ποσοστά συμμετοχής και τα δικαιώματα κάθε άλλης επιχείρησης που είναι θυγατρική της ή θυγατρική θυγατρικής της. Επιπλέον, πρέπει να αφαιρούνται εκείνα που απορρέουν από:

(1) τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται για λογαριασμό άλλου προσώπου εκτός της μητρικής ή θυγατρικής επιχείρησης ή

(2) τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται για εγγύηση ή για ασφάλεια δανείων.

Από το σύνολο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων ή εταιρών της θυγατρικής επιχείρησης (άρθρο 42ε, §5, περ α'-β' του Κ.Ν. 2190/1920) πρέπει, ακόμα, να αφαιρούνται τα ποσοστά κεφαλαίου ή τα δικαιώματα που απορρέουν από τις μετοχές ή μερίδια που κατέχονται, είτε από την ίδια τη θυγατρική επιχείρηση, είτε από θυγατρικές της επιχειρήσεις, είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομα του, αλλά για λογαριασμό των επιχειρήσεων αυτών (θυγατρικής και των θυγατρικών της).

### **2.2.3 Συγκριτικές παρατηρήσεις**

Η πλειοψηφική ή άλλη συμμετοχική σύνδεση δε σημαίνει ότι η μητρική εταιρεία πραγματικά ασκεί διεύθυνση της επιχείρησης της θυγατρικής, για παράδειγμα αν αρκείται να ορίζει τα διοικητικά συμβούλια ή άλλα όργανα της τελευταίας και δεν αναμιγνύεται στο έργο τους. Για αυτόν το λόγο, το γερμανικό δίκαιο θεωρεί την πλειοψηφία σε εταιρεία όχι σύνδεση αλλά τεκμήριο σύνδεσης, δεκτικό κατάρριψης. Το κοινοτικό (κατά συνέπεια και το ελληνικό) δίκαιο θεωρεί την πλειοψηφία και τις άλλες περιπτώσεις συμμετοχικής σύνδεσης όχι ως τεκμήρια, αλλά ως περίπτωση σύνδεσης ανεπίδεκτη ανταπόδειξης. Η απλοποίηση αυτού του κοινοτικού δικαίου σημαίνει κυρίως διεύρυνση της έννοιας της σύνδεσης.

## **2.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

### **2.3.1 Εισαγωγή μετοχών στην Κύρια Αγορά**

Σύμφωνα με τα άρθρα 2 και 3 του Π.Δ. 350/85 (όπως ισχύουν μετά την τροποποίησή τους με το άρθρο 1 του Ν. 2651/98), η εισαγωγή στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κινητών αξιών που εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες πραγματοποιείται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του

Χρηματιστηρίου. Η απόφαση αυτή λαμβάνεται με πλειοψηφία των 3/5 του συνόλου των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου.

Για να ληφθεί η παραπάνω απόφαση πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- Η *νομική κατάσταση* της εταιρείας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, όσον αφορά την ίδρυσή της και την καταστατική της λειτουργία. Στη νομική κατάσταση της εταιρείας υπάγεται, μεταξύ άλλων, η έγκυρη εγκατάστασή της, η συνέχιση του παραγωγικού της σταδίου, η νομική συγκρότηση της επωνυμίας της και ο νόμιμος σκοπός της.
- Τα *ίδια κεφάλαια* της εταιρείας πρέπει να είναι τουλάχιστον 4 δισεκατομμύρια δραχμές ή 12.000.000 ευρώ (ύστερα από τροποποίηση της 3/302/26.5.2004 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).
- Η εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει τις *ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της*, ως ανώνυμη εταιρεία, για 3 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Με απόφασή της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει, ύστερα από γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την εισαγωγή μετοχών εταιρείας με βραχύτερο βίο. Αυτό γίνεται μόνο εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια κατάσταση είναι προς το συμφέρον της εταιρείας ή των μετόχων και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι οι επενδυτές σε θέση να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την εταιρεία που θα εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών.

- Η εταιρεία δεσμεύεται εγγράφως ότι θα διαθέσει σε δημόσια εγγραφή μετοχές που θα προέρχονται μόνο από την *αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου* και θα εκπροσωπούν, σε ονομαστική αξία, τουλάχιστον το 25% αυτού.

- Η *διασπορά των μετοχών* μιας εταιρείας πρέπει να είναι επαρκής, δηλαδή οι μετοχές, που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής, πρέπει να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Επίσης, θεωρείται επαρκής η διασπορά όταν λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται και με μικρότερο ποσοστό που όμως δεν μπορεί να είναι κατώτερο από 5%, η ομαλή λειτουργία της αγοράς. Σε κάθε περίπτωση για την εκτίμηση της πλήρωσης ή μη της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό κατά τα παραπάνω, απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε 2000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.

### **2.3.2 Εισαγωγή μετοχών στην Παράλληλη Αγορά**

Η Παράλληλη Αγορά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ιδρύθηκε με το άρθρο 32 του Ν.1806/88. Λειτουργήσε από το επόμενο έτος και έχει ως σκοπό να δώσει τη δυνατότητα σε επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο και να αντλήσουν φθηνά κεφάλαια. Τη λειτουργία της Παράλληλης Αγοράς καθορίζει η υπ' αριθμόν 2063/Β69/19.1.1999 απόφαση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, η οποία κατέργησε όλες τις προηγούμενες όμοιες αποφάσεις.

Προκειμένου μια επιχείρηση να εισάγει προς διαπραγμάτευση τις μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών θα πρέπει να πληρεί τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Να έχει ελάχιστο ύψος *ιδίων κεφαλαίων* (μετοχικό και αποθεματικά) τουλάχιστον 1.000.000.000 δραχμές ή 3.000.000 ευρώ κατά την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.
- Να έχει δημοσιεύσει τουλάχιστον 2 ετήσιες *οικονομικές καταστάσεις* ως ανώνυμη εταιρεία για τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά, οι οποίες να έχουν ελεγχθεί από ορκωτό

ελεγκτή. Αν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές καθώς και οι καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Με απόφασή της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει την εισαγωγή μετοχών εταιρείας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μία τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον των επενδυτών και της εκδότριας εταιρείας και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε αυτό να είναι σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εκδότρια εταιρεία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά. Υπό τις προϋποθέσεις αυτές η ανωτέρω παρέκκλιση επιτρέπεται ιδίως στην περίπτωση που η αιτούσα εταιρεία έχει προκύψει από συγχώνευση, διάσπαση ή απόσχιση κλάδου και τουλάχιστον μία από τις εταιρείες που συγχωνεύθηκαν ή η εταιρεία που διασπάσθηκε ή η εταιρεία από την οποία έγινε η απόσχιση κλάδου πληρούσε τις προϋποθέσεις των παραπάνω εδαφίων κατά τον χρόνο της συγχώνευσης, διάσπασης ή απόσχισης κλάδου.

- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις, για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Να είναι επαρκής η διασπορά των μετοχών δηλαδή οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον 30% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε 1000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο (σύμφωνα με το άρθρο 3 του Ν. 3152/2003 και την υπ' αριθμόν 1/304/10.6.04 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ΦΕΚ 900Β/16.6.04).

### 2.3.3 Εισαγωγή μετοχών στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Με το νόμο 2733/1999 (ΦΕΚ 155/Α'/30.7.1999) συστήθηκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Νέα Χρηματιστηριακή (ΝΕ.Χ.Α.). Στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά εισάγονται μετοχές εταιρειών, που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Απαιτούμενες προϋποθέσεις για την εισαγωγή των μετοχών των ανωνύμων εταιρειών στη ΝΕ.Χ.Α.:

- Τα *ίδια κεφάλαια* της εκδότριας εταιρείας πρέπει να ανέρχονται σε 200.000.000 δραχμές ή 586.940,57 ευρώ τουλάχιστον, για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών.
- Η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες *οικονομικές καταστάσεις* της, ως ανώνυμη εταιρία, για 2 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της υποβολής της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.
- Η εταιρεία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της για πρώτη φορά στη ΝΕ.Χ.Α., πρέπει να έχει *ελεγχθεί φορολογικά* για όλες τις χρήσεις, για τις οποίες, κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης, έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.
- Για την εισαγωγή των μετοχών στη ΝΕ.Χ.Α. διατίθενται, με δημόσια εγγραφή, στο κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχές, αξίας τουλάχιστον 250.000.000 δραχμών. Από τη *διάθεση των μετοχών* αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
- *Μέτοχος της εταιρείας* που κατέχει μετοχές η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου *δεσμεύεται*, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, ότι δε θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο το 80% των μετοχών του για τον πρώτο χρόνο και 50% για τον δεύτερο και τρίτο χρόνο από την εισαγωγή της εταιρείας στη ΝΕ.Χ.Α.



- Η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πλήρωσης ή μη της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό, απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε 500 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο (σύμφωνα με το άρθρο 3 του Ν. 3152/2003 και την υπ' αριθμόν 1/304/10.6.04 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ΦΕΚ 900B/16.6.04).
- Η εταιρεία υποβάλλει επενδυτικό σχέδιο, το οποίο συντάσσεται με ευθύνη του αναδόχου. Στο σχέδιο αυτό γίνεται υποχρεωτικά αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών του στοιχείων, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της εταιρείας και των μέσων που προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων. Οι προδιαγραφές και το ειδικότερο περιεχόμενο του επενδυτικού σχεδίου, τα κριτήρια βάσει των οποίων εκτιμώνται ο δυναμισμός της επιχείρησης, οι προοπτικές της και η πρωτοτυπία της επιχειρηματικής προτάσεως, καθώς και κάθε άλλο αναγκαίο για την επάρκειά του στοιχείο καθορίζονται με κανονιστική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών.
- Η εταιρεία συντάσσει και δημοσιεύει, πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής, *Ενημερωτικό Δελτίο*, σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985 (ΦΕΚ 125Α'), στο οποίο περιέχονται επιπροσθέτως πληροφορίες για τις οικονομικές προοπτικές της εταιρείας, όπως αυτές αξιολογούνται από τον ανάδοχο, για χρονικό διάστημα πέραν της τρέχουσας χρήσης, τις οποίες η εταιρεία αιτιολογεί.
- Ο *Ανάδοχος Έκδοσης* εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση με δημόσια εγγραφή κεφαλαίου της εταιρείας και οφείλει να παρακολουθεί και να ενημερώνει το κοινό για την πρόοδο του επενδυτικού σχεδίου και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας, ευθυνόμενος κατά τα λοιπά σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 350/1985.

## 2.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Η όλη διαδικασία εισαγωγής των μετοχών μιας ανώνυμης εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών θα πρέπει να ξεκινήσει με μια απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας, το οποίο αναθέτει σε ένα συγκεκριμένο πρόσωπο ή επιτροπή τη μελέτη του θέματος και τις σχετικές προετοιμασίες. Εκείνος που θα αναλάβει το έργο αυτό θα συλλέξει τις αναγκαίες πληροφορίες, επισκεπτόμενος τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και διάφορες τράπεζες που προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών με δημόσια εγγραφή. Αφού θα συλλέξει όλες τις αναγκαίες πληροφορίες, θα συντάξει τη σχετική εισήγησή του προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας.

Υστερα, το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας συνέρχεται σε ειδική συνεδρίαση με θέμα: «Εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών». Στη συνεδρίαση αυτή συζητείται η εισήγηση του προσώπου που έχει εξουσιοδοτηθεί για τη διερεύνηση του θέματος και εφόσον κριθεί ικανοποιητική λαμβάνονται αποφάσεις:

- α) Για την εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο.
- β) Για την τράπεζα που θα αναλάβει ως ανάδοχος. Η έκδοση μετοχών με δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται μόνο από τράπεζες που προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών με δημόσια εγγραφή για λογαριασμό των εκδοτών πελατών τους και εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του κεφαλαίου που διατίθεται με δημόσια εγγραφή στους επενδυτές. Υπηρεσίες αναδόχου μπορούν να προσφέρουν επίσης και οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ), εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις των άρθρων 27 § 2 και 28 του Ν. 2396/96.
- γ) Για τον διορισμό ενός ειδικού Συμβούλου, ο οποίος ασχολείται με το επενδυτικό σχέδιο, την ενημέρωση του κοινού και όλα τα θέματα που σχετίζονται με την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.
- δ) Για το πρόσωπο ή τα πρόσωπα που θα εξουσιοδοτηθούν να διεκπεραιώσουν την όλη διαδικασία εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο, τη σύμβαση με την ανάδοχη τράπεζα, καθώς και την υπογραφή των αιτήσεων και των σχετικών εγγράφων. Συνήθως για τον σκοπό αυτό εξουσιοδοτούνται ο Πρόεδρος του

Διοικητικού Συμβουλίου ή ο Διευθύνων Σύμβουλος ή άλλα πρόσωπα με κατάλληλες γνώσεις.

Η επόμενη κίνηση είναι η υποβολή αίτησης εκ μέρους της εταιρείας, μέσω του κύριου αναδόχου της, προς το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τις λεπτομέρειες και τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται με το φάκελο για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου ορίζει η υπ' αριθμόν 20 απόφαση της συνεδρίασης της 5.3.1999 του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. (ΦΕΚ 303/Β'/1.4.1999). Σύμφωνα με την παραπάνω απόφαση, η διαδικασία που ακολουθείται διαιρείται σε τρία στάδια:

1. *Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου ενόψει εισαγωγής μετοχών εταιρείας για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο.*

Αρχικά, αξίζει να αναφερθεί ότι το Ενημερωτικό Δελτίο είναι ένα πληροφοριακό έντυπο. Απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό και περιέχει όλα τα στοιχεία που κρίνονται από το νόμο απαραίτητα, προκειμένου να διαμορφώσουν οι επενδυτές και οι σύμβουλοί τους γνώμη τόσο για την εταιρεία που ζητά την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, όσο και για τις μετοχές της. Έτσι, είναι σε θέση να αποφασίσουν αν θα προχωρήσουν ή όχι στην αγορά των συγκεκριμένων μετοχών.

Στο στάδιο αυτό ο κύριος ανάδοχος υποβάλει το φάκελο των δικαιολογητικών της υπό εισαγωγής εταιρείας. Αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου ελέγχουν την πληρότητα των δικαιολογητικών του φακέλου καθώς και το περιεχόμενο του Ενημερωτικού Δελτίου. Ύστερα, ενημερώνουν εγγράφως τον κύριο ανάδοχο και την εταιρεία για τυχόν προϋποθέσεις που τέθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου. Ο κύριος ανάδοχος, λοιπόν, λαμβάνοντας υπόψη τις προϋποθέσεις αυτές καταθέτει στο Χρηματιστήριο το τελικό Ενημερωτικό Δελτίο σε φυσική και ηλεκτρονική μορφή. Το Χρηματιστήριο ενημερώνει την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου, το οποίο δημοσιεύεται στην τελική του μορφή.

Εφόσον έχουν ολοκληρωθεί οι εγκρίσεις του Ενημερωτικού Δελτίου και της δημόσιας εγγραφής από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου και την

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο κύριος ανάδοχος πρέπει να γνωστοποιήσει τις ακριβείς ημερομηνίες της δημόσιας εγγραφής καθώς και το περιεχόμενο των ανακοινώσεων μέσω των οποίων αναγγέλλεται η πρόσκληση προς το επενδυτικό κοινό. Η γνωστοποίηση αυτή πρέπει να γίνεται πριν δημοσιευτούν οι εν λόγω ανακοινώσεις και εγκαίρως, ώστε να είναι εφικτό στο Χρηματιστήριο να διατυπώσει τυχόν παρατηρήσεις.

Επίσης, ο ανάδοχος έκδοσης μετοχών έχει την υποχρέωση να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάσταση των νέων μετόχων (ονοματεπώνυμο, διεύθυνση κατοικίας, αριθμό αστυνομικής ταυτότητας, αριθμό και ποσό μετοχών), από την οποία θα εμφανίζεται η επαρκής διασπορά των μετοχών.

2. *Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών της εταιρείας.*

Ο κύριος ανάδοχος υποβάλλει το φάκελο με τα απαραίτητα δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο και οι αρμόδιες υπηρεσίες ελέγχουν την πληρότητα των δικαιολογητικών. Ύστερα, ακολουθεί η έγκριση της εισαγωγής των μετοχών από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου.

Ο κύριος ανάδοχος οφείλει να ολοκληρώσει τη σχετική διαδικασία υποβολής των δικαιολογητικών εντός 5 εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της δημόσιας εγγραφής.

3. *Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών (σύμφωνα με την 18/15.1.99 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου).*

Στο στάδιο αυτό ο κύριος ανάδοχος υποβάλλει το φάκελο με τα απαραίτητα δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών και οι αρμόδιες υπηρεσίες ελέγχουν την πληρότητα των δικαιολογητικών. Ύστερα, ακολουθεί εισαγωγή ένδειξης στο Σ.Α.Τ. και εισαγωγή στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών εντολής έναρξης διαπραγμάτευσης από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του Χρηματιστηρίου.

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

Η τιμή διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών της εταιρείας από την ημέρα εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο και για 6 μήνες δε θα πρέπει να είναι κατώτερη από την τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Σε αντίθετη περίπτωση, ο ανάδοχος έχει την υποχρέωση να αποζημιώσει κάθε νέο μέτοχο που έχει ζημιωθεί.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

### **3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Οι επιχειρήσεις ιδρύονται, λειτουργούν και αναπτύσσονται μέσα σε ένα σύνθετο οικονομικό, πολιτικό, τεχνολογικό και κοινωνικό περιβάλλον, το οποίο μεταβάλλεται συνεχώς. Πολλά χαρακτηριστικά του στοιχεία αλλάζουν δραστικά και οι εξελίξεις είναι ταχύτατες. Η δομή της αγοράς γίνεται όλο και πιο ανταγωνιστική, η πίεση που ασκούν οι πελάτες είναι ισχυρότερη και ο ρυθμός ανάπτυξης των διαφόρων αγορών πραγματοποιείται με ταχείς και συχνά μη προβλέψιμους ρυθμούς.

Συνεπώς, οι επιχειρήσεις πρέπει να εφαρμόσουν νέες στρατηγικές, οι οποίες οδηγούν στην ανάγκη διαμόρφωσης νέων οργανωτικών δομών καθώς και στην ανάγκη αλλαγής της χρηματοοικονομικής οργάνωσης. Μέσω των στρατηγικών αυτών, οι επιχειρήσεις μεταβάλλονται επιτυχημένα και καταφέρνουν να παραμένουν βιώσιμες, να είναι κερδοφόρες και να εκμεταλλεύονται προς όφελός τους τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα.

### **3.2 ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι που οδηγούν στην αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων, δηλαδή στην αλλαγή του τρόπου που ασκείται ο έλεγχος (δύναμη λήψης επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων) ή στη μεταβολή του είδους των απαιτήσεων στα στοιχεία του ενεργητικού. Οι κυριότεροι από τους λόγους αυτούς παρουσιάζονται παρακάτω:

1. Η αλλαγή στρατηγικής και η προσπάθεια επιβίωσης σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον.
2. Η αντιστροφή του κλίματος συγχώνευσης επιχειρήσεων με διαφορετικό αντικείμενο εργασιών.

3. Η μετακίνηση στοιχείων του ενεργητικού σε ιδιοκτήτες που μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν πιο αποδοτικά.
4. Η ανάγκη εξειδίκευσης (focus) της επιχείρησης και εστίασης στις κύριες δραστηριότητές της (core businesses).
5. Η απαλλαγή από ζημιογόνες δραστηριότητες και η παύση δραστηριοποίησης της επιχείρησης σε ένα κλάδο που έχει ωριμάσει και δεν προσφέρει δυνατότητες ανάπτυξης.
6. Η εκμετάλλευση του ευνοϊκότερου κλίματος της αγοράς και η απόκτηση προστιθέμενων αξιών από την πώληση σε ένα καλύτερο περιβάλλον.
7. Οι άμεσες ταμειακές ανάγκες της επιχείρησης για χρηματοδότηση παλιών και νέων επενδύσεων.
8. Οι άμεσες ταμειακές ανάγκες της επιχείρησης για χρηματοδότηση προηγούμενων εξαγορών.
9. Η αντιστροφή μη επιτυχημένων συγχωνεύσεων ή εξαγορών.
10. Η ύπαρξη reverse synergy, δηλαδή τα τμήματα μιας επιχείρησης αξίζουν περισσότερο όταν είναι ανεξάρτητα από ό,τι όταν είναι μέρος της μητρικής. Με άλλα λόγια, η αξία της θυγατρικής αυξάνεται αν λειτουργεί ανεξάρτητα.

### 3.3 ΚΥΡΙΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σε διεθνές επίπεδο, οι μητρικές επιχειρήσεις προκειμένου να διαχωρίσουν μια ή περισσότερες λειτουργικές μονάδες εφαρμόζουν διάφορες εναλλακτικές μορφές αναδιοργάνωσης. Οι κυριότερες μορφές αναδιοργάνωσης, οι οποίες θα μας απασχολήσουν στη συγκεκριμένη έρευνα είναι οι ακόλουθες:

#### Ø *Απόσχιση με δημόσια εγγραφή (equity carve-out)*

Στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή μια νέα εταιρεία δημιουργείται με την αποσύνδεση μέρους στοιχείων ενεργητικού και λειτουργιών της μητρικής εταιρείας. Η νέα εταιρεία είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει πληροφορίες που σχετίζονται με τη λειτουργία της αφού δεν αποτελεί πια τμήμα της μητρικής εταιρείας.

Οι μετοχές της νέας επιχείρησης δε διανέμονται στους υπάρχοντες μετόχους αλλά διατίθενται με δημόσια εγγραφή σε όλο το επενδυτικό κοινό με αποτέλεσμα νέα κεφάλαια να εισρέουν στη μητρική ή στη θυγατρική επιχείρηση. Ανάλογα με το τμήμα των μετοχών που πωλείται στο κοινό, η θυγατρική επιχείρηση είναι οικονομικά ανεξάρτητη ή όχι. Συνήθως πωλείται ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών και η μητρική εταιρεία συνεχίζει να διατηρεί τον έλεγχο πάνω στη θυγατρική. Επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις τα στελέχη μετακινούνται από τη μητρική στη θυγατρική εταιρεία και η τελευταία δεν είναι πλήρως διοικητικά ανεξάρτητη.

#### Ø Απόσχιση (*spin-off*)

Πρόκειται για μια μορφή αναδιοργάνωσης, η οποία δεν έχει γίνει ακόμα στην Ελλάδα αλλά χρησιμοποιείται στην Αμερική. Στην απόσχιση, η μητρική εταιρεία διανέμει (*pro rata*) όλες τις μετοχές που κατέχει της θυγατρικής, στους μετόχους της. Στην απόσχιση, όπως και στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή, οι μετοχές της θυγατρικής διαχωρίζονται από τις μετοχές της μητρικής. Αν και οι μέτοχοι είναι οι ίδιοι, η θυγατρική εταιρεία είναι διοικητικά και χρηματοοικονομικά ανεξάρτητη από τη μητρική και δημοσιοποιεί ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις. Το *spin-off* δε συνεπάγεται εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς δεν έχουμε κατανομή του πλούτου σε εξωτερικούς επενδυτές. Επίσης, το *spin-off* δε φορολογείται.

Τα πλεονεκτήματα της απόσχισης είναι ότι διευρύνει τις επιλογές των επενδυτών επιτρέποντας τους να επενδύσουν μόνο σε ένα μέρος της επιχείρησης, δημιουργεί κίνητρα για τα στελέχη γιατί αποκτούν μερίδιο σε άλλη επιχείρηση και ενδιαφέρονται για αυτή και βελτιώνει την εξειδίκευση της επιχείρησης.

Οι διαφορές ανάμεσα στην απόσχιση και στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή είναι οι εξής:

- α) Στην απόσχιση οι μετοχές διανέμονται στους υπάρχοντες μετόχους της μητρικής εταιρείας, ενώ στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή διανέμονται σε νέους μετόχους.
- β) Στην απόσχιση δεν έχουμε εισροή μετρητών, γιατί οι μετοχές διανέμονται στους μετόχους της μητρικής εταιρείας και όχι σε νέο επενδυτικό κοινό.



γ) Στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή η μητρική εταιρεία πουλάει ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών και συνεχίζει να έχει τον έλεγχο της θυγατρικής, ενώ στην απόσχιση χάνει τον έλεγχο που ασκούσε.

δ) Στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή, σε αντίθεση με την απόσχιση, ο έλεγχος είναι πιο αυστηρός και η δημοσιοποίηση στοιχείων απαραίτητη, κυρίως επειδή η θυγατρική εισάγεται στο Χρηματιστήριο.

ε) Στην απόσχιση οι μέτοχοι είναι οι ίδιοι και συνεπώς τα δικαιώματα των ομολογιούχων παραμένουν ίδια. Αντίθετα, στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή αλλάζει η σύνθεση των μετόχων και αυτό είναι πιο επικίνδυνο για τους ομολογιούχους.

#### Ø Πώληση μιας θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση (*asset sell-off*)

Όταν η μητρική εταιρεία πουλάει τη θυγατρική της σε άλλη επιχείρηση, μετατρέπει ένα περιουσιακό στοιχείο σε μετρητά χωρίς να υποστεί τις συνέπειες της προσφοράς μετοχών. Το περιουσιακό αυτό στοιχείο το εκμεταλλεύεται καλύτερα η επιχείρηση που το αποκτά. Η διαπραγμάτευση γίνεται ιδιωτικά και συνεπώς οι πληροφορίες που απορρέουν είναι περιορισμένες. Το *asset sell-off* δε συνεπάγεται εξωτερική χρηματοδότηση και η μητρική εταιρεία δε συνεχίζει να έχει τον έλεγχο της θυγατρικής.

#### Ø Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά (*seasoned equity offering*)

Ο συνήθης τρόπος αύξησης των ιδίων κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές είναι η συμμετοχή των παρόντων μετόχων της εταιρείας (με άσκηση των δικαιωμάτων προτίμησης) ή η συμμετοχή νέων επενδυτών στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή η αύξηση είναι ουσιαστική και υπάρχει εισροή μετρητών στην εταιρεία.

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά διαφέρει σημαντικά από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Οι κυριότερες διαφορές τους είναι οι εξής:

α) Στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά εξακολουθούν να διαπραγματεύονται οι παλιές μετοχές της ενοποιημένης εταιρείας, ενώ στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή δημιουργείται ένας νέος τύπος μετοχών.

β) Στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή διαχωρίζεται η θυγατρική από την ενοποιημένη επιχείρηση και χρηματοδοτείται ξεχωριστά για την υλοποίηση των επενδυτικών της προγραμμάτων, ενώ στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά η ενοποιημένη επιχείρηση αντλεί κεφάλαια για τη χρηματοδότησή της.

γ) Στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή, η θυγατρική είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει πληροφορίες που αφορούν την λειτουργία της και το επενδυτικό κοινό έχει καλύτερη γνώση της πορείας της εταιρείας.

### Ø *Tracking stocks*

Tracking stocks είναι μετοχές που εκδίδονται από τη μητρική εταιρεία και η απόδοση τους σχετίζεται με την απόδοση ενός ή περισσότερων τμημάτων (business units) της μητρικής. Πρόκειται για μετοχές που διανέμονται σαν μέρος στους υπάρχοντες μετόχους της μητρικής. Στη μορφή αυτή αναδιοργάνωσης η δημοσίευση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων γίνεται ξεχωριστά, με σκοπό συνήθως το διαχωρισμό ενός αναπτυσσόμενου αλλά με υψηλές ζημιές τμήματος από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της μητρικής εταιρείας.

Το tracking stock διαφέρει από το spin-off, γιατί δεν απαιτεί αλλαγή στη δομή της επιχείρησης. Η μητρική επιχείρηση διατηρεί την πλήρη ιδιοκτησία και τον έλεγχο της θυγατρικής. Επίσης, οι μετοχές που εκδίδονται θεωρούνται κοινές μετοχές της ενοποιημένης επιχείρησης και όχι της θυγατρικής. Η μορφή αυτή αναδιοργάνωσης επιτρέπει στην αγορά να αξιολογεί τα διάφορα τμήματα ξεχωριστά, με βάση την απόδοσή τους, αλλά πολλές φορές δημιουργούνται εσωτερικές διαμάχες ανάμεσα στα τμήματα της μητρική επιχείρησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### 4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η απόσχιση με δημόσια εγγραφή απασχόλησε πολλούς ξένους μελετητές (κυρίως στις ΗΠΑ και στη Γερμανία), οι οποίοι προσπάθησαν να προσδιορίσουν τα κίνητρα που ωθούν τις μητρικές εταιρείες να επιλέξουν τη συγκεκριμένη μορφή αναδιοργάνωσης. Επίσης, ερεύνησαν τις επιπτώσεις που έχει η απόσχιση με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας και ορισμένοι τις σύγκριναν με τις επιπτώσεις των άλλων μορφών αναδιοργάνωσης. Πρόσφατα, κάποιοι μελετητές ασχολήθηκαν και με τον τρόπο τιμολόγησης της απόσχισης με δημόσια εγγραφή.

### 4.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Οι *Schipper και Smith (1986)* ερευνούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής της μητρικής η ανακοίνωση εισαγωγή της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών (equity carve-out) και τη συγκρίνουν με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της μητρικής με μετρητά (seasoned equity offering). Το δείγμα που εξετάζουν περιλαμβάνει 76 ανακοινώσεις εισαγωγής θυγατρικών στους δείκτες New York Stock Exchange (NYSE) και American Stock Exchange (ASE) κατά την περίοδο 1963-1983.

Το υπόδειγμα που χρησιμοποιούν είναι το υπόδειγμα της αγοράς (market model) και υπολογίζουν τις έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις (abnormal returns) κάθε εταιρείας του δείγματος για 120 ημέρες, από  $t = -280$  έως  $t = -161$ . Η ημερομηνία ανακοίνωσης ( $t = 0$ ) είναι η ημέρα δημοσίευσης στη Wall Street Journal της εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση, λοιπόν, εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 5 ημερών (-4,0) είναι +1,83% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, ενώ στην περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της μητρικής με μετρητά είναι -3,5% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας επηρεάζεται θετικά από την εισαγωγή της θυγατρικής της στο Χρηματιστήριο, δηλαδή αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων, ενώ η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της μητρικής εταιρείας επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής της.

Οι λόγοι για τους οποίους επηρεάζεται θετικά η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας στην περίπτωση του equity carve-out είναι οι ακόλουθοι:

1. Η δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν ξεχωριστά οι επενδύσεις της θυγατρικής από τη μητρική. Όπως υποστηρίζουν και σε έρευνά τους, οι Myers και Majluf (1984) οι μέτοχοι είναι κερδισμένοι εκ των προτέρων όταν υπάρχουν δυο χωριστά χρηματοδοτούμενες εταιρείες από ότι μια γιατί δεν απορρίπτονται επενδυτικά σχέδια τα οποία έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία.
2. Η υποχρέωση της θυγατρικής να παρέχει στους επενδυτές της πληροφορίες για τη δραστηριότητά της καθώς και στοιχεία σχετικά με την οικονομική της κατάσταση. Έτσι, οι επενδυτές κατανοούν καλύτερα τον τρόπο λειτουργίας της εταιρείας, τις πηγές από τις οποίες προέρχονται τα κέρδη της και μπορούν να αξιολογήσουν καλύτερα την εταιρεία.
3. Η δυνατότητα αναδιοργάνωσης των ευθυνών, ανακατανομής των δραστηριοτήτων και αλλαγής των κινήτρων της διοίκησης (restructure asset management and incentive contracts). Μέτρο της απόδοσης των στελεχών και των εργαζομένων της θυγατρικής εταιρείας είναι η αύξηση των κερδών ή της τιμής της μετοχής της με αποτέλεσμα να βελτιώνεται η αποδοτικότητά τους.

Τέλος, οι Schipper και Smith αναφέρουν ότι η μητρική εταιρεία πουλάει συνήθως ένα μειωρητικό πακέτο μετοχών της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο και έτσι συνεχίζει να διατηρεί τον έλεγχο πάνω στη θυγατρική. Αυτό, όμως, οδηγεί πολλές φορές, σε διαμάχες μεταξύ των μετόχων της θυγατρικής και της μητρικής και μειώνονται τα πλεονεκτήματα του equity carve-out. Συνεπώς, είναι προτιμότερο να είναι προσωρινή η χρηματοδότηση της θυγατρικής με εισαγωγή στο Χρηματιστήριο και μετά να ακολουθεί είτε επανένωση είτε πλήρη αποεπένδυση της θυγατρικής.

Ο *Nanda (1991)*, επεκτείνοντας το μοντέλο των Myers και Majluf (1984), προσπαθεί να εξηγήσει γιατί η αγορά αντιδρά θετικά στην περίπτωση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή, ενώ αντιδρά αρνητικά στα άλλα είδη χρηματοδότησης.

Το μοντέλο του στηρίζεται στις υποθέσεις των Myers και Majluf, σύμφωνα με τις οποίες η επιχείρηση δεν έχει τη δυνατότητα δανεισμού ή άλλου είδους εξωτερικής χρηματοδότησης, τα στελέχη έχουν ιδιωτική πληροφόρηση (asymmetric information) για την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της μητρικής εταιρείας και ικανοποιούν τα συμφέροντα των υπαρχόντων μετόχων των εταιρειών.

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει είναι ότι οι χρηματοδοτικές αποφάσεις των εταιρειών αποκαλύπτουν πληροφορίες για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της θυγατρικής αλλά και της μητρικής εταιρείας. Αν τα στελέχη πιστεύουν ότι η μητρική εταιρεία είναι υποτιμημένη και η θυγατρική υπερτιμημένη, προτιμούν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή και όχι την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά. Η απόσχιση με δημόσια εγγραφή δίνει, λοιπόν, ένα θετικό σήμα για την αξία της μητρικής εταιρείας αλλά εμπεριέχει και ένα αρνητικό νέο ότι η θυγατρική είναι υπερτιμημένη.

Τέλος, ο Nanda εξετάζει την άποψη ότι η απόσχιση με δημόσια εγγραφή δίνει τη δυνατότητα πραγματοποίησης επενδυτικών σχεδίων της θυγατρικής που διαφορετικά θα είχαν ακυρωθεί (underinvestment problem) αλλά δεν καταλήγει σε σαφή συμπεράσματα.

Οι *Slovin και Sushka (1997)* προσπαθούν να προσδιορίσουν τα οικονομικά κίνητρα που ωθούν στη δημιουργία μιας εταιρικής δομής που στηρίζεται στη σχέση μητρικής-θυγατρικής εταιρείας. Το δείγμα τους αποτελείται από 37 θυγατρικές που πραγματοποίησαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά τη χρονική περίοδο 1975-1993. Οι θυγατρικές αυτές εταιρείες διαπραγματεύονται στους δείκτες NYSE, ASE και Nasdaq και τουλάχιστον το 50% του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία.

Η μελέτη τους στηρίζεται στις ακόλουθες υποθέσεις: α) υπάρχει σύγκρουση μεταξύ των συμφερόντων των μετόχων της μητρικής και της θυγατρικής εταιρείας με

αποτέλεσμα να μην ικανοποιούνται τα συμφέροντα της τελευταίας (exportation hypothesis), β) η προσφορά μετοχών στο επενδυτικό κοινό έχει αρνητική επίδραση στις εταιρείες που εισάγονται στο Χρηματιστήριο και θετική επίδραση στις εταιρείες που δεν εισάγονται (adverse selection hypothesis), γ) τα κεφάλαια που εισρέουν στη θυγατρική από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονται για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων της θυγατρικής (growth opportunities hypothesis), δ) σύμφωνα με το μοντέλο του Nanda η υπερτιμημένη εταιρεία θα εκδόσει νέες μετοχές και μετά θα πέσει η τιμή της (separation hypothesis).

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 2 ημερών (-1,0) είναι -4,06% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 για την τιμή της μετοχής της θυγατρικής και +1,91% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 για την τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας.

Το βασικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι Slovin και Sushka είναι ότι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά από τη θυγατρική εταιρεία ασκεί αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής της θυγατρικής και θετική επίδραση στην τιμή της μητρικής εταιρείας. Οι θετικές αποδόσεις είναι μεγαλύτερες από τις αρνητικές με αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της ενοποιημένης επιχείρησης. Τα αποτελέσματα συμφωνούν με αυτά του Nanda και συνεπώς η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά από τη θυγατρική βελτιώνει την ευελιξία χρηματοδότησης της εταιρείας και επιτρέπει την πραγματοποίηση επενδύσεων από υποτιμημένες μητρικές εταιρείες.

Οι *Slovin, Sushka και Ferraro (1995)* εξετάζουν την επίδραση που έχει το equity carve-out, το spin-off και το asset sell-off στις τιμές των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιρειών της θυγατρικής εταιρείας, στις τιμές της μητρικής εταιρείας και των ανταγωνιστικών της εταιρειών. Το δείγμα περιλαμβάνει ανακοινώσεις equity carve-out, spin-off και asset sell-off κατά την περίοδο 1980-1991. Όλες οι ανταγωνιστικές μητρικές (ή θυγατρικές) εταιρείες διαπραγματεύονται στο δείκτη New York Stock Exchange (NYSE) ή American Exchange (AMEX) και έχουν τον ίδιο κωδικό Standard Industrial Classification (SIC) με τη μητρική (ή θυγατρική). Οι πηγές άντλησης στοιχείων είναι οι ακόλουθες: Wall Street Journal, Moody's, Standard and Poor's Stock Report, National Stock Summary.

Οι Slovin, Sushka και Ferraro υπολογίζουν τις έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις (abnormal returns) χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς. Όσον αφορά τις ανταγωνιστικές εταιρείες της θυγατρικής, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 2 ημερών (0,1) είναι -1,11% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 για το carve-out, -0,93% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 για τα IPOs, +0,60% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10 για το spin-off και +0,04% αλλά όχι στατιστικά σημαντική για το asset sell-off. Επιπλέον, για τις μητρικές εταιρείες, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 2 ημερών είναι για το carve-out +1,23%, για το spin-off +1,32% και για το asset sell-off +1,70%.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, στην περίπτωση του equity carve-out και της δημόσιας εγγραφής (IPO) η τιμή της μετοχής των ανταγωνιστικών εταιρειών της θυγατρικής επηρεάζεται αρνητικά. Αντίθετα, στην περίπτωση του spin-off η επίδραση είναι θετική και στην περίπτωση του asset sell-off φυσιολογική. Όσον αφορά την επίδραση του equity carve-out, του spin-off και του asset sell-off στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας είναι θετική και στις τρεις περιπτώσεις. Η επίδραση των παραπάνω μορφών αναδιοργάνωσης στην τιμή της μετοχής των ανταγωνιστικών εταιρειών της μητρικής είναι θετική, κοντά στο μηδέν και όχι στατιστικά σημαντική.

Τα βασικά συμπεράσματα στα οποία καταλήγουν οι Slovin, Sushka και Ferraro είναι τα ακόλουθα: 1) Το equity carve-out και οι δημόσιες εγγραφές (IPOs) εμπεριέχουν αρνητική πληροφόρηση για τη θυγατρική εταιρεία και τον κλάδο και αποτελούν ένδειξη ότι οι εταιρείες είναι υπερτιμημένες, ενώ το spin-off αποτελεί ένδειξη ότι η θυγατρική είναι υποτιμημένη. Αυτό το συμπέρασμα συμπίπτει με την άποψη του Nanda ότι τα διοικητικά στελέχη επιλέγουν το equity carve-out όταν οι εξωτερικοί επενδυτές είναι πολύ πιθανόν να υπερτιμολογήσουν τη θυγατρική εταιρεία. 2) Όσον αφορά την περίπτωση της μητρικής εταιρείας τα αποτελέσματα δε στηρίζουν την άποψη ότι τα κέρδη της μητρικής εταιρείας προέρχονται από την βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ούτε ότι επηρεάζονται από την εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι *Allen και McConnell (1998)* εξετάζουν τη χρηματοοικονομική και λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων που επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή και

κάνουν μια πολυμεταβλητή ανάλυση για να διερευνηθεί η τυχόν επίδραση συγκεκριμένων παραγόντων στις έκτακτες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της απόσχισης με δημόσια εγγραφή. Το δείγμα που εξετάζουν περιλαμβάνει 188 ανακοινώσεις εισαγωγής θυγατρικών στον δείκτη NYSE, AMEX ή Nasdaq κατά την περίοδο 1978-1993.

Η μελέτη τους στηρίζεται σε δύο υποθέσεις. Πρώτον, ότι μερικές εταιρείες επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή επειδή βελτιώνεται η αξία τους, αλλά δεν εντοπίζουν τους παράγοντες που δημιουργούν υπεραξία. Δεύτερον, ότι η αμοιβή των διοικητικών στελεχών εξαρτάται από το μέγεθος της εταιρείας και την αξία των στοιχείων του ενεργητικού που ελέγχουν. Συνεπώς, πολλές φορές δεν επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή ή την πώληση θυγατρικών για να χρηματοδοτήσουν δραστηριότητες που προτιμούν έστω κι αν αυτό είναι προς όφελος των μετόχων (managerial discretion hypothesis). Εμφανίζεται δηλαδή κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost). Επίσης, τα διοικητικά στελέχη επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή όταν η επιχείρηση δεν μπορεί να στραφεί σε άλλη μορφή χρηματοδότησης.

Οι Allen και McConnell χρησιμοποιούν το υπόδειγμα της αγοράς για να υπολογίσουν τις έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση όλου του δείγματος για την περίοδο τριών ημερών γύρω από την ανακοίνωση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο (-1,+1) είναι +2,12% και στατιστικά σημαντική. Στη συνέχεια χωρίζουν το δείγμα σε δυο επιμέρους δείγματα, ανάλογα με το σκοπό χρήσης των κεφαλαίων. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση, λοιπόν, όταν τα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για εξόφληση των χρεών ή διανομή μερίσματος στους μετόχους είναι +6,63% και στατιστικά σημαντική, ενώ είναι -0,01% και στατιστικά σημαντική όταν τα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν για ικανοποίηση επενδυτικών σκοπών.

Τα παραπάνω εμπειρικά αποτελέσματα συμφωνούν με την managerial discretion hypothesis και η μέση έκτακτη απόδοση είναι μεγαλύτερη όταν τα κεφάλαια που εισρέουν χρησιμοποιούνται για την ικανοποίηση των πιστωτών ή των μετόχων, παρά για επενδυτικούς σκοπούς. Επίσης, τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι μητρικές εταιρείες που επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή



χαρακτηρίζονται από υψηλό δανεισμό και χαμηλή κερδοφορία σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου.

Οι *Klein, Rosenfeld, Beranek (1991)* υποστηρίζουν ότι η απόσχιση με δημόσια εγγραφή είναι το πρώτο στάδιο μιας διπλής διαδικασίας και ύστερα ακολουθεί ένα δεύτερο στάδιο (second event) στο οποίο γίνεται είτε η επαναγορά των μετοχών της θυγατρικής από τη μητρική είτε η πώληση της θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 52 ανακοινώσεις εισαγωγής θυγατρικών στον δείκτη NYSE ή ASE κατά την περίοδο 1966-1983.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η απόσχιση με δημόσια εγγραφή αποτελεί προσωρινή μορφή αναδιοργάνωσης, αφού όλες οι θυγατρικές, εκτός από μια, που ανακοίνωσαν απόσχιση με δημόσια εγγραφή πριν από το 1983, ύστερα προέβησαν είτε στην επαναγορά είτε στην αποεπένδυση της θυγατρικής.

Η επίδραση του carve-out στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση του carve-out για την περίοδο πέντε ημερών (-4,0) είναι +2,75% και για την περίοδο 2 ημερών (-1,0) είναι +1,06%. Παρομοίως και η επίδραση του second event είναι θετική. Στην περίπτωση της πώλησης της θυγατρικής, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο πέντε ημερών (-4,0) είναι +3,67% και στατιστικά σημαντική, ενώ στην επαναγορά είναι θετική αλλά όχι στατιστικά σημαντική.

Αν υπολογίσουμε την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για τα δύο γεγονότα μαζί (carve-out και second event) είναι +4,56% για όλο το δείγμα, +7,6% για την περίπτωση της πώλησης της θυγατρικής και +2,58% για την περίπτωση της επαναγοράς. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι τα αποτελέσματα είναι πιο θετικά όταν το carve-out ακολουθείται από πώληση και του υπόλοιπου τμήματος των μετοχών της θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση.

Επίσης, η ανακοίνωση πώλησης ή επαναγοράς έχει θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής της θυγατρικής εταιρείας. Η θετική επίδραση στην περίπτωση της επαναγοράς εξαρτάται από τη μορφή πληρωμής. Αν η επαναγορά γίνει με μετρητά η απόδοση για την περίοδο 2 ημερών (-1,0) είναι +16,1%, ενώ αν γίνει με μετοχές της

μητρικής, η απόδοση είναι μόνο +2,4%. Αυτή η διαφορά οφείλεται στα μεγάλα πριμ που πληρώνουν οι μητρικές στην περίπτωση της επαναγοράς με μετρητά. Όμως, η θετική αυτή επίδραση του second event στην τιμή της μετοχής της θυγατρικής αντισταθμίζεται από την αρνητική επίδραση που ασκείται στην τιμή της μετοχής πριν πραγματοποιηθεί το second event.

Ο *Vijh (1999)* εξετάζει την μακροχρόνια έκτακτη απόδοση των τιμών των μετοχών των μητρικών και των θυγατρικών εταιρειών, για την περίοδο 3 χρόνων μετά από την ανακοίνωση απόσχισης με δημόσια εγγραφή, χρησιμοποιώντας πολλούς δείκτες αναφοράς, όπως για παράδειγμα, το χαρτοφυλάκιο αγοράς και επιχειρήσεις με ίδιο λόγο λογιστικής αξίας προς τρέχουσα. Το δείγμα του περιλαμβάνει 628 ανακοινώσεις εισαγωγής θυγατρικών στον δείκτη NYSE, AMEX ή Nasdaq κατά την περίοδο 1981-1995. Οι πηγές των δεδομένων είναι η Securities Data Company και το περιοδικό Mergers and Acquisition.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών των μητρικών εταιρειών δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα, οι αποδόσεις των θυγατρικών εταιρειών για την τριετία μετά από την ανακοίνωση απόσχισης με δημόσια εγγραφή, είναι στατιστικά σημαντικές και υψηλότερες από τις αποδόσεις των δεικτών αναφοράς, καθώς και από τις αποδόσεις των IPOs και SEOs. Συγκεκριμένα, οι μετοχές των θυγατρικών έχουν κατά μέσο όρο ετήσια απόδοση +14,3%, ενώ σύμφωνα με τους Loughran και Ritter τα IPOs έχουν +3,4% και τα SEOs +4,7% .

Οι λόγοι που ερμηνεύουν την παραπάνω διαφορά, είναι ότι στην περίπτωση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή οι μητρικές εταιρείες εστιάζονται σε λιγότερα επιχειρηματικά τμήματα, οι θυγατρικές ασχολούνται με τις δικές τους επιχειρηματικές δραστηριότητες αλλά οι μητρικές συνεχίζουν να κατέχουν ένα σημαντικό πακέτο μετοχών τους και η αξία της απόσχισης αποτελεί ένα μικρό τμήμα της τρέχουσας αξίας της μητρικής, άρα η φήμη εμποδίζει την υπερτιμολόγηση των μετοχών που εκδίδονται κατά την απόσχιση.

Όμως, στην πολυμεταβλητή παλινδρόμηση οι παραπάνω μεταβλητές ήταν στατιστικά ασήμαντες. Αυτό προσθέτει μια άλλη εξήγηση στην υψηλότερη απόδοση των τιμών

της θυγατρικής έναντι των δεικτών αναφοράς ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στην πιθανή μελλοντική λειτουργία των αποσχίσεων με δημόσια εγγραφή.

Οι *Roni Michaely και Wayne H. Shaw (1995)* εξετάζουν τα κίνητρα που ωθούν τις εταιρείες να επιλέξουν ανάμεσα στο spin-off και στο carve-out. Η μελέτη τους στηρίζεται σε τρεις υποθέσεις: α) η μητρική εταιρεία θα επιλέξει το spin-off αν τα στελέχη της υπερτιμολογούν την αξία της θυγατρικής σε σχέση με την αγορά, β) οι εταιρείες που έχουν ανάγκη από μετρητά θα επιλέξουν το carve-out και γ) οι εταιρείες χαμηλής ποιότητας (low-quality) ή υψηλής μόχλευσης θα επιλέξουν το spin-off είτε λόγω περιορισμένης πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές είτε λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στα στελέχη και τους εξωτερικούς επενδυτές. Το δείγμα που εξετάζουν περιλαμβάνει 91 εταιρείες (Master Limited Partnerships) που δημιουργήθηκαν από spin-off ή carve-out, οι οποίες διαπραγματεύονται στο NYSE ή ASE κατά την περίοδο 1981-1988.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, η ευκολία πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα για την επιλογή ανάμεσα στο spin-off και στο carve-out. Συγκεκριμένα, οι μητρικές εταιρείες που είναι μεγάλες, κερδοφόρες και με χαμηλή μόχλευση επιλέγουν το carve-out, ενώ οι μητρικές με υψηλή μόχλευση και χαμηλή κερδοφορία επιλέγουν το spin-off. Αυτό συμβαίνει γιατί η επιτροπή κεφαλαιαγοράς θέτει αυστηρά οικονομικά κριτήρια για την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο και παράλληλα τα έξοδα εισαγωγής είναι υψηλά. Επίσης, οι θυγατρικές που προκύπτουν από carve-out είναι λιγότερο ριψοκίνδυνες και πιο κερδοφόρες από αυτές που δημιουργούνται από spin-off.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Michaely και Shaw, δεν αποδεικνύουν ότι σημαντικά κίνητρα για το carve-out είναι η ανάγκη για μετρητά, η υπερτιμολόγηση της θυγατρικής από την αγορά και η βελτίωση της αποδοτικότητας της μητρικής και της θυγατρικής εταιρείας.

Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μητρικών εταιρειών, κατά την ημέρα ανακοίνωσης, είναι +2,43% στην περίπτωση των spin-offs και +1,20% στην περίπτωση των carve-outs. Η αντίδραση της αγοράς, λοιπόν, είναι πιο θετική στην περίπτωση των spin-offs, γεγονός που επιβεβαιώνει την πρώτη υπόθεση δηλαδή ότι η αγορά αναγνωρίζει

ότι η θυγατρική είναι υποτιμημένη αλλά δε συμπίπτει με την asymmetric information hypothesis, σύμφωνα με την οποία η αντίδραση στο carve-out πρέπει να είναι πιο θετική.

Οι **Frank και Harden (2001)** επεκτείνουν την έρευνα που πραγματοποίησαν οι Michaely και Shaw (1995), διευρύνοντας το δείγμα των εταιρειών και χρησιμοποιώντας και άλλες εξαρτημένες μεταβλητές στην πολυμεταβλητή ανάλυση. Σκοπός τους είναι να προσδιορίσουν τα κίνητρα που ωθούν τις εταιρείες να επιλέξουν ανάμεσα στο spin-off και στο carve-out. Το δείγμα που εξετάζουν περιλαμβάνει 140 εταιρείες που επιλέχθηκαν από τις ετήσιες λίστες, του περιοδικού Mergers and Acquisition, με τα κυριότερα spin-offs και carve-outs κατά την περίοδο 1991-1997.

Η έρευνά τους στηρίζεται στις ακόλουθες υποθέσεις, όπου σε κάθε μία ισχύει το ceteris paribus. Αν η μητρική εταιρεία επωφελείται όταν ελέγχει τη θυγατρική τότε αυξάνεται η πιθανότητα να επιλέξει η μητρική το carve-out. Όσο πιο μεγάλη είναι η ανάγκη της μητρικής για εισροή μετρητών καθώς και η επιθυμία για μεγιστοποίηση των κερδών, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να επιλέξει το carve-out. Επίσης, όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να υπερτιμολογηθεί η θυγατρική, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα η μητρική εταιρεία να επιλέξει το carve-out, ενώ όσο υψηλότερη είναι η φορολογία της μητρικής εταιρείας τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να επιλεγεί το spin-off, που αποτελεί μια αφορολόγητη μορφή αναδιοργάνωσης.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, η ανάγκη μετρητών, η φορολογία, η κερδοφορία της θυγατρικής εταιρείας, η μελλοντική ανάπτυξη του κλάδου που ανήκει η θυγατρική, η ζήτηση της αγοράς για μετοχές της θυγατρικής και τα πλεονεκτήματα από τον έλεγχο της θυγατρικής που ανήκει σε σχετικό κλάδο με τη μητρική αποτελούν σημαντικούς παράγοντες για την επιλογή ανάμεσα στο spin-off και στο carve-out. Επιπρόσθετα, σε αντίθεση με τους Michaely και Shaw, οι Frank και Harden δε βρήκαν διαφορές στο μέγεθος, στη μόχλευση και στην κερδοφορία των μητρικών που επέλεξαν το carve-out έναντι αυτών που επέλεξαν το spin-off.

Οι **Mark Peterson και James Mahar (2000)** εξετάζουν τους παράγοντες που λαμβάνουν υπόψη οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιλέξουν ανάμεσα στο spin-off

και στο carve-out, θεωρώντας το ποσοστό ελέγχου της θυγατρικής από τη μητρική εταιρεία (corporate control) σταθερό. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 113 spin-offs και 19 carve-outs που πραγματοποιήθηκαν κατά τη χρονική περίοδο 1975-1997.

Οι υποθέσεις που εξετάζουν είναι οι ακόλουθες: 1) οι εταιρείες επιλέγουν το carve-out όταν πιστεύουν ότι τα στοιχεία του ενεργητικού τους είναι υπεριτιμημένα και επιλέγουν το spin-off όταν τα στοιχεία του ενεργητικού τους θεωρούνται υποτιμημένα. 2) οι εταιρείες επιλέγουν το carve-out όταν η αγορά είναι ανοδική και το spin-off όταν η αγορά είναι καθοδική, 3) οι εταιρείες επιλέγουν το carve-out όταν έχουν ανάγκη για μετρητά.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, το μέγεθος της θυγατρικής εταιρείας και η μεταβλητότητα της απόδοσής της παίζουν σημαντικό ρόλο στην επιλογή ανάμεσα στο spin-off και στο carve-out. Συγκεκριμένα, οι εταιρείες επιλέγουν το carve-out όταν οι θυγατρικές τους είναι μεγάλες και έτσι μπορούν να καλύψουν τα υψηλά σταθερά έξοδα της δημόσιας εγγραφής. Επίσης, όταν οι θυγατρικές παρουσιάζουν μικρή μεταβλητότητα στις αποδόσεις τους, γιατί αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές είναι αρκετά καλά πληροφορημένοι.

Τέλος, η έρευνα των Peterson και Mahar αποδεικνύει ότι τα διοικητικά στελέχη επιλέγουν το carve-out για να επωφεληθούν από τα κέρδη αποεπένδυσης (divestiture gains) και όχι για να πουλήσουν υπεριτιμημένο ενεργητικό ή για να επωφεληθούν από την ανοδική αγορά ή για να αποκτήσουν μετρητά. Το συμπέρασμα αυτό συμπίπτει με τα ευρήματα του Vihj (1999).

Οι *Mulherin και Boone (2000)* έχουν σκοπό να προσδιορίσουν τις αιτίες και τα αποτελέσματα των εξαγορών (acquisitions) και των αποεπενδύσεων (spin-offs, equity carve-outs, asset sell-offs). Συγκεκριμένα, εξετάζουν την επίδραση των εξαγορών και των αποεπενδύσεων στον πλούτο των μετόχων της μητρικής εταιρείας καθώς και αν η σχετική αξία των εξαγορών και των αποεπενδύσεων επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 1305 εταιρείες που ανήκουν σε 59 κλάδους κατά την περίοδο 1990-1999.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, οι εξαγορές και οι αποεπενδύσεις πραγματοποιούνται σε συγκεκριμένους κλάδους, πράγμα που δηλώνει ότι η αναδιοργάνωση των εταιρειών γίνεται εξαιτίας οικονομικής κρίσης που υπάρχει σε ορισμένους κλάδους. Επίσης, ο πλούτος των μετόχων της μητρικής εταιρείας αυξάνεται και στις δύο περιπτώσεις αναδιοργάνωσης. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 3 ημερών (-1,+1) είναι περίπου +3% για τις αποεπενδύσεις και +3,5% για τις εξαγορές. Η αύξηση αυτή του πλούτου των μετόχων σχετίζεται άμεσα με την αξία των εξαγορών και των αποεπενδύσεων.

Τα παραπάνω αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι ισχύει η θεωρία των συνεργιών (synergistic theory), σύμφωνα με την οποία η αναδιοργάνωση των εταιρειών γίνεται με σκοπό την προσαρμογή τους στις οικονομικές αλλαγές και τη δημιουργία πλούτου. Αντίθετα, δεν ισχύει η nonsynergistic theory σύμφωνα με την οποία οι αποεπενδύσεις πραγματοποιούνται με σκοπό την αντιμετώπιση της εδραίωσης των στελεχών (empire building και management entrenchment). Επίσης, η αύξηση του πλούτου των μετόχων οφείλεται στην αύξηση της εξειδίκευσης και στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης

Συγκεκριμένα, όσον αφορά το equity carve-out, οι Mulherin και Boone εξετάζουν ένα δείγμα 125 εταιρειών την περίοδο 1990-1999 και διαπιστώνουν ότι το equity carve-out επηρεάζει θετικά την τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 3 ημερών (-1,+1) είναι +2,27% και οφείλεται στα κέρδη λόγω συνεργιών (synergistic gains).

Ο Powers (2001) εξετάζει τα κίνητρα που ωθούν τις μητρικές εταιρείες να επιλέξουν ανάμεσα στην απόσχιση (spin-off), στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή (equity carve-out) και στην πώληση θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση (asset sell-off). Το δείγμα του περιλαμβάνει 187 spin-offs, 181 equity carve-outs και 204 asset sell-offs που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1981-1998.

Η εμπειρική έρευνα αποδεικνύει ότι οι τρεις μέθοδοι αποεπένδυσης ασκούν θετική επίδραση στη τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας. Συγκεκριμένα, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο δύο ημερών (0,1) είναι +3,20% για τα spin-offs, +2,45% για τα asset sell-offs και +2,19% για τα equity carve-outs.

Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής και της πολυμεταβλητής ανάλυσης, οι δύο πιο σημαντικοί παράγοντες επιλογής μεθόδου αποεπένδυσης είναι η ανάγκη χρηματοδότησης της μητρικής εταιρείας και η τιμολόγηση της θυγατρικής εταιρείας. Οι μητρικές εταιρείες που επιλέγουν το asset sell-off και το equity carve-out παρουσιάζουν χαμηλότερη κερδοφορία και υψηλότερο δανεισμό από αυτές που επιλέγουν το spin-off, γεγονός που δηλώνει ότι έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για εισροή μετρητών μέσω αποεπενδύσεων. Οι μητρικές εταιρείες επιλέγουν το asset sell-off ή το equity carve-out, όταν η θυγατρική εταιρεία είναι υπερτιμημένη, ενώ επιλέγουν το spin-off, όταν η θυγατρική είναι υποτιμημένη.

Ο *Allen (1998)* εξετάζει την καινοτομική δομή της εταιρείας Thermo Electron, η οποία κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών 11 θυγατρικών εταιρειών που δημιουργήθηκαν με απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Η Thermo Electron είναι μια εταιρεία κατασκευής εξοπλισμού βιοϊατρικού, ανακυκλωτικού και περιβαλλοντικού ελέγχου, η οποία παρουσίαζε χαμηλή αποδοτικότητα μέχρι το 1983. Τη χρονιά αυτή πραγματοποίησε την πρώτη απόσχιση με δημόσια εγγραφή και άρχισε σιγά σιγά να μεταμορφώνεται σε ένα οργανισμό ικανό να εισχωρεί στις κεφαλαιακές αγορές, να αναπτύσσει νέες τεχνολογίες, να αποκεντρώνει τον έλεγχο και να αυξάνει την κερδοφορία της.

Η στρατηγική του carve-out θεωρείται ο σημαντικότερος παράγοντας που συνέβαλε στη μεταμόρφωση της Thermo Electron. Το carve-out αύξησε τα κεφάλαια που προορίζονταν για επενδύσεις των θυγατρικών εταιρειών. Επίσης, επιτεύχθηκε αποκέντρωση του ελέγχου και τα στελέχη της μητρικής απέκτησαν την ευθύνη για τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις. Οι αμοιβές των στελεχών της θυγατρικής αυξήθηκαν και σχετίζονταν με την απόδοση της θυγατρικής αλλά και της μητρικής εταιρείας. Όμως, αξίζει να αναφερθεί ότι η στρατηγική αυτή, αν εφαρμοστεί από άλλες εταιρείες, δεν είναι βέβαιο ότι θα αποφέρει εξίσου ευνοϊκά αποτελέσματα.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας του Allen, από το 1983, που πραγματοποιήθηκε το πρώτο carve-out, η απόδοση της τιμής της μετοχής της Thermo Electron και των θυγατρικών της ήταν πολύ πιο υψηλή από την απόδοση του δείκτη αγοράς και του δείκτη του κλάδου. Συγκεκριμένα, η μέση έκτακτη απόδοση των μετοχών όλων των θυγατρικών για τους πρώτους δώδεκα μήνες είναι 44% και

παρουσιάζει σταθερή αύξηση για τα επόμενα χρόνια. Από τα εμπειρικά αποτελέσματα αξίζει να προσέξουμε και τα ακόλουθα. Πρώτον, πολλοί χρηματοοικονομικοί δείκτες (όπως καθαρών πωλήσεων, λειτουργικών κερδών προς ενεργητικό, λειτουργικών κερδών προς πωλήσεις, συνολικού χρέους και κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών) αυξήθηκαν σημαντικά μετά την ανακοίνωση του carve-out. Δεύτερον, η εταιρεία έχει καταφέρει να διατηρεί υψηλά τόσο τα κεφάλαια όσο και τις πωλήσεις της.

Οι **Boone, Haushalter και Mikkelson (2003)** εξετάζουν αν η απόδοση της μητρικής και της θυγατρικής εταιρείας επηρεάζεται από την πραγματοποίηση απόσχισης με δημόσια εγγραφή, όπου η μητρική εταιρεία κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών της θυγατρικής. Με άλλα λόγια, εξετάζουν αν οι αλλαγές στην κερδοφορία της επιχείρησης πριν και μετά την απόσχιση με δημόσια εγγραφή σχετίζονται με το ποσοστό των μετοχών της θυγατρικής που κατέχει η μητρική.

Κατά την άποψη των μελετητών, η απόσχιση με δημόσια εγγραφή επηρεάζει την απόδοση της μητρικής και της θυγατρικής εταιρείας με τρεις πιθανούς τρόπους: α) εστίαση της κάθε εταιρείας στις λειτουργίες της, β) παροχή κινήτρων στα διοικητικά στελέχη της μητρικής και της θυγατρικής εταιρείας γ) πώληση υπερτιμημένων μετοχών της θυγατρικής (market timing). Το δείγμα τους περιλαμβάνει 123 αποσχίσεις με δημόσια εγγραφή που πραγματοποιήθηκαν κατά τη χρονική περίοδο 1985-1995.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η κερδοφορία της μητρικής εταιρείας σχετίζεται αρνητικά με το ποσοστό των μετοχών της θυγατρικής που κατέχει. Συγκεκριμένα, αν το ποσοστό ιδιοκτησίας μετοχών της θυγατρικής από τη μητρική αυξηθεί κατά 25% τότε η κερδοφορία της μητρικής μειώνεται κατά 1,2%. Γενικότερα, οι μητρικές εταιρείες που επιλέγουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή και συνεχίζουν να ασκούν έλεγχο στις θυγατρικές δε βελτιώνουν τη λειτουργική τους απόδοση.

Οι Boone, Haushalter και Mikkelson δεν προσδιορίζουν γιατί υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση της μητρικής και του ποσοστού ιδιοκτησίας μετοχών της θυγατρικής, αλλά τα αποτελέσματά τους στηρίζουν τη γνώμη ότι η βελτίωση της



αποτελεσματικότητας των στελεχών αποτελεί μια σημαντική πηγή κερδών από την αναδιοργάνωση (divestiture gains).

Ένα τελευταίο βήμα στην ανάλυσή τους είναι η επίδραση που ασκεί το tracking stock στην κερδοφορία των εταιρειών. Το δείγμα περιλαμβάνει 11 tracking stocks που εκδόθηκαν πριν από το 1998. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, δεν παρατηρείται καμία βελτίωση στην κερδοφορία, γιατί στη περίπτωση του tracking stock, όπως και στην περίπτωση του carve-out, η μητρική εταιρεία συνεχίζει να ασκεί έλεγχο στη θυγατρική.

Οι **Hulburt, Miles και Woolridge (2002)** εξετάζουν την επίδραση των carve-outs στη μητρική, στις ανταγωνίστριες εταιρείες της μητρικής και των θυγατρικών και ελέγχουν ποια από τις δύο ακόλουθες υποθέσεις ισχύει: asymmetric information hypothesis ή divestiture gains hypothesis.

Στην περίπτωση που ισχύει η asymmetric information hypothesis, το carve-out δίνει ένα σήμα ότι η μητρική εταιρεία και κατ' επέκταση όλος ο κλάδος που ανήκει, είναι υποτιμημένος σε σχέση με τον κλάδο που ανήκουν οι θυγατρικές (carve-out's industry). Οι ανταγωνίστριες εταιρείες των μητρικών, λοιπόν, θα αντιδράσουν θετικά σε αυτό το σημάδι. Επίσης, θετική θα είναι η αντίδραση της τιμής της μετοχής της μητρικής και αρνητική της ανταγωνίστριας θυγατρικής.

Στην περίπτωση που ισχύει η divestiture gains hypothesis, το carve-out βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα των μητρικών εταιρειών λόγω της χρηματοδότησης νέων προγραμμάτων, της δημιουργίας αποτελεσματικών συμβολαίων μεταξύ μητρικών και θυγατρικών και της εστίασης στις κύριες δραστηριότητες (corporate focus). Κάθε κέρδος αποεπένδυσης (divestiture gain) της μητρικής θα είναι εις βάρος της ανταγωνίστριας της, για αυτό η τελευταία θα επηρεαστεί αρνητικά. Επιπλέον, θετική θα είναι η αντίδραση της τιμής της μετοχής της μητρικής και αρνητική της ανταγωνίστριας θυγατρικής.

Το δείγμα των Hulburt, Miles και Woolridge περιλαμβάνει 185 ανακοινώσεις εισαγωγής θυγατρικών στο δείκτη NYSE/AMEX και Nasdaq κατά την περίοδο 1981-1994. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνάς τους υποστηρίζουν την divestiture

gains hypothesis, αφού η τιμή της μετοχής της μητρικής επηρεάζεται θετικά και οι τιμές των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιρειών της μητρικής και των θυγατρικών επηρεάζονται αρνητικά από την ανακοίνωση του carve-out. Συγκεκριμένα, αν οι μητρικές ανήκουν σε διαφορετικό κλάδο από τις θυγατρικές (cross-industry), η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 3 ημερών (-1,+1) είναι +2,10% για τις μητρικές εταιρείες και -0,42% για τις ανταγωνίστριες των μητρικών και των θυγατρικών.

Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι μητρικές και οι θυγατρικές εταιρείες βελτιώνουν τη λειτουργική τους απόδοση, γεγονός που παρέχει επιπλέον στήριξη στην divestiture gains hypothesis. Όμως, τα divestiture gains δε σχετίζονται με το ποσοστό ελέγχου που ασκεί η μητρική εταιρεία στη θυγατρική.

Ο Powers (2003) θέλει να προσδιορίσει αν το κίνητρο που ωθεί τις μητρικές εταιρείες να επιλέξουν το equity carve-out είναι η βελτίωση της αποδοτικότητας της μητρικής εταιρείας ή η πώληση υπερτιμημένων μετοχών. Το δείγμα περιλαμβάνει 181 equity carve-outs που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1981-1996.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η λειτουργική αποδοτικότητα της θυγατρικής μεγιστοποιείται κατά το χρόνο πραγματοποίησης του carve-out (mean ROA=17,17%), ενώ τα επόμενα πέντε χρόνια μειώνεται. Η αποδοτικότητα της μητρικής εταιρείας δε βελτιώνεται σημαντικά και είναι χαμηλότερη από την αποδοτικότητα του δείκτη αναφοράς, γεγονός που καταρρίπτει την υπόθεση ότι μέσω ενός carve-out αυξάνεται η αποτελεσματικότητα της μητρικής εταιρείας.

Επίσης, ο Powers διαπιστώνει ότι όσο αυξάνεται το ποσοστό των μετοχών που πωλείται στο επενδυτικό κοινό, τόσο χειροτερεύει η λειτουργική αποδοτικότητα της θυγατρικής και η μακροχρόνια χρηματιστηριακή της απόδοση. Επίσης, το ποσοστό των μετοχών που πωλείται σχετίζεται αρνητικά με τη ρευστότητα της μητρικής εταιρείας και το μέγεθος της θυγατρικής. Οι παραπάνω σχέσεις αποδεικνύουν ότι οι μητρικές εταιρείες επιλέγουν το carve-out για να αποκτήσουν μετρητά από την πώληση των υπερτιμημένων μετοχών της θυγατρικής. Το συμπέρασμα αυτό συμπίπτει με την asymmetric information hypothesis του Nanda (1991).

Οι *Hand και Skatz (1999)* εξετάζουν τη συσχέτιση της απόσχισης με του equity carve-out με μια υπερτιμημένη αγορά. Το δείγμα τους αποτελείται από 265 carve-outs, τα οποία πραγματοποιήθηκαν από μητρικές εταιρείες που διαπραγματεύονταν για ένα τουλάχιστον χρόνο στο δείκτη NYSE, AMEX και Nasdaq την περίοδο 1981-1995. Η πηγή των δεδομένων τους είναι η Securities Corp.'s Worldwide New Issues. Οι Hand και Skatz διαπιστώνουν ότι η μέση απόδοση των δεικτών της αγοράς NYSE, AMEX και Nasdaq ένα χρόνο πριν την πραγματοποίηση του carve-out είναι μεγαλύτερη από την αναμενόμενη απόδοση της ίδιας περιόδου αλλά και από την μέση απόδοση της αγοράς ένα χρόνο μετά την πραγματοποίηση του carve-out. Επίσης, η μέθοδος εκτίμησης της μεγίστης πιθανοφάνειας δείχνει ότι η απόδοση της αγοράς μειώνεται μόνο 16 μέρες πριν την εισαγωγή της θυγατρικής στο χρηματιστήριο. Το συμπέρασμα, λοιπόν, στο οποίο καταλήγουν είναι ότι οι αποσχίσεις με δημόσια εγγραφή συσχετίζονται με ακρίβεια (timing the market) με μια υπερτιμημένη αγορά.

Οι *Madura και Nixon (2002)* εξετάζουν τη μακροχρόνια απόδοση των μετοχών των μητρικών και των θυγατρικών εταιρειών μετά από την ανακοίνωση απόσχισης με δημόσια εγγραφή (equity carve-out). Επίσης, ερευνούν αν ο βαθμός ευθυγράμμισης των συμφερόντων στελεχών και μετόχων επηρεάζει διαφορετικά την μακροχρόνια οικονομική κατάσταση της μητρικής και της θυγατρικής εταιρείας. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 88 equity carve-outs κατά την περίοδο 1988-1993.

Οι Madura και Nixon διαπιστώνουν ότι βραχυπρόθεσμα η απόδοση της μετοχής της μητρικής εταιρείας επηρεάζεται θετικά από το equity carve-out [ $CAR(0,+1)=1,35\%$ ,  $t\text{-statistic}=1,7291$ ]. Όμως, σε μακροχρόνιο επίπεδο τα αποτελέσματα διαφέρουν. Η επίδραση του carve-out στη μητρική εταιρεία είναι αρνητική και ειδικά όταν η μητρική αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικές δυσκολίες. Συνεπώς, η εισροή μετρητών από το carve-out δε βελτιώνει την οικονομική κατάσταση της μητρικής. Ομοίως, η μακροχρόνια επίδραση στις θυγατρικές εταιρείες από το carve-out είναι αρνητική, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι θυγατρικές ήταν υπερτιμημένες την περίοδο της δημόσιας εγγραφής. Επίσης, η έρευνα δείχνει ότι η μακροχρόνια απόδοση των θυγατρικών σχετίζεται με την οικονομική κατάσταση της μητρικής, αφού οι θυγατρικές που δημιουργήθηκαν από μητρικές εταιρείες που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικά προβλήματα παρουσιάζουν πιο αρνητική μακροχρόνια απόδοση.

Οι *Elsas και Löffler (2003)* ερευνούν την επίδραση που ασκεί ο βαθμός ελέγχου της διοίκησης (management control) στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 37 equity carve-outs που πραγματοποιήθηκαν στη Γερμανία από τον Ιανουάριο του 1884 μέχρι τον Ιούλιο του 2000.

Η επεξεργασία των δεδομένων δείχνει ότι υπάρχουν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των μητρικών εταιρειών. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης είναι +1,08% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, ενώ για περίοδο 11 ημερών (-5,+5) είναι +3,90% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

Το κύριο συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι όσο μεγαλύτερη είναι η συγκέντρωση των μετόχων (shareholder concentration) της μητρικής εταιρείας πριν από το equity carve-out, τόσο χαμηλότερες είναι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις. Αυτή η αρνητική συσχέτιση υποδηλώνει ότι όσο μεγαλύτερος έλεγχος ασκείται στα διοικητικά στελέχη της μητρικής, τόσο πιο αποτελεσματικά διοικείται η εταιρεία. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις, λοιπόν, είναι χαμηλότερες όταν ο έλεγχος στη διοίκηση (management control) είναι ισχυρός, γιατί αυτές οι εταιρείες επωφελούνται λιγότερο από το equity carve-out. Τέλος, κανένα στοιχείο δε βρέθηκε όσον αφορά τον 'ειδικό' ρόλο των τραπεζών στον έλεγχο της διοίκησης.

Ο *Wagner (2004)* εξετάζει τα πιθανά κίνητρα που ωθούν τις γερμανικές μητρικές εταιρείες στο να πραγματοποιήσουν αποσχίσεις με δημόσια εγγραφή. Τα κίνητρα αυτά τα συνοψίζει στις ακόλουθες έξι υποθέσεις. Πρώτον, χρηματοδότηση μητρικής ή θυγατρικής εταιρείας (financing). Οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν περιορισμούς χρηματοδότησης καταφεύγουν στο carve-out. Δεύτερον, συγχρονισμός αγοράς (market timing). Η μητρική ή θυγατρική εταιρεία προσπαθεί να πουλήσει υπερτιμημένες μετοχές στην αγορά. Τρίτον, ένδειξη στην αγορά (market signaling). Το carve-out δίνει σήμα στην αγορά ότι η μητρική εταιρεία είναι υποτιμημένη και η θυγατρική υπερτιμημένη. Τέταρτον, εσωτερικές διαμάχες (internal conflicts). Η μητρική εταιρεία καταφεύγει στο carve-out για να μειώσει τα προβλήματα που οφείλονται στο χρηματοοικονομικό κίνδυνο, στο λειτουργικό κίνδυνο και στη διαφορετική εταιρική κουλτούρα. Πέμπτον, πλεονεκτήματα κόστους (relative cost

advantages). Ορισμένες εταιρείες επιβαρύνονται με χαμηλότερα κόστη όταν επιλέγουν το carve-out. Έκτον, μεταβίβαση ελέγχου (market control transfers). Τα στελέχη της μητρικής εταιρείας μειώνουν τα στοιχεία του ενεργητικού που ελέγχουν και εστιάζονται στη μητρική εταιρεία.

Το δείγμα που εξετάζει περιλαμβάνει 81 ανακοινώσεις carve-out στην Γερμανία κατά την περίοδο 1984-2002. Οι πηγές από τις οποίες αντλεί τα στοιχεία του είναι Datastream, Worldscope, German Financial Data Base, LexisNexis, Genios, Hoppenstedt Financial Information Stock Guide κτλ.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας επηρεάζεται θετικά από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Συγκεκριμένα, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο 3 ημερών (-1,+1) είναι +1,71% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

Οι μητρικές εταιρείες επιλέγουν αυτή τη μορφή αναδιοργάνωσης για να χρηματοδοτήσουν παλαιότερες επενδύσεις και εκμεταλλεύονται τα πλεονεκτήματα κόστους που έχουν έναντι άλλων εταιρειών. Άλλο ένα συμπέρασμα είναι ότι η αξία της μητρικής εταιρείας αυξάνεται αν τα στελέχη μειώνουν τα στοιχεία του ενεργητικού που ελέγχουν και αν το carve-out μειώνει τις εσωτερικές διαμάχες. Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας παρέχουν μικρή στήριξη στις υποθέσεις του market signaling και market timing και δε στηρίζουν καθόλου την υπόθεση ότι οι μητρικές εταιρείες καταφεύγουν στο carve-out λόγω χρηματοδοτικών περιορισμών.

Ο *Daniel Fucks (2003)* εξετάζει τα κίνητρα που ωθούν τις μητρικές εταιρείες να επιλέξουν το equity carve-out έναντι άλλων μορφών χρηματοοικονομικής αναδιοργάνωσης καθώς και τη μορφή που μπορεί να πάρει η δημόσια εγγραφή των θυγατρικών. Το δείγμα περιλαμβάνει 40 equity carve-outs που πραγματοποιήθηκαν στη Γερμανία κατά την περίοδο 1984-2002.

Η επεξεργασία των δεδομένων και η πολυμεταβλητή ανάλυση δείχνουν ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) ανάμεσα στη μητρική εταιρεία και στη θυγατρική και ανάμεσα στους μετόχους και τη διοίκηση της μητρικής καθορίζουν το μέγεθος των πωλούμενων μετοχών. Επίσης, χρηματοοικονομικά

θέματα (financial issues), όπως η ικανότητα χρηματοδότησης νέων επενδυτικών προγραμμάτων και η μελλοντική ανάπτυξη της θυγατρικής εταιρείας, αλλά και θέματα αποτελεσματικότητας (efficiency issues), όπως οι ικανότητες ελέγχου των μετόχων της μητρικής εταιρείας, επηρεάζουν τη μορφή του carve-out.

Αντίθετα, η λανθασμένη τιμολόγηση των μετοχών και το ευνοϊκό κλίμα στην αγορά (market timing) δεν επηρεάζουν τη μορφή του carve-out. Ο κίνδυνος χρηματοοικονομικής μόλυνσης (risk of contagion) δεν παίζει σημαντικό ρόλο, δηλαδή ο κίνδυνος να χρεοκοπήσει η μητρική εταιρεία εξαιτίας της χρεοκοπίας της θυγατρικής είναι μικρός. Όμως, η έρευνα δείχνει ότι οι ισχυρές μητρικές εταιρείες στηρίζουν τις ριψοκίνδυνες θυγατρικές (co-insurance effect).

Οι *Prezas, Tarimcilar και Vasudevan (2000)* εστιάζουν την έρευνά τους στην απόδοση των θυγατρικών εταιρειών και όχι των μητρικών και εξετάζουν την τιμολόγηση των αποσχίσεων με δημόσια εγγραφή σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο επίπεδο. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 251 equity carve-outs που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1986-1995.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα, οι θυγατρικές εταιρείες είναι υποτιμημένες τη στιγμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα, η μέση απόδοση την ημέρα πραγματοποίησης του equity carve-out είναι +5,83% και η μέση απόδοση την πρώτη εβδομάδα είναι +5,43%. Αν τα παραπάνω αποτελέσματα συγκριθούν με αυτά ενός δείγματος εταιρειών που πραγματοποίησαν δημόσια εγγραφή (matching IPO firms) διαπιστώνεται ότι η υποτίμηση είναι μικρότερη στην περίπτωση των equity carve-outs. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές είναι καλύτερα πληροφορημένοι και τιμολογούν πιο σωστά τα carve-outs (information asymmetries).

Όσον αφορά την μακροπρόθεσμη απόδοση, οι *Prezas, Tarimcilar και Vasudevan* διαπιστώνουν ότι η απόδοση έξι μηνών και ενός χρόνου των carve-out firms δε διαφέρει σημαντικά από εκείνη των matching IPO firms. Όμως, η απόδοση τριών χρόνων είναι υψηλότερη από εκείνη των matching IPO firms. Τέλος, διαπιστώνουν ότι η υποτίμηση είναι χαμηλότερη όταν οι ανάδοχοι έχουν καλή φήμη και όταν η τιμή προσφοράς είναι χαμηλή.

Οι **Hogan και Olson (2004)** εξετάζουν το επίπεδο υποτίμησης των equity carve-outs διαχρονικά και τους παράγοντες που επηρεάζουν την τιμολόγηση των equity carve-outs. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 458 equity carve-outs που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1990-2000.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η μέση απόδοση την ημέρα πραγματοποίησης του equity carve-out είναι +8,75% για την περίοδο 1990-1998, ενώ για την περίοδο 1999-2000 (the bubble period) είναι +47,76%. Οι παραπάνω αποδόσεις είναι σημαντικά μικρότερες από τις αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών για τις δυο περιόδους (+14,8%, +65% αντίστοιχα), γεγονός που στηρίζει την information asymmetry hypothesis. Επίσης, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το επίπεδο υποτίμησης των equity carve-outs αυξάνεται διαχρονικά και άρα ισχύει η changing issuer objective function hypothesis.

Τέλος, οι Hogan και Olson διαπιστώνουν ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν θετικά την τιμολόγηση των equity carve-outs και προκαλούν αύξηση του επιπέδου υποτίμησης είναι η προμήθεια των αναδόχων, ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τις πωλήσεις, το κύρος των αναδόχων, το ποσοστό των μετοχών που παρακρατείται προς το ποσοστό που διανέμεται, η δυνατότητα επαναπροσδιορισμού του εύρους της προσφερόμενης τιμής και αν η επιχείρηση ανήκει σε τεχνολογικό κλάδο.

#### 4.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Όπως μπορεί να παρατηρήσει κανείς, οι παραπάνω μελέτες, καταλήγουν σε ένα κοινό συμπέρασμα ότι αν η μητρική εταιρεία επιλέξει την απόσχιση κλάδου με δημόσια εγγραφή έναντι των άλλων μορφών αναδιοργάνωσης η αγορά αντιδρά θετικά και η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας αυξάνεται.

Στο τέλος αυτού του κεφαλαίου, ο Πίνακας 1 παρουσιάζει συνοπτικά τα εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνών στις ΗΠΑ και στη Γερμανία σχετικά με τη μεταβολή της τιμής της μητρικής εταιρείας εξαιτίας της ανακοίνωσης carve-out, spin-off, seasoned equity offering και asset sell-off. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των συγκεκριμένων

ερευνών η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (cumulative average abnormal return) των μετοχών των μητρικών εταιρειών κυμαίνεται από +1,06% έως +3,90%.

Οι απόψεις των ξένων μελετητών σχετικά με τους παράγοντες στους οποίους οφείλεται η θετική επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή δίστανται. Όμως, μπορούμε να χωρίσουμε τους μελετητές σε δύο κατηγορίες:

- Σε αυτούς που υποστηρίζουν ότι η βασική αιτία είναι τα *divestiture gains*, όπως για παράδειγμα, οι Schipper και Smith (1986), ο Vihj (1999), οι Peterson και Mahar (2000), οι Boone, Haushalter και Mikkelson (2003), οι Hulburt, Miles και Woolridge (2002).
- Σε αυτούς που υποστηρίζουν ότι η βασική αιτία είναι οι *information asymmetries*, όπως για παράδειγμα, ο Nanda (1981), οι Slovin, Sushka και Ferraro (1995), οι Slovin και Sushka (1997), οι Frank και Harden (2001), ο Powers (2001 και 2003).

Σύμφωνα με την πρώτη άποψη, το carve-out βελτιώνει την αποδοτικότητα και την ανταγωνιστικότητα της μητρικής εταιρείας. Αυτό συμβαίνει διότι η μορφή αυτή αναδιοργάνωσης δίνει τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν ξεχωριστά οι επενδύσεις της θυγατρικής, να γίνει ανακατανομή των δραστηριοτήτων και αλλαγή των κινήτρων της διοίκησης της θυγατρικής. Επίσης, η μητρική εταιρεία εστιάζεται στις κύριες δραστηριότητές της και μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης, κυρίως όταν τα κεφάλαια που εισρέουν χρησιμοποιούνται για την ικανοποίηση των πιστωτών ή των μετόχων.

Αντίθετα, οι υποστηρικτές της δεύτερης άποψης θεωρούν ότι τα στελέχη έχουν ιδιωτική πληροφόρηση για την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της μητρικής εταιρείας, ενώ οι επενδυτές δεν είναι καλά πληροφορημένοι. Αν τα στελέχη πιστεύουν ότι η μητρική εταιρεία είναι υποτιμημένη και η θυγατρική υπερτιμημένη, προτιμούν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Συνεπώς, επειδή οι μετοχές της μητρικής εταιρείας δεν είναι υπερτιμημένες σε σχέση με αυτές της θυγατρικής και επειδή η μητρική εταιρεία είναι τυπικά μεγαλύτερη από τη θυγατρική πραγματοποιείται αύξηση της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας.



### **ΠΙΝΑΚΑΣ 1:**

**Εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με τη μεταβολή της τιμής της μητρικής εταιρείας εξαιτίας της ανακοίνωσης carve-out, spin-off, seasoned equity offering και asset sell-off στις ΗΠΑ και στη Γερμανία.**

<b>ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ</b>	<b>ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ</b>	<b>CARVE-OUT</b>	<b>SPIN-OFF</b>	<b>SEASONED EQUITY OFFERING</b>	<b>ASSET SELL-OFF</b>
Allen και Mc Connell (1998)	1978-1993	+2,12% (3 ημέρες)			
Elsas και Löffler (2003)	1984-2000	+1,08% (t=0) +3,90% (11 ημέρες)			
Hulburt, Miles και Woolridge (2002)	1981-1994	+2,10% (3 ημέρες)			
Klein, Rosenfeld και Beranek (1991)	1966-1983	+1,06% (2 ημέρες) +2,75% (5 ημέρες)			
Madura και Nixon (2002)	1988-1993	+1,35% (2 ημέρες)			
Michaely και Shaw (1995)	1981-1988	+1,20% (t=0)	+2,43% (t=0)		
Mulherin και Boone (2000)	1990-1999	+2,27% (3 ημέρες)			
Nanda (1981)		Θετική επίπτωση			
Powers (2001)	1981-1998	+2,19% (2 ημέρες)	+3,20% (2 ημέρες)		+2,45% (2 ημέρες)
Schipper και Smith (1986)	1963-1983	+1,83% (5 ημέρες)		-3,5% (5 ημέρες)	
Slovin, Sushka και Ferraro (1995)	1980-1991	+1,23% (2 ημέρες)	+1,32% (2 ημέρες)		+1,70% (2 ημέρες)
Wagner (2004)	1984-2002	+1,71% (3 ημέρες)			

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΔΕΙΓΜΑ**

### **5.1 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ**

Για τη διεκπεραίωση της συγκεκριμένης έρευνας είναι απαραίτητη η συλλογή δεδομένων σχετικά με τη μετοχική σύνθεση και την ημερομηνία εισαγωγής των θυγατρικών του εξεταζόμενου δείγματος στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα δεδομένα αυτά αντλήθηκαν από το «Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο 2003» (Annual Statistical Bulletin) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, από τα Ενημερωτικά Δελτία Εισαγωγής (prospectus) των θυγατρικών εταιρειών και από την ηλεκτρονική σελίδα του Χρηματιστηρίου.

Επίσης, για τον υπολογισμό της επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας έγινε η συλλογή των ημερήσιων τιμών των μητρικών εταιρειών και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το διάστημα που έγινε η συλλογή των τιμών αυτών ξεκινάει από 200 εργάσιμες ημέρες πριν από την ημερομηνία δημόσιας εγγραφής των αντίστοιχων θυγατρικών και λήγει 10 εργάσιμες ημέρες μετά τη δημόσια εγγραφή, δηλαδή το διάστημα είναι (-200,+10). Οι πηγές αυτών των δεδομένων είναι οι βάσεις Datastream και Effect Finance του Πανεπιστημίου Πειραιά.

Άλλες πηγές δεδομένων είναι ο ελληνικός ημερήσιος οικονομικός τύπος, η ηλεκτρονική σελίδα της εφημερίδας «Ναυτεμπορική» καθώς και οι ηλεκτρονικές σελίδες των μητρικών και των θυγατρικών εταιρειών του εξεταζόμενου δείγματος.

### **5.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Το αρχικό δείγμα που χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη συμπεριλαμβάνει τις θυγατρικές εταιρείες ήδη εισηγμένων μητρικών εταιρειών, οι οποίες εισήχθησαν στην Κύρια και στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών από τον Ιανουάριο του 1990 μέχρι το Μάιο του 2005. Η ημερομηνία γύρω από την οποία

εξετάζουμε την επίδραση στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας είναι η ημερομηνία εισαγωγής των θυγατρικών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Για να θεωρήσουμε μια εταιρεία θυγατρική και να τη συμπεριλάβουμε στο προς εξέταση δείγμα στηριχθήκαμε στο άρθρο 42ε του Κ.Ν. 2190/1920<sup>2</sup>, που ορίζει την έννοια της θυγατρικής επιχείρησης. Έτσι, καθορίστηκε το αρχικό μας δείγμα, το οποίο αποτελείται από 56 θυγατρικές εταιρείες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τη χρονική περίοδο που εξετάζουμε. Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού ο Πίνακας 2 παρουσιάζει το δείγμα των μητρικών εταιρειών και των θυγατρικών τους που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1990-2005.

Προκειμένου να ελέγξουμε ότι το δείγμα μας έχει προσδιοριστεί σωστά, επικοινωνήσαμε τηλεφωνικά με τις εταιρείες του εξεταζόμενου δείγματος. Όμως, τα στελέχη δεκατριών εταιρειών (Αστήρ Παλλάς, Byte Computer, Dionic, Forthnet, Frigoglass, Λαντέκ Επικοινωνίες, Paperpack Τσουκαρίδης, Πήγασος, Πλαστικά Θράκης, Space Hellas, Σίδμα, Σωληνουργία Κορίνθου και Φάνκο) δήλωσαν ότι οι εταιρείες αυτές δεν είναι θυγατρικές. Συνεπώς θα εξετάσουμε και ένα άλλο δείγμα, το οποίο προκύπτει αν από το αρχικό δείγμα αφαιρέσουμε τις δεκατρείς αμφισβητούμενες εταιρείες.

Επίσης, θα εξετάσουμε ξεχωριστά και τις ακόλουθες τρεις υποπεριπτώσεις, με σκοπό να βελτιώσουμε την εμπειρική μας έρευνα:

- 1) Θα εξετάσουμε την επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή των μετοχών των μητρικών εταιρειών, οι οποίες κατέχουν πάνω από το 50% του κεφαλαίου των θυγατρικών τους, όπως προκύπτει από το αρχικό δείγμα.
- 2) Θα εξετάσουμε την επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή των μετοχών των μητρικών εταιρειών, οι οποίες κατέχουν πάνω από το 50% του κεφαλαίου των θυγατρικών τους από το δείγμα που δεν περιλαμβάνει τις αμφισβητούμενες εταιρείες.
- 3) Θα εξετάσουμε την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μόνο της πρώτης θυγατρικής, της οποίας τουλάχιστον το 50% του κεφαλαίου ελέγχεται από τη

<sup>2</sup> Περιγράφεται αναλυτικά στο Κεφάλαιο 2: Θεσμικό πλαίσιο, υποκεφάλαιο 2.2 : Μετοχική σχέση μητρικής προς θυγατρική

μητρική, όπως προκύπτει από το δείγμα χωρίς τις αμφισβητούμενες εταιρείες. Ο λόγος για τον οποίο εξετάζουμε την τελευταία περίπτωση είναι γιατί στο εξεταζόμενο δείγμα υπάρχουν μητρικές εταιρείες, οι οποίες έχουν εισάγει πάνω από μια θυγατρική και συνεπώς θα επηρεάζουν περισσότερο το αποτέλεσμα της εμπειρικής έρευνας.

Όπως παρατηρούμε στο αρχικό μας δείγμα αλλά και στις άλλες υποπεριπτώσεις η εταιρεία Unifon έχει δύο μητρικές εταιρείες (Panafon, Infoquest) όπως και η εταιρεία Κορασιδής Telecom (Ράδιο Κορασιδής, Panafon).

Τέλος, πρέπει να αναφέρουμε σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις της εμπειρικής μας έρευνας δεν περιλαμβάνονται δύο εταιρείες, η Unifon και ο Μοχλός. Η εταιρεία Unifon εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στις 18/8/1999 και η μητρικής της η Infoquest στις 17/12/1998. Η εταιρεία Μοχλός εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στις 8/8/1994 και η μητρική της η Τεχνική Ολυμπιακή στις 6/4/1994. Παρατηρούμε ότι η ημερομηνία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών των θυγατρικών είναι χρονικά κοντά στην ημερομηνία εισαγωγής της μητρικής τους. Συνεπώς, δεν μπορούμε να υπολογίσουμε την μέση έκτακτη απόδοση και την τυπική απόκλιση των μέσων έκτακτων αποδόσεων.

### 5.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ-ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Από τον Ιανουάριο του 1990 έως το Μάιο του 2005, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, πραγματοποιήθηκαν συνολικά 56 εισαγωγές θυγατρικών εταιρειών από μητρικές εταιρείες που διαπραγματεύονταν ήδη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Όσον αφορά την κατανομή των εισαγωγών ανά έτος, παρατηρούμε ότι τα πρώτα χρόνια της μελέτης μας, ο αριθμός εισαγωγής των θυγατρικών εταιρειών παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η άνοδος αρχίζει το 1994 και με εξαίρεση την πτώση της διετίας 1997-1998, κορυφώνεται το 1999 και 2000, δύο έτη κατά τα οποία το ελληνικό χρηματιστήριο γνώρισε ιδιαίτερη άνθηση και ο γενικός δείκτης του παρουσίασε τη μεγαλύτερη άνοδο όλων των εποχών. Στα έτη που ακολουθούν, οι εισαγωγές θυγατρικών εταιρειών μειώνονται σημαντικά. Εύκολα, λοιπόν, συμπεραίνουμε ότι η πορεία εισαγωγής θυγατρικών εταιρειών στο Χρηματιστήριο

Αξιών Αθηνών είναι, ως ένα βαθμό, ανάλογη της πορείας του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου (βλέπε Πίνακα 3 στο τέλος του κεφαλαίου).

Στη συνέχεια, αξίζει να παρουσιάσουμε την εισαγωγή θυγατρικών εταιρειών κατά χρηματιστηριακό κλάδο. Οι εταιρείες που εισήχθησαν καλύπτουν όλους σχεδόν τους χρηματιστηριακούς κλάδους. Οι περισσότερες εισαγωγές θυγατρικών έγιναν στον κλάδο πληροφορικής (8) και στον κλάδο των βασικών μετάλλων (7). Ύστερα, ακολουθεί ο κλάδος των κατασκευών με 6 εισαγωγές και οι κλάδοι επενδύσεων και λιανικού εμπορίου που έχουν ο καθένας από 4 εισαγωγές. Από τις 56 συνολικά εισαγωγές οι 25 έγιναν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (βλέπε Πίνακα 4 στο τέλος του κεφαλαίου).

Συγκρίνοντας τον αριθμό των μητρικών (40 εταιρείες) με τον αριθμό των θυγατρικών (56 εταιρείες) που περιλαμβάνονται στο αρχικό δείγμα, παρατηρούμε ότι ο πρώτος είναι μικρότερος από το δεύτερο. Αυτό σημαίνει ότι κάποιες μητρικές εισήγαγαν περισσότερες από μία θυγατρικές. Συγκεκριμένα, έξι εταιρείες (Alpha Bank, Altec, Βιοχάλκο, Intracom, Panafon και Πουλιάδης και Συνεργάτες Α.Ε) εισήγαγαν περισσότερες από μία θυγατρικές, ενώ το υπόλοιπο 85% των μητρικών έχουν εισάγει μόνο μια θυγατρική. Ο μέγιστος αριθμός των μετοχών που εισήχθησαν από μια μητρική εταιρεία (Βιοχάλκο) είναι 8 (βλέπε Πίνακα 5 στο τέλος του κεφαλαίου).

Τέλος, όσον αφορά το ποσοστό συμμετοχής των μητρικών και των κυρίων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών τους πριν τη δημόσια εγγραφή, παρατηρούμε ότι κυμαίνεται από 20,60% έως 100%. Δέκα μητρικές εταιρείες κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο από 90%, εννέα μητρικές κατέχουν ποσοστό από 20% έως 30% και άλλες 9 μητρικές από 50% έως 60% (βλέπε Πίνακα 6 στο τέλος του κεφαλαίου). Οι μητρικές εταιρείες που ελέγχουν το πολύ το 50% του κεφαλαίου των θυγατρικών τους είναι 20 (βλέπε Πίνακα 6α στο τέλος του κεφαλαίου). Αντίστοιχα, στον Πίνακα 6β στο τέλος του κεφαλαίου, παρατηρούμε ότι 36 μητρικές εταιρείες κατέχουν την πλειοψηφία του κεφαλαίου των θυγατρικών τους (δηλαδή περίπου το 64% του δείγματος). Επίσης, ο αριθμός των μητρικών, που ελέγχουν τουλάχιστον το 80% του κεφαλαίου των θυγατρικών τους είναι 14. Με άλλα λόγια, το 25% των θυγατρικών εταιρειών του δείγματος έχουν μικρή διασπορά μετοχών, αφού η μητρική εταιρεία κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω η εταιρεία Unifon έχει δύο μητρικές εταιρείες (Panafon, Infoquest) όπως και η εταιρεία Κορασίδης Telecom (Ράδιο Κορασίδης, Panafon). Για να υπολογίσουμε το ποσοστό συμμετοχής των μητρικών και των κυρίων μετόχων στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών, θεωρήσαμε ως μητρική της Unifon την εταιρεία Panafon, η οποία έχει το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής (25,08%) και ως μητρική της εταιρείας Κορασίδης Telecom την εταιρεία Ράδιο Κορασίδης (με ποσοστό συμμετοχής 53,50%).

## **ΠΙΝΑΚΑΣ 2:**

**Δείγμα μητρικών εταιρειών και των θυγατρικών τους που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1990-2005.**

<b>A/A</b>	<b>ΜΗΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>
1	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ
2	ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ)	ΑΛΤΕ
3	ALPHA BANK	ALPHA FINANCE ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ SPACE HELLAS
4	ALTEC	MICROLAND SYSWARE UNISOFT
5	ΑΧΟΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (EUROMEDICA)	ΚΛΙΝΙΚΗ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ
6	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ΕΤΕΜ FITCO A.E ΣΙΔΕΝΟΡ ΣΙΔΜΑ ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΧΑΛΚΟΡ
7	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	DIONIC A.E
8	DESPEC HELLAS	ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ A.E
9	ΔΟΛ	PAPERPACK ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ
10	ΕΕΕ	FRIGOGLASS
11	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ
12	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	ΠΗΓΑΣΟΣ
13	ELMEC SPORT	ΦΑΝΚΟ
14	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ
15	ΕΤΜΑ	ΕΛΛΑΤΕΞ
16	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	ΝΕΣΤΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
17	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛΑΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ
18	INFOQUEST <sup>3</sup>	UNIFON

<sup>3</sup> Ημερομηνία εισαγωγής της INFOQUEST στο Χ.Α.Α. 17/12/1998

A/A	ΜΗΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
19	INTRACOM	INTRACOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ INTRALOT INTRAMET INTRASOFT
20	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
21	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ
22	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ
23	ΚΟΥΜΠΙΑΣ Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	EUROBROKERS ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ Α.Ε
24	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	FORTHNET
25	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ
26	ΝΗΡΕΥΣ	ΓΡ.ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕΒΕ
27	ΟΙΝΕΡΓΑ (ΙΝΤΕΡΣΑΤ)	ΕΡΓΑΣ
28	ΟΤΕ	COSMOTE
29	ΡΑΝΑΦΟΝ	ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ TELECOM (NEXTNET) UNIFON
30	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	ΑΤΕΜΚΕ
31	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε	DESPEC HELLAS PC SYSTEMS QUALITY&RELIABILITY
32	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ TELECOM (NEXTNET)
33	SANYO HELLAS	SEAFARM
34	SINGULAR	BYTE COMPUTER
35	SPORTSMAN	ΕΝΔΥΣΗ
36	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ <sup>4</sup>	ΜΟΧΛΟΣ
37	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΠΡΟΟΔΟΣ
38	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING
39	ΦΟΥΡΛΗΣ	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ
40	ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ HOLDINGS Α.Ε	SPRIDER Α.Ε

<sup>4</sup> Ημερομηνία εισαγωγής της εταιρείας «ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ στο Χ.Α.Α. 6/4/1994



**ΠΙΝΑΚΑΣ 3:**

**Κατανομή των εισαγωγών θυγατρικών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1990-2005.**

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ</b>
1990	1
1991	0
1992	0
1993	3
1994	8
1995	4
1996	6
1997	1
1998	3
1999	9
2000	11
2001	3
2002	2
2003	1
2004	3
2005	1
<b>Σύνολο</b>	<b>56</b>

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 4:**

**Αριθμός εισαγωγής θυγατρικών εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά χρηματιστηριακό κλάδο για την περίοδο 1990-2005.**

<b>Χρηματιστηριακός κλάδος</b>	<b>Αριθμός εισαγωγής θυγατρικών</b>
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	1
ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	7
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	1
ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ	1
ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	2
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	1
ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ&ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	1
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	4
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ	1
ΚΑΛΩΔΙΑ	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	6
ΚΛΩΣΤΟΪΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	2
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	4
ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ	1
ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	1
ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	1
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΑ ΚΑΤΑΛΥΜΑΤΑ	1
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	8
ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ	1
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	2
ΤΡΟΦΙΜΑ	1
ΥΓΕΙΑ	2
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	2
ΧΗΜΙΚΑ	1
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	1
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ	1
ΨΗΦΙΑΚΑ ΜΕΣΑ ΕΓΓΡΑΦΗΣ	1
<i>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</i>	<i>31</i>
<i>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ</i>	<i>25</i>
<b>Σύνολο</b>	<b>56</b>

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 5:**

**Αριθμός μητρικών εταιρειών που εισήγαγαν θυγατρικές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1990-2005.**

Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν μόνο μια θυγατρική	34
Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν πάνω από μια θυγατρική	6
Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν πάνω από δύο θυγατρικές	5
Εισηγμένες μητρικές που εισήγαγαν πάνω από τρεις θυγατρικές	3
Μέγιστος αριθμός εταιρειών που εισήχθησαν από μια μητρική	8
<b>Σύνολο μητρικών εταιρειών</b>	<b>40</b>

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 6:**

**Συμμετοχή των μητρικών και των κύριων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών πριν τη δημόσια εγγραφή.**

<b>ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ</b>		<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΙΚΩΝ</b>
>20%	≤30%	9
>30%	≤40%	3
>40%	≤50%	8
>50%	≤60%	9
>60%	≤70%	7
>70%	≤80%	6
>80%	≤90%	4
>90%	≤100%	10
<b>Σύνολο</b>		<b>56</b>

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 6α:**

Συμμετοχή των μητρικών και των κύριων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών πριν τη δημόσια εγγραφή.

ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ		ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΙΚΩΝ
>20%	≤30%	9
>20%	≤40%	12
>20%	≤50%	20
>20%	≤60%	29
>20%	≤70%	36
>20%	≤80%	42
>20%	≤90%	46
>20%	≤100%	56
<b>Σύνολο</b>		

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 6β:**

Συμμετοχή των μητρικών και των κύριων μετόχων τους στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών πριν τη δημόσια εγγραφή.

ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ		ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΙΚΩΝ
>20%	≤100%	56
>30%	≤100%	45
>40%	≤100%	42
>50%	≤100%	36
>60%	≤100%	27
>70%	≤100%	20
>80%	≤100%	14
>90%	≤100%	10
<b>Σύνολο</b>		

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

### 6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην παρούσα διπλωματική θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» (event study methodology), των Brown και Warner (1980 και 1985), για τον έλεγχο των ακόλουθων υποθέσεων:

**H<sub>0</sub>:** Η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος να είναι μηδέν (βασική υπόθεση).

**H<sub>1</sub>:** Η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος να είναι διάφορη του μηδενός (εναλλακτική υπόθεση).

Επίσης, με τη μέθοδο αυτή υπολογίζονται οι επιδράσεις στις τιμές των μετοχών των μητρικών εταιρειών από την εισαγωγή των θυγατρικών τους στο Χρηματιστήριο, δηλαδή εξετάζεται η μεταβολή της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας γύρω από την ημερομηνία της δημόσιας εγγραφής της θυγατρικής.

Για την ανάλυση των επιδράσεων στις τιμές των μετοχών των μητρικών εταιρειών απαιτείται κάποιο μέτρο σύγκρισης με το οποίο θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις. Ένα τέτοιο μέτρο σύγκρισης είναι η αναμενόμενη ή φυσιολογική απόδοση, δηλαδή η απόδοση που θα αναμενόταν αν δε γινόταν απόσχιση με δημόσια εγγραφή και υπολογίζεται με τη μέθοδο του υποδείγματος της αγοράς, όπως περιγράφεται αναλυτικά παρακάτω.

Στη συνέχεια εξηγείται πώς υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns) και αναφέρονται οι κατάλληλες στατιστικές μέθοδοι για να ελεγχθούν πόσο στατιστικά σημαντικές είναι οι έκτακτες αποδόσεις. Επίσης, αναφέρεται η μεθοδολογία των Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων (cross-sectional regressions), η οποία χρησιμοποιείται για να διερευνηθεί η τυχόν επίδραση συγκεκριμένων παραγόντων στις αποδόσεις των μετοχών.

## 6.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Η μεταβολή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας την ημέρα που εισάγεται η θυγατρική στο Χρηματιστήριο δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε αυτό το γεγονός γιατί οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από πολλές άλλες πληροφορίες που μπορεί να περιέχονται ή όχι σε αυτήν. Για τη μέτρηση μόνο της επίδρασης της εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο πρέπει πρώτα να εξουδετερωθούν οι μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές από γεγονότα που δεν περιέχονται στη συγκεκριμένη ανακοίνωση.

Έστω  $R_{it}$  η πραγματική απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$  και  $E(R_{it})$  η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$ , δηλαδή η απόδοση που θα είχε η μετοχή αν δε γινόταν απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Αν, λοιπόν, από την πραγματοποιηθείσα απόδοση αφαιρέσουμε την αναμενόμενη τότε προκύπτει η *έκτακτη απόδοση* (abnormal return), η οποία δείχνει την επιπλέον απόδοση που οφείλεται στην ανακοίνωση της δημόσιας εγγραφής. Η έκτακτη απόδοση ( $e_{it}$ ) υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

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

### 6.2.1 Υπόδειγμα της Αγοράς

Για να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση  $E(R_{it})$  θα χρησιμοποιήσουμε το *υπόδειγμα της Αγοράς (market model)*. Το υπόδειγμα της Αγοράς που αναπτύχθηκε από τον William Sharpe το 1968 περιγράφει μια γραμμική σχέση ανάμεσα στην απόδοση μεμονωμένων χρεογράφων (ή χαρτοφυλακίων) και την απόδοση της συνολικής αγοράς. Βασίζεται στην υπόθεση ότι η απόδοση ενός χρεογράφου ή ενός χαρτοφυλακίου έχει την τάση να κυμαίνεται όμοια με την απόδοση του Γενικού Δείκτη της αγοράς.

Το υπόδειγμα της αγοράς μπορεί να εκφραστεί μαθηματικά από την παρακάτω εξίσωση:

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

όπου:  $i = 1, \dots, N$

$t = 1, \dots, M$

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

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

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

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

$e_{it}$  = το υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  (residual).

Η εκτίμηση του υποδείγματος της Αγοράς γίνεται συχνά με την μέθοδο των ελαχίστων τετράγωνων, η χρησιμοποίηση της οποίας προϋποθέτει την υιοθέτηση αρκετά περιοριστικών υποθέσεων, οι οποίες πρέπει να ελέγχονται εμπειρικά. Έτσι διατυπώνονται οι ακόλουθες υποθέσεις:

- (1)  $E(e_{it}) = 0$ , δηλαδή η αναμενόμενη τιμή του υπολογιστικού σφάλματος ισούται με το μηδέν.
- (2)  $\text{Cov}(e_{it}, e_{it+k}) = 0$ , για κάθε  $k$  διαφορετικό από μηδέν, όπου  $e_{it}$ ,  $e_{it+k}$  δυο διαφορετικές τιμές του κατάλοιπου. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των διάφορων τιμών του  $e_{it}$ . Η υπόθεση αυτή είναι αναγκαία για την εκτίμηση των διάφορων παραμέτρων του υποδείγματος.
- (3)  $\text{Cov}(e_{it}, R_{mt}) = 0$ . Η τυχαία μεταβλητή, η οποία εκφράζει την επίδραση των τυχαίων, μη συστηματικών παραγόντων, είναι ανεξάρτητη από τις μεταβολές του συστηματικού παράγοντα  $R_{mt}$ .
- (4)  $\text{Var}(e_{it}) = \sigma^2 t$ . Η υπόθεση αυτή είναι η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας. Σύμφωνα με αυτήν, η διακύμανση των κατάλοιπων είναι σταθερή για όλη την περίοδο του δείγματος.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς  $R_{mt}$  είναι δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ θα χρησιμοποιήσουμε τον «Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών». Ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής  $i$  (beta) είναι μέτρο της ευαισθησίας της μετοχής αυτής στις μεταβολές της αγοράς. Ορίζεται

σαν το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής  $i$  με αυτή της αγοράς προς τη διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ  $R_{it}$  και  $R_{mt}$  (με 150 ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν την εισαγωγή της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο, δηλαδή από  $t = -200$  έως  $t = -51$ , αν  $t = 0$  είναι η ημερομηνία δημόσιας εγγραφής) υπολογίζονται οι συντελεστές  $\hat{\alpha}_i$ ,  $\hat{\beta}_i$  για κάθε μετοχή του εξεταζόμενου δείγματος.

Αν από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις αφαιρέσουμε τις αναμενόμενες αποδόσεις τότε εκτιμούμε (προσδιορίζουμε) τις έκτακτες αποδόσεις  $AR_t$  ή  $\hat{\epsilon}_t$ , δηλαδή

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

Για να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών που προκαλούνται από γεγονότα άλλα εκτός της ανακοίνωσης της δημόσιας εγγραφής, χρησιμοποιούμε το διαστρωματικό μέσο όρο των έκτακτων αποδόσεων. Για κάθε μία από τις 61 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος υπολογίζεται η μέση ημερήσια έκτακτη απόδοση ( $\overline{AR}_t$  ή  $\overline{AAR}_t$ ) του δείγματος κατά την ημέρα  $t$  ως ακολούθως:

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

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

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

Ο διαστρωματικός μέσος όρος εξουδετερώνει τις μεταβολές που αναφέρονται στην επιχείρηση που όμως δε σχετίζονται με το γεγονός που ερευνάται διότι δε 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* CAAR (Cumulative Average Abnormal Returns) για τις ημέρες  $t_1$  έως  $t_2$  στην περίοδο των γεγονότων, σύμφωνα με τον τύπο:

$$\text{CAAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{\text{AR}}_t$$

Ειδικότερα, ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δυο ημερών είναι αναγκαίος, εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών για τη μετοχή  $i$  είναι:

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

Επιπλέον, θα υπολογίσουμε την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για περίοδο έξι, έντεκα, πέντε και έντεκα ημερών, δηλαδή τα CAAR(-5,0), CAAR(-10,0), CAAR(-2,+2) και CAAR(-5,+5) αντίστοιχα. Όπως διαφαίνεται, μας ενδιαφέρει περισσότερο η εξέταση γύρω από την ημερομηνία γεγονότος σε κοντινή απόσταση πριν και μετά από αυτή, γιατί στο διάστημα αυτό περιμένουμε την όποια αντίδραση της αγοράς..

### 6.3 ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Ύστερα από τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητά τους. Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις ( $\overline{\text{AR}}_t$  ή  $\text{AAR}_t$ ) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις [CAAR( $t_1, t_2$ )] είναι ίσες με το μηδέν πραγματοποιείται, αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών  $t$  ( $t$ -statistics):

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

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

όπου:

$S(\overline{\text{AR}}_t)$  : 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 δημόσιας εγγραφής  $t=0$  και

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

Τις τιμές των παραπάνω στατιστικών συντελεστών, τις συγκρίνουμε με τις κριτικές τιμές της κατανομής  $t$  του Student και αν είναι μεγαλύτερες τότε είναι στατιστικά σημαντικές.

#### 6.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ (CROSS-SECTIONAL REGRESSIONS)

Πολλοί ξένοι μελετητές, όπως για παράδειγμα οι Allen και Mc Connell (1998), ο Vihj (1999), οι Slovin και Sushka (1997), οι Elsas και Löffler (2003), Wagner (2004) χρησιμοποίησαν τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης για να εξετάσουν αν η αντίδραση της μετοχής της μητρικής εταιρείας στην απόσχιση με δημόσια εγγραφή, μπορεί να ερμηνευτεί από ανεξάρτητες μεταβλητές.

Για να κάνουμε, λοιπόν, μια πληρέστερη ανάλυση της επίδρασης της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας και για να διερευνήσουμε την τυχόν επίδραση συγκεκριμένων παραγόντων στις αποδόσεις των μετοχών θα χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης. Με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares Estimation Method) θα εκτιμήσουμε τις παραμέτρους της παρακάτω πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης:

$$\text{CAR}_i(-1,0) = b_0 + b_1\text{OWNER} + b_2\text{FUND} + b_3\text{FOUNDPAR} + b_4\text{YEARSUB} + b_5\text{NUMSUB} + b_6\text{INDREL} + b_7\text{FIRM}$$

Η εξαρτημένη μεταβλητή της παλινδρόμησης είναι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για περίοδο δύο ημερών [ $\text{CAR}_i(-1,0)$ ] για κάθε μητρική  $i$  που συμμετέχει στο δείγμα και την υπολογίζουμε αθροίζοντας τις ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις για κάθε μία μητρική εταιρεία. Πρέπει να αναφέρουμε ότι, επειδή οι εταιρείες Unifon και Κορασίδης Telecom έχουν δύο μητρικές, θεωρήσαμε ως μητρική της Unifon την εταιρεία Panafon και ως μητρική της Κορασίδης Telecom την εταιρεία Ράδιο Κορασίδης, γιατί αυτές έχουν τη μεγαλύτερη συμμετοχή στο κεφάλαιο της κάθε θυγατρικής.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι οι εξής:

- § **OWNER**, η οποία δείχνει το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής εταιρείας πριν από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Αναμένεται ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής στη θυγατρική, τόσο πιο αποδοτική θα είναι η χρήση των κεφαλαίων που εισρέουν και συνεπώς η αντίδραση της μετοχής της μητρικής θα είναι πιο θετική.
- § **FUND**, η οποία δείχνει το ποσό που αντλήθηκε κατά τη δημόσια εγγραφή σε χιλιάδες ευρώ. Η υπόθεση αυτή προβλέπει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ποσό της δημόσιας εγγραφής τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αύξηση της τιμής της μητρικής εταιρείας.
- § **FOUNDPAR**, η οποία αποτελεί ένα μέτρο της παλαιότητας της μητρικής και δηλώνει το έτος ίδρυσης της μητρικής εταιρείας. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιήθηκε στην πολυμεταβλητή ανάλυση από τον Γερμανό Wagner (2004) και αναμένεται ότι όσο πιο παλιά έχει ιδρυθεί η μητρική τόσο πιο θετική θα είναι επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της.
- § **YEARSUB**, η οποία δείχνει πόσα χρόνια μετά από την ίδρυση της μητρικής εταιρείας εισάγεται η θυγατρική στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η υπόθεση αυτή προβλέπει ότι όσο πιο πολλά χρόνια μετά από την ίδρυση της μητρικής

πραγματοποιηθεί η εισαγωγή της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο τόσο πιο θετική θα είναι επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής.

- § **NUMSUB**, η οποία δείχνει τον αριθμό των θυγατρικών εταιρειών που έχει εισάγει η κάθε μητρική στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται για να προσδιορίσουμε την πιθανή επίδραση που μπορεί να έχει στις έκτακτες αποδόσεις ο αριθμός των αποσχίσεων με δημόσια εγγραφή που έχουν πραγματοποιηθεί από κάθε μητρική εταιρεία.
- § **INDREL**, η οποία είναι ψευδομεταβλητή (dummy variable) και δείχνει αν η μητρική και η θυγατρική εταιρεία ανήκουν στον ίδιο κλάδο ή όχι. Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή «1» αν η μητρική και η θυγατρική ανήκουν στον ίδιο κλάδο και την τιμή «0» αν δεν ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται στην πολυμεταβλητή ανάλυση που έγινε από τους Αμερικανούς Allen και Mc Connell (1998) και από τους Γερμανούς Elsas και Löffler (2003). Αναμένεται ότι αν οι εταιρείες ανήκουν σε διαφορετικό κλάδο τότε θα είναι πιο θετική η επιρροή της απόσχισης με δημόσια εγγραφή, γιατί αντιμετωπίζονται οι αρνητικές συνέργιες και αυξάνεται η εστίαση (focus) της μητρικής εταιρείας.
- § **FIRM**, η οποία είναι ψευδομεταβλητή (dummy variable) και δείχνει αν το ποσοστό κεφαλαίου της μητρικής στη θυγατρική το κατέχει η ίδια εταιρεία ή κάποιος τρίτος που ενεργεί για λογαριασμό της μητρικής (φυσικό πρόσωπο). Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή «1» αν το ποσοστό στη θυγατρική το κατέχει άμεσα η μητρική και την τιμή «0» αν το ποσοστό στη θυγατρική το κατέχει έμμεσα η μητρική εταιρεία. Αναμένεται ότι αν το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής εταιρείας ανήκει σε φυσικά πρόσωπα τότε η αντίδραση της μετοχής της μητρικής θα είναι αρνητική.

Τέλος, πρέπει να αναφέρουμε ότι κατά την εκτίμηση ενός γραμμικού υποδείγματος με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων είναι δυνατόν να αντιμετωπίσουμε προβλήματα, τα οποία σχετίζονται με την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εκτίμησή του. Τα προβλήματα αυτά εμφανίζονται όταν παραβιάζεται μια τουλάχιστον από τις αρχικές υποθέσεις της κλασικής γραμμικής

παλινδρόμησης. Είναι απαραίτητο, λοιπόν, να ελέγξουμε μήπως υπάρχουν προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας (multicollinearity), ετεροσκεδαστικότητας (heteroscedasticity) και αυτοσυσχέτισης (autocorrelation).

**Πολυσυγγραμμικότητα** έχουμε όταν οι μεταβλητές που συμμετέχουν στην παλινδρόμηση έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης, ο οποίος εμποδίζει την ανάλυση της επίδρασης της κάθε μεταβλητής ξεχωριστά. Εάν, για παράδειγμα, μια ανεξάρτητη μεταβλητή σχετίζεται γραμμικά με κάποια άλλη, τότε η χρησιμοποίηση και των δύο αυτών μεταβλητών δε βελτιώνει την ερμηνευτική ικανότητα της παλινδρόμησης αλλά δημιουργία προβλήματα που αφορούν την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Για να αντιμετωπισθεί η πολυσυγγραμμικότητα, θα πρέπει μια από τις δύο μεταβλητές να μη συμπεριληφθεί στην εκτίμηση του γραμμικού υποδείγματος και αυτό διότι, αν γνωρίζουμε τον τρόπο συμπεριφοράς της μίας εκ των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών, γνωρίζουμε έμμεσα και τον τρόπο συμπεριφοράς της άλλης.

Ένα άλλο σοβαρό πρόβλημα που μπορεί να παρουσιαστεί στην ανάλυση της παλινδρόμησης είναι η **ετεροσκεδαστικότητα**. Το πρόβλημα αυτό εμφανίζεται όταν κατά την εκτίμηση ενός γραμμικού υποδείγματος παραβιάζεται η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας, δηλαδή της σταθερής και ίσης διακύμανσης των τιμών του τυχαίου σφάλματος των καταλοίπων. Αν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα οι τιμές της ανεξάρτητης ή των ανεξάρτητων μεταβλητών φαίνεται να επηρεάζουν όχι μόνο την κατά μέσο όρο συμπεριφορά των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής, αλλά και τη διακύμανση των τιμών της και κατά συνέπεια δεν επιτυγχάνεται η απομόνωση του συστηματικού από το τυχαίο μέρος της παλινδρόμησης.

Η παραβίαση της υπόθεσης της ανεξαρτησίας των τιμών του τυχαίου σφάλματος της γραμμικής παλινδρόμησης οδηγεί στην εμφάνιση του προβλήματος της **αυτοσυσχέτισης**. Το οικονομετρικό αυτό πρόβλημα καταδεικνύει την ύπαρξη κάποιου βαθμού συσχέτισης μεταξύ των τιμών του τυχαίου σφάλματος, με αποτέλεσμα να αμφισβητείται η αξιοπιστία των ελέγχων που αφορούν τη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών της παλινδρόμησης. Για αυτό το λόγο πρέπει να ελέγχεται η τυχόν ύπαρξη του προβλήματος αυτού, επειδή είναι δυνατόν ανεξάρτητες μεταβλητές που επηρεάζουν σημαντικά τις τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής να προκύπτουν ως στατιστικά μη σημαντικές λόγω της ύπαρξης αυτοσυσχέτισης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται και αναλύονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» και της μεθόδου των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, τις οποίες περιγράψαμε αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο.

### 7.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ «ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ»

Στον Πίνακα 7, στο τέλος του κεφαλαίου, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την επεξεργασία όλου του αρχικού δείγματος των θυγατρικών εταιρειών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (μέγεθος δείγματος,  $N = 56$ ). Συγκεκριμένα παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR), οι στατιστικοί συντελεστές των μέσων έκτακτων αποδόσεων [ $t(\text{AAR})$ ] καθώς και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAAR) για περιόδους δύο, έξι, έντεκα, πέντε και έντεκα ημερών και οι στατιστικοί συντελεστές τους (t-statistic). Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) είναι εκείνες που αναφέρονται στην περίοδο δέκα ημερών πριν και δέκα ημερών μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 11, η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ( $t = 0$ ) είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις που είναι στατιστικά σημαντικές είναι αυτές που εμφανίζονται τις ημέρες -9, -7 και +5, οι οποίες είναι αρνητικές (-0,6465%, -0,6205% και -0,7367% αντίστοιχα). Επίσης, παρατηρούμε ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο (-10,0) είναι -3,1023% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο (-5,+5) είναι -3,0889% και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Με άλλα λόγια, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας επηρεάζεται αρνητικά από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή.

Ο Πίνακας 8, στο τέλος κεφαλαίου, παρουσιάζει τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την επεξεργασία του δείγματος των θυγατρικών εταιρειών, το οποίο δεν περιλαμβάνει τις δεκατρείς αμφισβητούμενες θυγατρικές (N = 43). Τα ευρήματα είναι ανάλογα με αυτά του αρχικού δείγματος και δείχνουν ότι η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας επηρεάζεται αρνητικά από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (t = 0) είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις που είναι στατιστικά σημαντικές είναι αυτές που εμφανίζονται τις ημέρες -9 και +5, οι οποίες είναι αρνητικές (-0,7207% και -0,7098% αντίστοιχα). Επίσης, παρατηρούμε ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο (-10,0) είναι **-3,3411%** και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο (-5,+5) είναι **-3,3376%** και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

Στον Πίνακα 9, στο τέλος του κεφαλαίου, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την επεξεργασία όλου του δείγματος των θυγατρικών εταιρειών που εισήχθησαν στο ελληνικό χρηματιστήριο και που η πλειοψηφία του κεφαλαίου κατέχεται από τη μητρική εταιρεία (N = 36). Σε αυτήν την περίπτωση η μέση έκτακτη απόδοση (AAR) κατά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (t = 0) είναι **-0,9286%** και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 [t(AAR) = -2,26855]. Όσον αφορά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις παρατηρούμε ότι το CAAR(-5,0) είναι **-2,0800%** και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05, το CAAR(-10,0) είναι **-4,4543%** και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01 και το CAAR(-2,+2) είναι **-2,1370%** και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05.

Άλλη μια περίπτωση που εξετάζουμε είναι η επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή των μετοχών των μητρικών εταιρειών, οι οποίες κατέχουν πάνω από το 50% του κεφαλαίου των θυγατρικών τους από το δείγμα που δεν περιλαμβάνει τις αμφισβητούμενες θυγατρικές (N = 30). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 10 στο τέλος του κεφαλαίου. Όπως παρατηρούμε, η μέση έκτακτη απόδοση (AAR) κατά την ημερομηνία εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (t = 0) είναι **-1,1115%** και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 [t(AAR) = -2,47012]. Επίσης, μια και δύο ημέρες μετά από την εισαγωγή της

θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ( $t = 1$  και  $t = 2$ ) η μέση έκτακτη απόδοση είναι και  $-0,8184\%$  και  $-1,0161\%$  στατιστικά σημαντική σε επίπεδο  $0,1$  και  $0,05$  αντίστοιχα. Όσον αφορά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις παρατηρούμε ότι για τις περιόδους  $(-5,0)$ ,  $(-10,0)$ ,  $(-2,+2)$  και  $(-5,+5)$  είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές Συγκεκριμένα, το  $CAAR(-5,0)$  είναι  $-1,9574\%$ , το  $CAAR(-10,0)$  είναι  $-4,8979\%$ , το  $CAAR(-2,+2)$  είναι  $-2,3037\%$  και το  $CAAR(-5,+5)$  είναι  $-5,3334\%$ . Τα παραπάνω αποτελέσματα συμφωνούν με τα προηγούμενα και δείχνουν ότι η τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας επηρεάζεται αρνητικά από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή.

Μία τελευταία περίπτωση που εξετάζουμε είναι η επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας η εισαγωγή στο ελληνικό χρηματιστήριο μόνο της πρώτης θυγατρικής, της οποίας τουλάχιστον το  $50\%$  του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική, όπως προκύπτει από το δείγμα χωρίς τις αμφισβητούμενες θυγατρικές εταιρείες ( $N = 22$ ). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 11 στο τέλος του κεφαλαίου. Η μέση έκτακτη απόδοση (AAR) την ημερομηνία εισαγωγής της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ( $t = 0$ ) είναι  $-0,9620\%$  και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας  $0,1$  [ $t(AAR) = -1,91204$ ]. Επίσης, μια και δύο ημέρες μετά από την εισαγωγή των μετοχών της θυγατρικής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ( $t = 1$  και  $t = 2$ ) η μέση έκτακτη απόδοση είναι  $-0,8810\%$  και  $-1,3336\%$  και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο  $0,1$  και  $0,05$  αντίστοιχα. Όσον αφορά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις παρατηρούμε ότι για τις περιόδους  $(-5,0)$ ,  $(-10,0)$ ,  $(-2,+2)$  και  $(-5,+5)$  είναι  $-2,9093\%$ ,  $-5,6624\%$ ,  $-2,8931\%$  και  $-7,2245\%$  αντίστοιχα και είναι στατιστικά σημαντικές.

Συνοψίζοντας, τα στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα του αρχικού δείγματος αλλά και των τεσσάρων επιμέρους δειγμάτων είναι τα ακόλουθα:

	AAR (t= 0)	CAAR(-5,0)	CAAR(-10,0)	CAAR(-2,+2)	CAAR(-5,+5)
N = 56	-	-	-3,1023%	-	-3,0889%
N = 43	-	-	-3,3411%	-	-3,3376%
N = 36	-0,9286%	-2,0800%	-4,4543%	-2,1370%	-
N = 30	-1,1115%	-1,9574%	-4,8979%	-2,3037%	-5,3334%
N = 22	-0,9620%	-2,9093%	-5,6624%	-2,8931%	-7,2245%



Όπως παρατηρούμε στο δείγμα που περιλαμβάνει τις θυγατρικές εταιρείες, των οποίων οι μητρικές κατέχουν ποσοστό κεφαλαίου μεγαλύτερο από 20% (με ή χωρίς τις αμφισβητούμενες θυγατρικές) οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά ασήμαντες. Όμως, στο δείγμα που περιλαμβάνει τις θυγατρικές εταιρείες, των οποίων οι μητρικές κατέχουν ποσοστό κεφαλαίου μεγαλύτερο από 50% (με ή χωρίς τις αμφισβητούμενες θυγατρικές) οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι αρνητικές. Τα παραπάνω αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με τα εκείνα των διεθνών ερευνών, τα οποία δείχνουν ότι είναι θετική η επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας.

Μια πιθανή εξήγηση του αποτελέσματος που προέκυψε από την έρευνά μας είναι ότι αρκετές από τις θυγατρικές εταιρείες που εισήχθησαν στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν ανήκουν άμεσα στη μητρική αλλά σε φυσικά πρόσωπα που έχουν σχέση με τη μητρική. Για αυτό το σκοπό επαναλάβαμε την Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων χωρίζοντας το δείγμα των 36 θυγατρικών εταιρειών σε δύο επιμέρους δείγματα: τις θυγατρικές που το ποσοστό των μετοχών τους ανήκει στη μητρική εταιρεία και αυτές που το ποσοστό των μετοχών τους ανήκει σε φυσικά πρόσωπα.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής δείχνουν ότι στην πρώτη περίπτωση, όπου οι θυγατρικές εταιρείες ανήκουν άμεσα στη μητρική εταιρεία, η επίδραση είναι στατιστικά ασήμαντη, ενώ στη δεύτερη περίπτωση η επίδραση είναι αρνητική (**AAR = -1,7998%**) και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1 (βλέπε Πίνακα 12 και Πίνακα 13 στο τέλος του κεφαλαίου). Επίσης, για τα επιμέρους δείγματα υπολογίσαμε την μέση απόδοση των θυγατρικών την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και ήταν θετική και στις δύο περιπτώσεις. Συγκεκριμένα, στην πρώτη περίπτωση, όπου οι θυγατρικές εταιρείες ανήκουν άμεσα στη μητρική εταιρεία, η μέση απόδοση είναι +2% ενώ στην δεύτερη περίπτωση η μέση απόδοση είναι +29%. Αυτό αποδεικνύει ότι προκύπτουν κεφαλαιακά κέρδη από την εισαγωγή των θυγατρικών εταιρειών στο ελληνικό χρηματιστήριο, τα οποία δεν εισρέουν στην ίδια τη μητρική εταιρεία αλλά σε φυσικά πρόσωπα, για αυτό η επίδραση είναι ενδεχομένως αρνητική.

## 7.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΤΩΝ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Στο υποκεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε τον έλεγχο που έγινε για να διαπιστωθεί η πιθανή ύπαρξη προβλημάτων πολυσυγγραμμικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης καθώς και την εκτίμηση των παραμέτρων της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης. Ο έλεγχος και η εκτίμηση των παραμέτρων έγιναν με τη βοήθεια του στατιστικού προγράμματος Eviews.

### 7.2.1 Έλεγχος για πιθανή ύπαρξη προβλημάτων πολυσυγγραμμικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης

Στον Πίνακα 14 στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζεται το αποτέλεσμα του ελέγχου που έγινε για να διαπιστωθεί αν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Παρατηρούμε ότι η μεταβλητή που δηλώνει το έτος ίδρυσης της μητρικής εταιρείας (FOUNDPAR) και η μεταβλητή που δείχνει πόσα χρόνια μετά από την ίδρυση της μητρικής εταιρείας εισάγεται η θυγατρική στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (YEARSUB) έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης (-0.996114). Για να αντιμετωπίσουμε το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας θα εκτιμήσουμε το γραμμικό μας υπόδειγμα μια φορά χωρίς την μεταβλητή FOUNDPAR και άλλη μια φορά αφαιρώντας τη μεταβλητή YEARSUB.

Για να εντοπίσουμε την πιθανή ύπαρξη προβλημάτων ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης κάνουμε διάφορα τεστ με τη βοήθεια του στατιστικού προγράμματος Eviews (για παράδειγμα, το ARCH LM-test για έλεγχο ετεροσκεδαστικότητας). Τα αποτελέσματα του ελέγχου ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης παρουσιάζονται αντίστοιχα στους Πίνακες 15 και 16 στο τέλος του κεφαλαίου αυτού. Όπως παρατηρείται, το μοντέλο της παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε δεν εμφανίζει κανένα από τα παραπάνω προβλήματα.

## **7.2.2 Εκτίμηση των παραμέτρων της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης**

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης με διαστρωματικές παλινδρομήσεις που έγιναν σε όλο το αρχικό δείγμα ( $N = 56$ ) παρουσιάζονται στους Πίνακες 17 και 18 στο τέλος του κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, στον Πίνακα 17 παρουσιάζουμε το αποτέλεσμα της εκτίμησης της πολλαπλής παλινδρόμησης χωρίς τη μεταβλητή FOUNDPAR. Όπως παρατηρούμε η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που είναι στατιστικά σημαντική (επειδή έχει  $p\text{-value} < 0,05$ ) είναι η ψευδομεταβλητή FIRM. Επίσης, τα αποτελέσματα της εκτίμησης της πολλαπλής παλινδρόμησης χωρίς τη μεταβλητή YEARSUB δείχνουν ότι η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που είναι στατιστικά σημαντική είναι η ψευδομεταβλητή FIRM (βλέπε Πίνακα 18 στο τέλος του κεφαλαίου).

Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι η μεταβλητή FIRM ερμηνεύει σε στατιστικά σημαντικό βαθμό τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών. Η μεταβλητή αυτή δείχνει αν το ποσοστό της μητρικής στη θυγατρική το κατέχει η ίδια η μητρική εταιρεία ή κάποιο φυσικό πρόσωπο. Ο συντελεστής (coefficient) της μεταβλητής έχει θετικό πρόσημο. Αυτό σημαίνει ότι αν το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής στο κεφάλαιο της θυγατρικής ανήκει στην ίδια τη μητρική τότε η επίδραση της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μητρικής θα είναι θετική, ενώ αν ανήκει σε φυσικό πρόσωπο η επίδραση θα είναι αρνητική.

Επιπλέον, εκτελούμε την πολλαπλή παλινδρόμηση για το δείγμα των θυγατρικών εταιρειών που η πλειοψηφία του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία ( $N = 36$ ). Ο Πίνακας 19 στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εκτίμησης αν αφαιρέσουμε τη μεταβλητή FOUNDPAR και ο Πίνακας 20 παρουσιάζει τα αποτελέσματα αν αφαιρέσουμε τη μεταβλητή YEARSUB. Όπως προκύπτει από τους δύο αυτούς πίνακες η εξίσωση παλινδρόμησης δεν έχει ερμηνευτική δύναμη, αφού καμία ανεξάρτητη μεταβλητή δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Οι Slovin και Sushka (1997) χρησιμοποίησαν τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης για να εξετάσουν αν η αντίδραση της μετοχής της μητρικής μπορεί να

ερμηνευτεί από ανεξάρτητες μεταβλητές αλλά και εδώ τα αποτελέσματα ήταν στατιστικά ασήμαντα, γεγονός που τους οδήγησε στο συμπέρασμα ότι τα χαρακτηριστικά της προσφοράς μετοχών δεν παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής της μητρικής εταιρείας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

### ΠΙΝΑΚΑΣ 7:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α.

Περίοδος: 1990-2005  
N = 56

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	56	18/38	-0,3429%	-0,99649
-9	56	19/37	-0,6465%	-1,87878*
-8	56	19/37	-0,4708%	-1,36832
-7	56	19/37	-0,6205%	-1,80330*
-6	56	26/30	0,0138%	0,04023
-5	56	28/28	-0,1716%	-0,49881
-4	56	29/27	-0,2236%	-0,64979
-3	56	22/34	-0,4174%	-1,21311
-2	56	27/29	0,0938%	0,27255
-1	56	27/29	0,0827%	0,24047
0	56	23/33	-0,3993%	-1,16035
1	56	23/33	-0,5282%	-1,53515
2	56	24/32	-0,2017%	-0,58618
3	56	25/31	-0,0978%	-0,28429
4	56	23/33	-0,4890%	-1,42123
5	56	16/40	-0,7367%	-2,14092**
6	56	26/30	-0,0817%	-0,23742
7	56	28/28	-0,0899%	-0,26124
8	56	30/26	0,1688%	0,49060
9	56	25/31	-0,2549%	-0,74090
10	56	32/24	0,2517%	0,73133

### Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAAR		t-statistic
CAAR(-1,0)	-0,3165%	-0,65045
CAAR(-5,0)	-1,0354%	-1,22843
CAAR(-10,0)	-3,1023%	-2,71834***
CAAR(-2,+2)	-0,9527%	-1,23818
CAAR(-5,+5)	-3,0889%	-0,83478***

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01

### ΠΙΝΑΚΑΣ 8:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α. χωρίς τις 13 αμφισβητούμενες θυγατρικές.

Περίοδος: 1990-2005  
N = 43

t	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	43	14/29	-0,3595%	-0,86892
-9	43	15/28	-0,7207%	-1,74167*
-8	43	16/27	-0,3765%	-0,91000
-7	43	13/30	-0,5832%	-1,40934
-6	43	19/24	-0,1945%	-0,47006
-5	43	20/23	-0,4211%	-1,01776
-4	43	21/22	0,0673%	0,16257
-3	43	15/28	-0,5075%	-1,22652
-2	43	22/21	-0,0212%	-0,05114
-1	43	23/20	0,3468%	0,83814
0	43	17/26	-0,5709%	-1,37981
1	43	19/24	-0,4884%	-1,18020
2	43	16/27	-0,6084%	-1,47025
3	43	21/22	0,0993%	0,23996
4	43	17/26	-0,5237%	-1,26558
5	43	11/32	-0,7098%	-1,71544*
6	43	19/24	-0,1665%	-0,40231
7	43	19/24	-0,2426%	-0,58619
8	43	21/22	0,0115%	0,02785
9	43	17/26	-0,4514%	-1,09085
10	43	27/16	0,3641%	0,87987

### Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAAR		t-statistic
CAAR(-1,0)	-0,2241%	-0,38302
CAAR(-5,0)	-1,1067%	-1,09187
CAAR(-10,0)	-3,3411%	-2,43456**
CAAR(-2,+2)	-1,3420%	-1,45043
CAAR(-5,+5)	-3,3376%	-2,43200**

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01

### ΠΙΝΑΚΑΣ 9:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α., των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία.

Περίοδος: 1990-2005

N = 36

t	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	36	12/24	-0,0257%	-0,06269
-9	36	14/22	-0,6617%	-1,61635
-8	36	13/23	-0,5452%	-1,33179
-7	36	11/25	-0,7378%	-1,80244*
-6	36	15/21	-0,4040%	-0,98706
-5	36	19/17	-0,2904%	-0,70941
-4	36	15/21	-0,4831%	-1,18005
-3	36	11/25	-0,6413%	-1,56652
-2	36	18/18	0,0625%	0,15280
-1	36	14/22	0,2008%	0,49054
0	36	13/23	-0,9286%	-2,26855**
1	36	13/23	-0,7276%	-1,77757*
2	36	12/24	-0,7441%	-1,81784*
3	36	14/22	-0,3150%	-0,76944
4	36	17/19	-0,2868%	-0,70071
5	36	7/29	-1,0691%	-2,61170**
6	36	17/19	-0,2404%	-0,58730
7	36	17/19	-0,1095%	-0,26738
8	36	18/18	0,0465%	0,11366
9	36	15/21	-0,3768%	-0,92052
10	36	23/13	0,5756%	1,40617

### Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAAR		t-statistic
CAAR(-1,0)	-0,7278%	-1,25724
CAAR(-5,0)	-2,0800%	-2,07439**
CAAR(-10,0)	-4,4543%	-3,28090***
CAAR(-2,+2)	-2,1370%	-2,33473**
CAAR(-5,+5)	-1,4858%	-1,09440

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01

### ΠΙΝΑΚΑΣ 10:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της πρώτης θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α. (χωρίς τις αμφισβητούμενες), των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία.

Περίοδος: 1990-2005

N = 30

t	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	30	10/20	-0,1995%	-0,44339
-9	30	12/18	-0,7519%	-1,67103
-8	30	11/19	-0,5896%	-1,31025
-7	30	8/22	-0,7840%	-1,74236*
-6	30	12/18	-0,6154%	-1,36768
-5	30	16/14	-0,4509%	-1,00194
-4	30	12/18	-0,3829%	-0,85100
-3	30	8/22	-0,6544%	-1,45427
-2	30	16/14	0,1172%	0,26045
-1	30	14/16	0,5251%	1,16693
0	30	10/20	-1,1115%	-2,47012**
1	30	11/19	-0,8184%	-1,81867*
2	30	8/22	-1,0161%	-2,25810**
3	30	13/17	-0,2035%	-0,45227
4	30	13/17	-0,3783%	-0,84061
5	30	6/24	-0,9598%	-2,13286**
6	30	13/17	-0,4994%	-1,10982
7	30	13/17	-0,1681%	-0,37361
8	30	15/15	0,0535%	0,11880
9	30	11/19	-0,5496%	-1,22147
10	30	18/12	0,4036%	0,89694

### Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAAR		t-statistic
CAAR(-1,0)	-0,5864%	-0,92150
CAAR(-5,0)	-1,9574%	-1,77586*
CAAR(-10,0)	-4,8979%	-3,28185***
CAAR(-2,+2)	-2,3037%	-2,28951**
CAAR(-5,+5)	-5,3334%	-3,57365***

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01



### ΠΙΝΑΚΑΣ 11:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α. (χωρίς τις αμφισβητούμενες), των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία.

Περίοδος: 1990-2005

N = 22

t	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	22	9/13	0,0030%	0,00603
-9	22	10/12	-0,6293%	-1,25066
-8	22	6/16	-0,4399%	-0,87432
-7	22	5/17	-1,0670%	-2,12065**
-6	22	9/13	-0,6199%	-1,23211
-5	22	11/11	-0,4641%	-0,92242
-4	22	7/15	-0,9428%	-1,87374*
-3	22	5/17	-0,8239%	-1,63749
-2	22	11/11	0,1199%	0,23829
-1	22	8/14	0,1636%	0,32517
0	22	8/14	-0,9620%	-1,91204*
1	22	7/15	-0,8810%	-1,75088*
2	22	5/17	-1,3336%	-2,65053**
3	22	11/11	-0,2242%	-0,44555
4	22	8/14	-0,8459%	-1,68121
5	22	4/18	-1,0305%	-2,04808*
6	22	9/13	-0,7597%	-1,50995
7	22	9/13	-0,5736%	-1,14012
8	22	11/11	-0,1096%	-0,21785
9	22	9/13	-0,7090%	-1,40913
10	22	16/6	0,6538%	1,29938

### Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Returns)

CAAR		t-statistic
CAAR(-1,0)	-0,7984%	-1,12209
CAAR(-5,0)	-2,9093%	-2,36059**
CAAR(-10,0)	-5,6624%	-3,39319***
CAAR(-2,+2)	-2,8931%	-2,57148**
CAAR(-5,+5)	-7,2245%	-4,32925***

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 12:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α., των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται άμεσα από την ίδια τη μητρική εταιρεία.

Περίοδος: 1990-2005

N = 26

t	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	26	9/17	0,1219%	0,28399
-9	26	11/15	-0,7149%	-1,66522
-8	26	9/17	-0,6526%	-1,52021
-7	26	9/17	-0,6175%	-1,43837
-6	26	11/15	-0,4833%	-1,12588
-5	26	15/11	-0,2691%	-0,62687
-4	26	11/15	-0,4933%	-1,14915
-3	26	8/18	-0,5398%	-1,25740
-2	26	14/12	-0,2404%	-0,56003
-1	26	12/14	0,6446%	1,50150
0	26	12/14	-0,1316%	-0,30644
1	26	9/17	-1,1526%	-2,68492***
2	26	7/19	-1,2766%	-2,97363***
3	26	11/15	-0,2929%	-0,68224
4	26	11/15	-0,5456%	-1,27097
5	26	4/22	-0,9925%	-2,31199
6	26	12/14	-0,4554%	-1,06088
7	26	12/14	0,0192%	0,04477
8	26	15/11	0,0949%	0,22099
9	26	11/15	-0,2854%	-0,66486
10	26	19/7	0,7549%	1,75853

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01

### ΠΙΝΑΚΑΣ 13:

Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AAR) κοινών μετοχών της μητρικής και στατιστικοί συντελεστές [t(AAR)] για την περίοδο 10 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής στο Χ.Α.Α. για δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χ.Α.Α., των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από φυσικά πρόσωπα.

Περίοδος: 1990-2005

N = 9

t	N	ΘΕΤΙΚΑ/ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AAR	t(AAR)
-10	9	3/6	-0,2974%	-0,31296
-9	9	3/6	-0,0280%	-0,02947
-8	9	4/5	-0,2445%	-0,25730
-7	9	2/7	-1,0771%	-1,13353
-6	9	4/5	-0,1296%	-0,13637
-5	9	4/5	-0,2928%	-0,30811
-4	9	4/5	-0,4920%	-0,51777
-3	9	3/6	-0,9431%	-0,99244
-2	9	4/5	1,0337%	1,08786
-1	9	2/7	-0,9687%	-1,01940
0	9	1/8	-1,7998%	-1,89407*
1	9	3/6	0,0337%	0,03545
2	9	4/5	0,4476%	0,47108
3	9	3/6	-0,3377%	-0,35542
4	9	6/3	0,5192%	0,54640
5	9	2/7	-1,4148%	-1,48890
6	9	4/5	0,3223%	0,33920
7	9	5/4	-0,0151%	-0,01592
8	9	2/7	-0,4821%	-0,50729
9	9	4/5	-0,5924%	-0,62341
10	9	4/5	0,2548%	0,26814

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,1

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01

### ΠΙΝΑΚΑΣ 14:

Συντελεστές συσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών της παλινδρόμησης (Correlation Matrix).

	OWNER	FUND	FOUNPAR	YEARSUB	NUMSUB	INDREL	FIRM
OWNER	1.000000	-0.001000	-0.273281	0.261308	-0.071378	0.066399	0.152517
FUND	-0.001000	1.000000	0.065056	-0.052640	-0.184753	0.243234	-0.138605
FOUNPAR	-0.273281	0.065056	1.000000	<b>-0.996114</b>	-0.238187	0.245636	-0.254976
YEARSUB	0.261308	-0.052640	<b>-0.996114</b>	1.000000	0.238413	-0.237213	0.256911
NUMSUB	-0.071378	-0.184753	-0.238187	0.238413	1.000000	-0.170636	0.033036
INDREL	0.066399	0.243234	0.245636	-0.237213	-0.170636	1.000000	0.180021
FIRM	0.152517	-0.138605	-0.254976	0.256911	0.033036	0.180021	1.000000

### ΠΙΝΑΚΑΣ 15:

Αποτελέσματα ελέγχου ετεροσκεδαστικότητας με χρησιμοποίηση του ARCH Test.

ARCH Test:				
F-statistic	0.300652	Probability	0.976082	
Obs*R-squared	3.655930	Probability	0.961537	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002145	0.001032	2.077166	0.0454
RESID^2(-1)	0.042733	0.168334	0.253856	0.8011
RESID^2(-2)	-0.118952	0.169504	-0.701763	0.4876
RESID^2(-3)	-0.057792	0.166155	-0.347821	0.7301
RESID^2(-4)	-0.190169	0.271948	-0.699283	0.4891
RESID^2(-5)	0.212717	0.305979	0.695200	0.4917
RESID^2(-6)	-0.169674	0.321345	-0.528014	0.6009
RESID^2(-7)	0.047028	0.323324	0.145453	0.8852
RESID^2(-8)	-0.205856	0.314398	-0.654761	0.5170
RESID^2(-9)	0.186689	0.290597	0.642431	0.5249
RESID^2(-10)	-0.307079	0.256017	-1.199450	0.2386
R-squared	0.081243	Mean dependent var	0.001384	
Adjusted R-squared	-0.188980	S.D. dependent var	0.003294	
S.E. of regression	0.003592	Akaike info criterion	-8.211603	
Sum squared resid	0.000439	Schwarz criterion	-7.769975	
Log likelihood	195.7611	F-statistic	0.300652	
Durbin-Watson stat	1.913379	Prob(F-statistic)	0.976082	

## ΠΙΝΑΚΑΣ 16:

Αποτελέσματα ελέγχου αυτοσυσχέτισης καταλοίπων.

	Autocorrelation	Partial Correlation	Q-Stat	Prob
1	-0.079	-0.079	0.3589	0.549
2	-0.171	-0.179	2.0960	0.351
3	-0.118	-0.154	2.9344	0.402
4	0.103	0.046	3.5808	0.466
5	0.128	0.102	4.6018	0.466
6	0.156	0.206	6.1577	0.406
7	0.023	0.142	6.1910	0.518
8	-0.137	-0.036	7.4490	0.489
9	-0.067	-0.058	7.7510	0.559
10	0.006	-0.099	7.7535	0.653
11	0.071	-0.058	8.1156	0.703
12	-0.200	-0.298	11.043	0.525
13	0.047	-0.024	11.206	0.594
14	0.089	0.102	11.809	0.622
15	-0.209	-0.184	15.237	0.434
16	-0.129	-0.093	16.572	0.414
17	0.040	0.015	16.702	0.475
18	0.056	0.032	16.964	0.526
19	-0.133	-0.142	18.514	0.488
20	-0.001	-0.026	18.515	0.554
21	-0.063	-0.028	18.884	0.593
22	0.008	0.020	18.889	0.652
23	-0.075	-0.106	19.438	0.676
24	0.098	0.002	20.409	0.673
25	0.011	0.056	20.422	0.724
26	0.054	0.178	20.738	0.755
27	0.001	-0.029	20.738	0.798
28	0.005	-0.019	20.741	0.836
29	0.011	0.089	20.756	0.868
30	-0.004	-0.068	20.758	0.895
31	0.178	-0.017	24.912	0.772
32	0.116	0.137	26.745	0.730
33	-0.167	-0.115	30.705	0.582
34	-0.040	-0.049	30.949	0.618
35	0.131	0.056	33.650	0.533
36	0.077	0.041	34.638	0.533
37	-0.065	-0.095	35.371	0.546
38	-0.053	-0.090	35.887	0.568
39	-0.120	-0.155	38.710	0.483
40	0.079	0.033	40.029	0.469

### ΠΙΝΑΚΑΣ 17:

Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή FOUNPAR) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για 56 εισαγωγές θυγατρικών την περίοδο 1990-2005.

Dependent Variable: CAR(-1,0)				
Method: Least Squares				
N = 56				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
b <sub>0</sub>	-0.030703	0.020941	-1.466194	0.1491
OWNER	-0.017433	0.023907	-0.729186	0.4694
FUND	6.75E-08	6.85E-08	0.985533	0.3293
YEARSUB	3.72E-05	0.000175	0.212298	0.8328
NUMSUB	0.003342	0.002405	1.389696	0.1710
INDREL	-0.014066	0.018578	-0.757121	0.4527
FIRM	0.033546	0.015123	2.218168	0.0313
R-squared	0.156139	Mean dependent var		-0.002782
Adjusted R-squared	0.050656	S.D. dependent var		0.042595
S.E. of regression	0.041502	Akaike info criterion		-3.407724
Sum squared resid	0.082677	Schwarz criterion		-3.152245
Log likelihood	100.7124	F-statistic		1.480232
Durbin-Watson stat	2.154439	Prob(F-statistic)		0.205065

### ΠΙΝΑΚΑΣ 18:

Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή YEARSUB) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για 56 εισαγωγές θυγατρικών την περίοδο 1990-2005.

Dependent Variable: CAR(-1,0)				
Method: Least Squares				
N = 56				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
b <sub>0</sub>	0.045963	0.342752	0.134099	0.8939
OWNER	-0.017592	0.024010	-0.732669	0.4673
FUND	6.77E-08	6.84E-08	0.988887	0.3277
FOUNPAR	-3.84E-05	0.000171	-0.223752	0.8239
NUMSUB	0.003337	0.002404	1.387694	0.1716
INDREL	-0.013992	0.018598	-0.752338	0.4555
FIRM	0.033579	0.015092	2.224995	0.0308
R-squared	0.156227	Mean dependent var		-0.002782
Adjusted R-squared	0.050755	S.D. dependent var		0.042595
S.E. of regression	0.041500	Akaike info criterion		-3.407828
Sum squared resid	0.082668	Schwarz criterion		-3.152349
Log likelihood	100.7153	F-statistic		1.481218
Durbin-Watson stat	2.152409	Prob(F-statistic)		0.204730

### ΠΙΝΑΚΑΣ 19:

Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή FOUNPAR) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για το δείγμα των θυγατρικών εταιρειών που η πλειοψηφία του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία.

Dependent Variable: CAR(-1,0)				
Method: Least Squares				
N = 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
b <sub>0</sub>	-0.034705	0.036805	-0.942965	0.3535
OWNER	-0.020536	0.049997	-0.410744	0.6843
FUND	6.27E-08	7.71E-08	0.813069	0.4228
YEARSUB	7.44E-05	0.000211	0.351971	0.7274
NUMSUB	0.004955	0.003684	1.345221	0.1890
INDREL	-0.013419	0.023033	-0.582589	0.5647
FIRM	0.036082	0.019986	1.805329	0.0814
R-squared	0.158527	Mean dependent var	-0.007278	
Adjusted R-squared	-0.015570	S.D. dependent var	0.044439	
S.E. of regression	0.044784	Akaike info criterion	-3.201278	
Sum squared resid	0.058162	Schwarz criterion	-2.893372	
Log likelihood	64.62301	F-statistic	0.910566	
Durbin-Watson stat	2.165841	Prob(F-statistic)	0.501216	

## ΠΙΝΑΚΑΣ 20:

Αποτελέσματα της εκτίμησης των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών (χωρίς τη μεταβλητή YEARSUB) από τη διαστρωματική παλινδρόμηση των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων κοινών μετοχών των ήδη εισηγμένων μητρικών για δύο ημέρες [CAR(-1,0)] για το δείγμα των θυγατρικών εταιρειών που η πλειοψηφία του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία.

Dependent Variable: CAR(-1,0)				
Method: Least Squares				
N = 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
b <sub>0</sub>	0.074745	0.413730	0.180660	0.8579
OWNER	-0.019676	0.050155	-0.392309	0.6977
FUND	6.35E-08	7.71E-08	0.824272	0.4165
YEARSUB	-5.47E-05	0.000206	-0.265372	0.7926
NUMSUB	0.004975	0.003688	1.348923	0.1878
INDREL	-0.013966	0.023074	-0.605271	0.5497
FIRM	0.036333	0.019976	1.818816	0.0793
R-squared	0.156980	Mean dependent var	-0.007278	
Adjusted R-squared	-0.017438	S.D. dependent var	0.044439	
S.E. of regression	0.044825	Akaike info criterion	-3.199441	
Sum squared resid	0.058269	Schwarz criterion	-2.891534	
Log likelihood	64.58993	F-statistic	0.900022	
Durbin-Watson stat	2.176939	Prob(F-statistic)	0.508250	



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η μελέτη που προηγήθηκε ασχολείται με την απόσχιση κλάδου της μητρικής εταιρείας και την εισαγωγή του στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (equity carve-out). Ο σκοπός της είναι να ερευνηθεί αν η απόσχιση με δημόσια εγγραφή αποφέρει οικονομικά οφέλη στη μητρική εταιρεία. Η έντονη εμφάνιση του φαινομένου αυτού σε διεθνές επίπεδο, η έξαρση του στην Ελλάδα στα τέλη της δεκαετίας του '90 αλλά και το ότι δεν έχουν γίνει εκτενείς έρευνες στην Ελλάδα για αυτή τη μορφή αναδιοργάνωσης, παρά τη σημαντικότητά της, αποτέλεσε το έναυσμα για τη διενέργεια της μελέτης αυτής.

Αρχικά, παρουσιάστηκε το θεσμικό πλαίσιο της απόσχισης, οι μορφές συμμετοχικής σύνδεσης μεταξύ μητρικής και θυγατρικής εταιρείας, οι προϋποθέσεις και η διαδικασία εισαγωγής ανωνύμων εταιρειών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Ακολούθησε η παρουσίαση των κυριότερων μορφών αναδιοργάνωσης, οι οποίες είναι η απόσχιση με δημόσια εγγραφή (equity carve-out), η απόσχιση (spin-off), η πώληση μιας θυγατρικής σε άλλη επιχείρηση (asset sell-off), η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά (seasoned equity offering) και το tracking stock. Έπειτα, παρουσιάστηκε η ανάλυση των διεθνών εμπειρικών ερευνών με θέμα την απόσχιση με δημόσια εγγραφή. Στις συγκεκριμένες έρευνες αναφέρονται οι παράγοντες που ωθούν τις μητρικές εταιρείες να επιλέξουν την απόσχιση με δημόσια εγγραφή, οι ωφέλειες που απορρέουν για τη μητρική εταιρεία από τη συγκεκριμένη μορφή αναδιοργάνωσης και ταυτόχρονα γίνεται σύγκριση με τις ωφέλειες που προκύπτουν από την επιλογή άλλων μορφών αναδιοργάνωσης.

Βασικό σημείο της μελέτης αποτέλεσε η διερεύνηση της επίδρασης της απόσχισης με δημόσια εγγραφή στην τιμή της μετοχής της ήδη εισηγμένης μητρικής εταιρείας κατά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε είναι η «Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων» των Brown και Warner. Για την καλύτερη ανάλυση της αντίδρασης των επενδυτών στο γεγονός της απόσχισης κλάδου της μητρικής και εισαγωγής του στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επειδή ο νόμος που

καθορίζει τη σχέση μητρικής – θυγατρικής επιχείρησης παρουσιάζει ερμηνευτικές δυσκολίες, χωρίσαμε το αρχικό μας δείγμα σε 4 μικρότερα δείγματα.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας έδειξαν ότι στο αρχικό δείγμα δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής των ήδη εισηγμένων μητρικών που προβαίνουν σε απόσχιση με δημόσια εγγραφή κατά την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών των θυγατρικών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Όμως, στο δείγμα που περιλαμβάνει τις εισηγμένες θυγατρικές εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, των οποίων η πλειοψηφία του κεφαλαίου ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία, παρατηρείται αρνητική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας. Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται σε αντίθεση με εκείνα των διεθνών εμπειρικών ερευνών, σύμφωνα με τα οποία η απόσχιση με δημόσια εγγραφή ασκεί θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής της μητρικής εταιρείας.

Επίσης, διερευνήσαμε την τυχόν επίδραση συγκεκριμένων παραγόντων στις αποδόσεις των μετοχών χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης. Το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης σε όλο το αρχικό δείγμα έδειξε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή του υποδείγματος που ερμηνεύει σε στατιστικά σημαντικό βαθμό τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών είναι η FIRM. Δηλαδή η ψευδομεταβλητή, η οποία δείχνει αν το ποσοστό της μητρικής στη θυγατρική το κατέχει η ίδια η εταιρεία ή κάποιο φυσικό πρόσωπο. Αντίθετα, στο δείγμα των θυγατρικών εταιρειών που η πλειοψηφία του κεφαλαίου τους ελέγχεται από τη μητρική εταιρεία η συγκεκριμένη εξίσωση παλινδρόμησης δεν έχει ερμηνευτική δύναμη.

Η πλήρης αντίθεση που υπάρχει στο αποτέλεσμα της δικής μας μελέτης και στις διεθνείς έρευνες μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι αρκετές από τις θυγατρικές εταιρείες που εισήχθησαν στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν ανήκουν άμεσα στη μητρική αλλά σε φυσικά πρόσωπα που έχουν σχέση με τη μητρική. Συνεπώς, οι εισροές από την απόσχιση με δημόσια εγγραφή δεν πηγαίνουν στο ταμείο της μητρικής αλλά στα χέρια των φυσικών προσώπων. Οι Αμερικανοί μελετητές Allen και Mc Connell (1998) αναφέρουν ότι μια σημαντική μεταβλητή που επηρεάζει θετικά τις μέσες έκτακτες αποδόσεις της μητρικής εταιρείας είναι αν τα νέα κεφάλαια

εισρέουν στη μητρική εταιρεία ή στη θυγατρική (“the coefficient on the fraction of proceeds to the parent is positive and is marginally significant”).

Προκειμένου να ελέγξουμε την ορθότητα της πιθανής αυτής εξήγησης, υπολογίσαμε τις μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των μητρικών εταιρειών διαιρώντας το δείγμα των 36 θυγατρικών εταιρειών σε δύο επιμέρους δείγματα: τις θυγατρικές που το ποσοστό των μετοχών τους ανήκει στη μητρική εταιρεία και αυτές που το ποσοστό των μετοχών τους ανήκει σε φυσικά πρόσωπα. Η ανάλυσή μας έδειξε ότι στην πρώτη περίπτωση η επίδραση είναι στατιστικά ασήμαντη, ενώ στη δεύτερη περίπτωση η επίδραση είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική. Επίσης, για τα επιμέρους δείγματα υπολογίσαμε τη μέση απόδοση των θυγατρικών την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης και ήταν θετική και στις δύο περιπτώσεις. Αυτό αποδεικνύει ότι προκύπτουν κεφαλαιακά κέρδη από την εισαγωγή των θυγατρικών εταιρειών στο ελληνικό χρηματιστήριο, τα οποία όμως δεν εισρέουν στην ίδια τη μητρική εταιρεία αλλά σε φυσικά πρόσωπα, για αυτό η επίδραση είναι ενδεχομένως αρνητική.

Μια άλλη πιθανή εξήγηση ότι η μητρική εταιρεία πραγματοποιώντας απόσχιση με δημόσια εγγραφή πουλάει ένα κομμάτι της δραστηριότητας της και εστιάζεται στις κύριες δραστηριότητές της αλλά όμως μειώνεται η αξία της, η οποία μετακινείται στις θυγατρικές εταιρείες.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ελληνική**

1. Αληφαντής Στ. Γεώργιος, «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως», Εκδόσεις Πάμισος, Αθήνα 2004.
2. Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδας, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», Τόμος 2: Εταιρείες και συνδεδεμένες επιχειρήσεις, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1996.
3. Κορδή-Αντωνοπούλου Ματίνα, «Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2001.
4. Λεοντάρης Μιλτιάδης, «Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», Εκδόσεις Πάμισος, Αθήνα 2002.
5. Περάκης Ευάγγελος, «Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας», Τόμος 6: Λογιστικό Δίκαιο (Άρθρα 41-46<sup>α</sup> και 90-131 κ.ν. 2190/1920), Νομική Βιβλιοθήκη, Έκδοση 2000.
6. Σινανιώτη-Μαρούδη Αριστέα, «Εμπορικό Δίκαιο», Τόμος 2: Εμπορικές εταιρείες, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή 2004.

### **Ξένα**

1. Allen W. Jeffrey, McConnell J. John, “Equity Carve-Outs and Managerial Discretion”, *The Journal of Finance*, vol.53 (1998), pp. 163-186.
2. Allen W. Jeffrey, “Capital markets and corporate structure: the equity carve-outs of Thermo Electron”, *Journal of Financial Economics*, vol.48 (1998), pp. 99-124.
3. Brown J. Stephen, Warner B. Jernold, “Using daily stock returns. The case of event studies”, *Journal of Financial Economics*, vol. 14 (1985), pp. 3-31.
4. Brown J. Stephen, Warner B. Jernold, “Measuring security price performance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 8 (1980), pp. 205-258.
5. Boone Audra, Haushalter David, Mikkelson Wayne, “An investigation of the gains from specialized equity claims”, *Financial Management*, vol. 32 (2003), pp. 5-21.

6. Elsas Ralf, Löffler Yvonne, “Universal Banks, Corporate Control and Equity Carve-outs in German”, working paper, 2003.
7. Frank E. Kimberley, William J. Harden, “Corporate Restructuring: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 28 (2001), pp. 503-529.
8. Fucks Daniel, “The Motivation behind the Carve-out Decision – Evidence from German Equity Carve-outs”, University of Bonn, working paper, 2003.
9. Hand R. M. John, Skantz R. Terrance, “The market timing characteristics of equity carve-outs”, UNC Chapel Hill, Florida Atlantic University, working paper, 1999.
10. Hogan M. Karen, Olson T. Gerard, “The pricing of equity carve-outs during the 1990s”, *Journal of Financial Research*, vol. 27 (2004), pp. 521-537.
11. Hulburt H., Miles J., Woolridge J.R, “Value creation from equity carve-outs”, *Financial Management*, vol. 31 (2002), pp. 83-100.
12. Klein April, Rosenfeld James, Beranek William, “The two stages of an Equity Carve-out and the price Response of Parent and Subsidiary Stock”, *Managerial And Decision Economics*, vol. 21 (1991), pp. 449-460.
13. Madura Jeff, Nixon D. Terry, “The long-term performance of parent and units following equity carve-outs”, *Applied Financial Economics*, vol. 12 (2002), pp. 171-181.
14. Michaely Roni, Shaw H. Wayne, “The choice of going public: spin-offs vs. carve-outs”, *Financial Management*, vol. 24 (1995), pp. 5-21.
15. Mulherin H., Boone A., “Comparing acquisitions and divestitures”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 6 (2000), pp. 117-139.
16. Nanda V., “On the Good News in Equity Carve-outs”, *The Journal of Finance*, vol. 46 (1991), pp. 1117-1737.
17. Peterson Mark, Mahar James, “The Carve-out Decision. More on the choice of how to go public”, Southern Illinois University, St. Bonaventure University, working paper, 2000.
18. Powers A. Eric, “Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs”, *Journal of Financial Research*, vol. 26 (2003), pp. 31-50.
19. Powers A. Eric, “Spin-offs, sell-offs and equity carve-outs: An Analysis of divestiture method choice”, University of South Carolina, working paper, 2001.
20. Prezas P.Alexandros, Tarimcilar Murat, Vasudevan K. Gopala, “The pricing of equity carve-out”, *The Financial Review*, vol. 35 (2000), pp. 123-138.

21. Schipper Katherine, Smith Abbie, “A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring”, *Journal of Financial Economics*, vol. 15 (1986), pp. 153-186.
22. Slovin B. Myron, Sushka E. Marie and Ferraro R. Steven., “A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs”, *Journal of Financial Economics*, vol. 37 (1995), pp. 89-10.
23. Vijh M. A., “Long-term returns from equity carve-outs”, *Journal of Financial Economics*, vol. 51 (1999), pp. 273-308.
24. Wagner F. Hannes, “The Equity Carve-out Decision”, Munich School Management, University of Munich, working paper, 2004.

### **Ιστοσελίδες**

1. [www.ase.gr](http://www.ase.gr)
2. [www.capitallinkgreece.gr](http://www.capitallinkgreece.gr)
3. [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)
4. [www.nafteboriki.gr](http://www.nafteboriki.gr)
5. [www.newcompanies.gr](http://www.newcompanies.gr)
6. [www.statbank.gr](http://www.statbank.gr)

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **ΚΩΔΙΚΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΝΟΜΟΣ 2190/1920**

### **«Περί Ανωνύμων Εταιριών»**

#### **Άρθρον 42ε**

5. Ως συμμετοχές, που καταχωρούνται στους λογαριασμούς της κατηγορίας "συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις", ορίζονται τα δικαιώματα συμμετοχής στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων, οποιασδήποτε νομικής μορφής, τα οποία αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 10% του κεφαλαίου των επιχειρήσεων αυτών και αποκτούνται με σκοπό διαρκούς κατοχής τους.

Οι συμμετοχές και οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις, καθώς και οι μετοχές της εταιρείας που κατέχονται από την ίδια (ίδιες μετοχές) σύμφωνα με τις διατάξεις που ισχύουν κάθε φορά, καταχωρούνται μόνο στους λογαριασμούς που έχουν προβλεφθεί για τις περιπτώσεις αυτές στο υπόδειγμα ισολογισμού του άρθρου 42γ.

Για την εφαρμογή αυτού του νόμου, συνδεδεμένες επιχειρήσεις είναι:

**α)** Οι επιχειρήσεις εκείνες μεταξύ των οποίων υπάρχει σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική. Σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική υπάρχει όταν μία επιχείρηση (μητρική):

**αα)** ή έχει την πλειοψηφία του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής) επιχείρησης, έστω και αν η πλειοψηφία αυτή σχηματίζεται ύστερα από συνυπολογισμό των τίτλων και δικαιωμάτων που κατέχονται από τρίτους για λογαριασμό της μητρικής επιχείρησης,

**ββ)** ή ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης (θυγατρικής) επιχείρησης ύστερα από συμφωνία με άλλους μετόχους ή εταίρους της επιχείρησης αυτής,



γγ) ή 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 επιχείρησης αυτής (θυγατρικής),

δδ) ή ασκεί δεσπόζουσα επιρροή σε μια άλλη επιχείρηση (θυγατρική). Δεσπόζουσα επιρροή υπάρχει όταν η μητρική επιχείρηση διαθέτει, άμεσα ή έμμεσα, δηλαδή μέσω τρίτων που ενεργούν για λογαριασμό της επιχειρήσεως αυτής, τουλάχιστον το 20% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της θυγατρικής και, ταυτόχρονα, ασκεί κυρίαρχη επιρροή στη διοίκηση ή τη λειτουργία της τελευταίας.

Για την εφαρμογή των παραπάνω υποπεριπτώσεων στα ποσοστά συμμετοχής ή στα δικαιώματα ψήφου, καθώς και στα δικαιώματα διορισμού ή ανάκλησης που έχει η μητρική επιχείρηση, πρέπει να προστίθενται τα ποσοστά συμμετοχής και τα δικαιώματα κάθε άλλης επιχείρησης που είναι θυγατρική της ή θυγατρική θυγατρικής της.

Για την εφαρμογή των παραπάνω υποπεριπτώσεων αα, ββ, γγ και δδ, από τα αναφερόμενα ποσοστά συμμετοχής ή δικαιώματα ψήφου πρέπει να αφαιρούνται εκείνα που απορρέουν από: (1) τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται για λογαριασμό άλλου προσώπου εκτός της μητρικής ή θυγατρικής επιχείρησης, ή (2) τις μετοχές ή τα μερίδια που κατέχονται για εγγύηση, εφόσον τα δικαιώματα αυτά ασκούνται σύμφωνα με τις οδηγίες που έχουν δοθεί, ή που κατέχονται για ασφάλεια δανείων που χορηγήθηκαν στα πλαίσια συνήθους επιχειρηματικής δραστηριότητας στον τομέα της χορήγησης δανείων, υπό τον όρο ότι αυτά τα δικαιώματα ψήφου ασκούνται προς όφελος του παρέχοντος την εγγύηση.

Για την εφαρμογή των παραπάνω υποπεριπτώσεων αα και ββ, από το σύνολο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων ή εταίρων της θυγατρικής επιχείρησης πρέπει να αφαιρούνται τα ποσοστά κεφαλαίου ή τα δικαιώματα που απορρέουν από τις μετοχές ή μερίδια που κατέχονται, είτε από την ίδια την επιχείρηση, είτε από θυγατρικές της επιχειρήσεις, είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομα του, αλλά για λογαριασμό των επιχειρήσεων αυτών. (Όπως τα δύο τελευταία εδάφια προστέθηκαν με το άρθρο 3 παρ. 1 του Π.Δ 498/1987).

**β)** Οι συνδεδεμένες επιχειρήσεις της προηγούμενης περίπτωσης α, και κάθε μία από τις θυγατρικές ή θυγατρικές των θυγατρικών των συνδεδεμένων αυτών επιχειρήσεων.

**γ)** Οι θυγατρικές επιχειρήσεις των προηγούμενων περιπτώσεων α και β, άσχετα αν μεταξύ των θυγατρικών αυτών δεν υπάρχει απευθείας δεσμός συμμετοχής.

**δ)** Οι συνδεδεμένες επιχειρήσεις των προηγούμενων περιπτώσεων α, β, και γ και κάθε άλλη επιχείρηση που συνδέεται με αυτές τις σχέσεις των διατάξεων της παρ. 1 του άρθρου 96. (Όπως η περ. δ' προστέθηκε με το άρθρο 3 παρ. 2 του Π.Δ. 498/1987).