

ΜΕΡΟΣ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ – ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ – ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ – ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ – ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

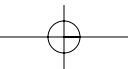
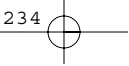
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13: ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ

ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

9.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι αγορές μετοχών (stock markets) διευκολύνουν την ροή χρηματικών ποσών από τα άτομα και από τους θεσμικούς επενδυτές στις επιχειρήσεις. Συνεπώς, οι αγορές μετοχών δίνουν τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους για νέες δραστηριότητες ή για επέκταση των υπάρχοντων δραστηριοτήτων τους.

Οι μετοχές εκδίδονται από επιχειρήσεις οι οποίες χρειάζονται μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Οι μετοχές αγοράζονται από άτομα και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που επιθυμούν να επενδύσουν σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια και να αποκτήσουν μερική ιδιοκτησία στις εταιρείες. Οι αγορές μετοχών, συνεπώς, διευκολύνουν τη μεταφορά κεφαλαίων στις επιχειρήσεις σε ανταλλαγή μετοχών. Η πρωτογενής αγορά (primary market) παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να εκδώσει νέες μετοχές για τους επενδυτές και η δευτερογενής αγορά (secondary market) δημιουργεί ρευστότητα στους επενδυτές οι οποίοι επενδύουν σε μετοχές.

Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες μετοχών: α) οι κοινές μετοχές (common stock ή equity) και οι προνομιούχες μετοχές (preferred stock). Και οι δύο αυτές κατηγορίες μετοχών αποφέρουν στον επενδυτή μια απόδοση που αποτελείται από δύο μέρη. Το πρώτο μέρος είναι τα «κέρδη κεφαλαίου» που προκύπτουν εάν η τιμή της μετοχής αυξηθεί κατά τη διάρκεια του χρόνου (εάν η τιμή της μετοχής μειώνεται, τότε, η μετοχή υφίσταται ζημιά κεφαλαίου). Το δεύτερο μέρος της απόδοσης της μετοχής είναι οι περιοδικές (συνήθως τριμηνιαίες) πληρωμές μερίσματος στον μέτοχο.

Το μέρισμα των προνομιούχων μετοχών, γενικά, προκαθορίζεται σε ένα σταθερό ποσοστό, ενώ τα μερίσματα των κοινών μετοχών διαφέρουν κατά τη διάρκεια του χρόνου και συνεπώς είναι πιο αβέβαια.

Παρακάτω θα εξετάσουμε τις δύο βασικές κατηγορίες μετοχών δηλαδή τις κοινές μετοχές και τις προνομιούχες μετοχές.

9.2. ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

9.2.1. Βασικά χαρακτηριστικά των κοινών μετοχών

Η κοινή μετοχή είναι ένα πιστοποιητικό που αντιπροσωπεύει μερική ιδιο-

κτησία στην επιχείρηση. Όπως τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος και τις ομολογίες, η κοινή μετοχή εκδίδεται από επιχειρήσεις για να αποκτήσουν χρηματικά κεφάλαια. Εντούτοις, ο αγοραστής της μετοχής γίνεται κατά ένα μέρος ιδιοκτήτης της επιχείρησης, ενώ ο κάτοχος των χρεογράφων της αγοράς χρήματος και των ομολογιών είναι ένας πιστωτής της επιχείρησης. Μολονότι, η εκδότρια επιχείρηση δεν υποχρεούται να εξαγοράσει την μετοχή αυτή, σε οποιοδήποτε χρόνο στο μέλλον, οι μέτοχοι όμως μπορούν να πωλήσουν τη μετοχή αυτή σε άλλους επενδυτές στη δευτερογενή αγορά.

Υπάρχουν πολλά χαρακτηριστικά της κοινής μετοχής τα οποία διαφοροποιούν αυτή από τα άλλα είδη χρηματοπιστωτικών χρεογράφων (π.χ. ομολογίες, στεγαστικά δάνεια και τις προνομιούχες μετοχές). Αυτά τα χαρακτηριστικά είναι τα εξής: **α)** Διακριτικές πληρωμές μερισμάτων, **β)** καθεστώς της πιο χαμηλής προτεραιότητας ικανοποίησης της απαίτησης, **γ)** περιορισμένη ευθύνη, **δ)** δικαιώματα ψήφου. Αυτά τα χαρακτηριστικά εξετάζουμε αμέσως παρακάτω.

9.2.2. Διακριτικές πληρωμές μερισμάτων

Μολονότι οι κοινοί μέτοχοι μπορούν δυνητικά να λάβουν απεριόριστες πληρωμές μερισμάτων εάν η επιχείρηση είναι εξαιρετικά κερδοφόρα, δεν έχουν, όμως, ειδικά ή εγγυημένα δικαιώματα για μερίσματα. Μάλλον η πληρωμή και το μέγεθος των μερισμάτων προσδιορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο της εκδότριας επιχείρησης (το οποίο εκλέγεται από τους κοινούς μετόχους). Ακόμη, αντίθετα με τις άλλες υποχρεώσεις χρέους μια επιχείρηση δεν θεωρείται ότι αθετεί τις υποχρεώσεις της εάν παραλείψει μια πληρωμή μερίσματος στους κοινούς μετόχους. Συνεπώς, οι κοινοί μέτοχοι δεν μπορούν να εγείρουν αγωγή κατά της επιχείρησης εάν αυτή δεν πληρώνει τα μερίσματα σε αυτούς, ακόμη και αν η επιχείρηση πραγματοποιεί σημαντικά κέρδη και επιλέξει να επανεπενδύσει τα κέρδη για ανάπτυξη της επιχείρησης (φυσικά, τα κέρδη θα χρησιμοποιηθούν για πληρωμή των κοινών μετοχών στην ακραία περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης και αφού πρώτα ικανοποιηθούν όλες οι κατηγορίες πιστωτών της επιχείρησης).

Ένα άλλο μειονέκτημα με τα μερίσματα των κοινών μετοχών από την πλευρά του επενδυτή είναι ότι τα μερίσματα αυτά φορολογούνται δύο φορές, μια φορά σε επίπεδο επιχείρησης με το φορολογικό συντελεστή της επιχείρησης, συνέπεια του γεγονότος ότι οι πληρωμές μερισμάτων δεν εκπίπτονται από τα κέρδη της επιχείρησης (ή τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της) και δεύτερη φορά σε προσωπικό επίπεδο (με το φορολογικό συντελεστή του ατομικού εισοδήματος). Οι επενδυτές μπορούν εν μέρει να αποφύγουν τις συνέπειες της διπλής φορολογίας επενδύοντας σε μετοχές

αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων, οι οποίες επανεπενδύουν το πλείστον των κερδών τους για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη αντί να διανέμουν μεγάλα μερίσματα στους κοινούς μετόχους. Γενικά, η αύξηση των κερδών της επιχείρησης οδηγεί στην αύξηση των τιμών των μετοχών της. Συνεπώς, οι μέτοχοι μπορούν να πωλήσουν τις μετοχές τους πραγματοποιώντας κέρδη και να πληρώσουν φόρο κερδών κεφαλαίου αντί φόρων προσωπικού εισοδήματος με τη μορφή μερισμάτων. Με τους ισχύοντες φορολογικούς νόμους, οι συντελεστές φορολογίας κερδών κεφαλαίου είναι χαμηλότεροι από τους συντελεστές φορολογίας εισοδήματος.

9.2.3. Υποδεέστερη προτεραιότητα ικανοποίησης των απαιτήσεων των κοινών μετοχών σε περίπτωση πτώχευσης της επιχείρησης

Οι κοινοί μέτοχοι έχουν υποδεέστερη προτεραιότητα ικανοποίησης της απαίτησής τους από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης σε περίπτωση πτώχευσης της επιχείρησης. Μόνο αφού όλες οι προηγούμενες σε σειρά προτεραιότητας απαιτήσεις (όπως π.χ. οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση, οι ομολογιούχοι, οι φόροι του Δημοσίου και οι προνομιούχοι μέτοχοι) πληρωθούν, έπειτα οι κοινοί μέτοχοι έχουν δικαίωμα να ικανοποιηθούν από όσα περιουσιακά στοιχεία έχουν απομείνει (μετά την εξόφληση όλων των άλλων απαιτήσεων). Το χαρακτηριστικό της υποδεέστερης προτεραιότητας ικανοποίησης της απαίτησης που σχετίζεται με τις κοινές μετοχές καθιστούν αυτές πιο επικίνδυνες από τις ομολογίες ως μια επένδυση.

9.2.4. Περιορισμένη ευθύνη

Ένα από τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά της κοινής μετοχής είναι το χαρακτηριστικό της περιορισμένης ευθύνης της. Νομικά, περιορισμένη ευθύνη σημαίνει ότι οι ζημιές των κοινών μετοχών περιορίζονται στο ποσό της αρχικής επένδυσής τους στην επιχείρησης. Δηλαδή, τα προσωπικά περιουσιακά στοιχεία των κοινών μετόχων παραμένουν ανεπηρέαστα σε περίπτωση πτώχευσης της επιχείρησης, ακόμη και αν οι ζημιές της επιχείρησης υπερβαίνουν τις συνολικές απαιτήσεις ιδιοκτησίας των κοινών μετοχών.

9.2.5. Δικαίωμα ψήφου

Ένα θεμελιώδες προνόμιο (αποκλειστικό δικαίωμα) που παρέχεται στους κοινούς μετόχους είναι το δικαίωμα ψήφου. Ενώ οι κοινοί μέτοχοι δεν ασκούν έλεγχο στις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης (αυτές οι δραστηριότητες ανατίθενται για έλεγχο στους διευθυντές που προσλαμβάνονται με σκοπό να εξυπηρετήσουν όσο το δυνατό καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων και ομολογιούχων), όμως οι κοινοί μέτοχοι ασκούν έλεγχο στις δραστηριότητες της επιχείρησης έμμεσα μέσω της εκλογής

του διοικητικού συμβουλίου.

Ένας τυπικός κανονισμός είναι η εκχώρηση μιας ψήφου για κάθε κοινή μετοχή. Εντούτοις μερικές επιχειρήσεις είναι οργανωμένες ως επιχειρήσεις με δύο κατηγορίες μετοχών που εκχωρούν σε κάθε κατηγορία μετοχών διαφορετικά δικαιώματα ψήφου. Για παράδειγμα, υποδεέστερα δικαιώματα ψήφου εκχωρούνται: **α)** με το να περιορίζεται ο αριθμός των ψήφων ανά μετοχή σε μια κατηγορία μετοχών σε σχέση με την άλλη, **β)** με το να περιορίζεται ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου που μπορεί να εκλέξει μια κατηγορία μετοχών σε σχέση με την άλλη, **γ)** ένας συνδυασμός των δύο παραπάνω περιπτώσεων.

Για την αντιστάθμιση των μειωμένων δικαιωμάτων ψήφου στις υποδεέστερες κατηγορίες μετοχών, συχνά εκχωρούνται μεγαλύτερα δικαιώματα μερίσματος. Για παράδειγμα, δεν πληρώνεται μέρισμα στην κατηγορία Β των κοινών μετοχών εκτός εάν ίσα ή μεγαλύτερα μερίσματα πληρώνονται στην κατηγορία Α μετοχών.

9.2.6. Ψήφοι με πληρεξούσιο

Οι πιο πολλοί μέτοχοι δεν παρακολουθούν τις ετήσιες συνελεύσεις. Οι περισσότερες επιχειρήσεις το προβλέπουν αυτό και ο συνηθέστερος τρόπος ενέργειας είναι να αποστείλουν πληρεξούσια στους μετόχους πριν της ετήσιας συνέλευσης για να τα συμπληρώσουν. Τα συμπληρωμένα πληρεξούσια που επιστρέφονται στην εκδότρια επιχείρηση δίνουν τη δυνατότητα στους μετόχους να ψηφίσουν με ψήφο αποχής ή να εξουσιοδοτήσουν τους αντιπροσώπους τους να ψηφίσουν εκ μέρους τους. Οι θεσμικοί επενδυτές (όπως π.χ. τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα ταμεία συντάξεων) διατηρούν μερικά φορές ένα μεγάλο μέρος των μετοχών μιας επιχείρησης και μπορούν συνεπώς να επηρεάσουν τις πολιτικές της επιχείρησης μέσω πληρεξούσιων που τους παρέχεται το δικαίωμα ψήφου για λογαριασμό των ατόμων που έχουν επενδύσει σε αυτούς τους θεσμικούς επενδυτές. Μερικές επιχειρήσεις έχουν κάνει σημαντικές παραχωρήσεις στους θεσμικούς επενδυτές, π.χ. διορίζοντας τους σημαντικούς μετόχους στα διοικητικά συμβούλιά τους.

9.2.7. Άλλα χαρακτηριστικά των κοινών μετοχών σύμφωνα με το νόμο

Οι κοινές μετοχές σύμφωνα με το νόμο έχουν τα παρακάτω βασικά χαρακτηριστικά:

α) Είναι αδιαίρετες με την έννοια ότι ο δικαιούχος της μετοχής είναι μόνο ένας. Στην περίπτωση συγκυριότητας γίνεται αντιπροσώπηση με πληρεξούσιο.

β) Όλες οι κοινές μετοχές έχουν την ίδια ονομαστική αξία (ισόποσες), η οποία προσδιορίζεται διαιρώντας το μετοχικό κεφάλαιο με το συνολικό αριθμό των μετοχών.

γ) Μεταβιβάζονται ελεύθερα. Η μεταβίβασή τους εξαρτάται από το είδος της μετοχής εάν είναι ονομαστική ή ανώνυμη και φυσικά εάν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο ή όχι. Οι μεν ονομαστικές μετοχές μεταβιβάζονται με εγγραφή στο ειδικό βιβλίο μετόχων που διατηρεί η ανώνυμη εταιρεία και η συναλλαγή ολοκληρώνεται μετά τη χρονολόγηση και υπογραφή και από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη. Στην περίπτωση των «δεσμευμένων ονομαστικών μετοχών» η μεταβίβαση γίνεται έπειτα από την έγκριση του διοικητικού συμβουλίου ή της γενικής συνέλευσης της ανωνύμου εταιρείας.

Οι δε ανώνυμες μετοχές μεταβιβάζονται, όχι με την παράδοσή τους όπως στο παρελθόν, αλλά με λογιστικές χρεοπιστωτικές εγγραφές στους κωδικούς αριθμούς των πωλητών και αγοραστών μετά την απούλοποίηση των τίτλων και εισαγωγή του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών το 1992 (ΗΣΗΣ).

δ) Η αξία των μετοχών είναι κυμαινόμενη και όχι σταθερή. Η αξία των κοινών μετοχών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο προσδιορίζεται με βάση της ζήτησης και προσφορά, δηλαδή από την χρηματιστηριακή τους τιμή. Η αξία των κοινών μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, αλλά διαπραγματεύονται (συναλλάσσονται) εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς (over-the-counter) προσδιορίζεται από την «καθαρή θέση» της επιχείρησης (Μετοχικό Κεφάλαιο + Αποθεματικά κάθε είδους = Ίδια Κεφάλαια = Σύνολο Παθητικού – Υποχρεώσεις).

ε) Ο «βαθμός κεφαλαιοποίησης» της επιχείρησης προσδιορίζεται από τη συνολική αξία των μετοχών προς τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Ενώ ο «βαθμός μόχλευσης» προσδιορίζεται εάν διαιρέσουμε το βαθμό κεφαλαιοποίησης από την μονάδα (βαθμός κεφαλαιοποίησης -1).

9.3. ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

9.3.1. Εισαγωγή

Η προνομιούχος μετοχή είναι ένα μικτό χρεόγραφο το οποίο έχει τα χαρακτηριστικά της ομολογίας και της κοινής μετοχής. Η προνομιούχος μετοχή είναι όμοια με την κοινή μετοχή στο ότι αντιπροσωπεύει μια συμμετοχή ιδιοκτησίας στην εκδότη επιχείρηση, αλλά όπως η ομολογία, η προνομιούχος μετοχή αποφέρει ένα σταθερό περιοδικό εισόδημα (μέρισμα). Οι προνομιούχες μετοχές προηγούνται σε σειρά προτεραιότητας για την εξόφληση της απαίτησης έναντι των κοινών μετοχών, αλλά έπονται έναντι των ομολογιών. Συνεπώς οι προνομιούχοι μέτοχοι εξοφλούνται μόνο όταν έχουν δημιουργηθεί κέρδη και όλοι οι άλλοι πιστωτές εκτός από

τους κοινούς μετόχους έχουν εξοφληθεί.

Όπως οι κοινοί μέτοχοι έτσι και οι προνομιούχοι μέτοχοι δεν μπορούν να οδηγήσουν την εκδότρια επιχείρηση σε πτώχευση εάν δεν έχει επαρκή κέρδη για να πληρώσει τα μερίσματα. Τα μερίσματα της προνομιούχου μετοχής είναι, γενικά, σταθερά (πληρώνονται συνήθως ανά τρίμηνο) και εκφράζονται είτε σε ένα ποσό σε ευρώ ή ως ένα ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της προνομιούχου μετοχής.

9.3.2. Υπολογισμός των μερισμάτων της προνομιούχου μετοχής

Ο υπολογισμός των μερισμάτων της προνομιούχου μετοχή γίνεται ως εξής: Υποθέτουμε ότι κάποιος κατέχει μια προνομιούχο μετοχή η οποία υπόσχεται να πληρώσει ένα ετήσιο μέρισμα 5% επί της ονομαστικής αξίας της (εισπραττόμενα σε τριμηνιαίες δόσεις). Εάν η ονομαστική αξία της προνομιούχου μετοχής είναι 100 ευρώ ο προνομιούχος μέτοχος θα εισπράξει:

$$\text{Ετήσια μερίσματα} = 100 \times 0,05 = 5 \text{ ευρώ}$$

$$\text{ή τριμηνιαία μερίσματα} = 5:4 = 1,25 \text{ ευρώ στο τέλος κάθε τριμήνου.}$$

Εναλλακτικά, η προνομιούχος μετοχή υπόσχεται να πληρώσει ένα ετήσιο μέρισμα 5 ευρώ ανά έτος σε τριμηνιαίες δόσεις.

9.3.3. Τρόπος πληρωμής των μερισμάτων

Οι προνομιούχοι μέτοχοι, γενικά, δεν έχουν δικαιώματα ψήφου στην επιχείρηση. Μια εξαίρεση αυτού του κανόνα μπορεί να υπάρχει εάν η εκδότρια επιχείρηση έχει παραλείψει μια υποσχόμενη πληρωμή μερίσματος.

Γενικά, οι προνομιούχες μετοχές ως προς τον τρόπο πληρωμής μερίσματος διακρίνονται στις εξής κατηγορίες: **α) σωρευμένες, β) μη σωρευμένες, γ) συμμετέχουσες και δ) μη συμμετέχουσες.**

α) Η σωρευμένη προνομιούχος μετοχή σημαίνει ότι το μη πληρωθέν μέρισμα σωρεύεται κάθε έτος μέχρι ότου καταστεί δυνατή η πληρωμή του μερίσματος. Εάν δηλαδή, επί σειρά ετών, δεν πραγματοποιούνται κέρδη για την πληρωμή μερίσματος, αυτό καταβάλλεται σωρευτικά αμέσως όταν πραγματοποιηθούν κέρδη και προτού οποιασδήποτε πληρωμής μερισμάτων στις κοινές μετοχές.

β) Μη σωρευμένη προνομιούχος μετοχή σημαίνει ότι τα μη πληρωθέντα μερίσματα δεν σωρεύονται και ουδέποτε πληρώνονται. Το είδος αυτό της μετοχής είναι, γενικά, μη ελκυστικό στους προοπτικούς (δυναμικούς) προνομιούχους μετόχους. Σε αντιστάθμιση του μειονεκτήματος αυτού, αυτό το είδος μετοχής, γενικά, έχει κάποια άλλα ειδικά χαρακτηριστικά (π.χ. δικαίωμα ψήφου).

γ) Συμμετέχουσα προνομιούχος μετοχή σημαίνει ότι τα πραγματικά μερίσματα που πληρώνονται σε οποιοδήποτε έτος μπορεί να είναι μεγαλύτερα από τα υποσχόμενα μερίσματα. Σε μερικές περιπτώσεις εάν η

εκδότρια επιχείρηση έχει ένα εξαιρετικά κερδοφόρο έτος, οι προνομιούχοι μέτοχοι της κατηγορίας αυτής μπορεί να πάρουν μερικά από τα υψηλά κέρδη σε μορφή μιας επιπλέον πληρωμής μερίσματος.

δ) Μη συμμετέχουσα προνομιούχος μετοχή σημαίνει ότι το μέρος της μετοχής αυτής είναι σταθερό άσχετα από οποιαδήποτε αύξηση ή μείωση των κερδών της εκδότριας επιχείρησης.

9.3.4. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των προνομιούχων μετοχών

α) Πλεονεκτήματα. Οι επιχειρήσεις βρίσκουν τις προνομιούχες μετοχές επωφελείς ως μια πηγή κεφαλαίων επειδή, αντίθετα με τα τοκομερίδια (τόκοι) μιας έκδοσης ομολογιών, τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών μπορεί να μην πληρωθούν χωρίς το φόβο ένδικων μέσων (προσφυγή στα δικαστήρια) για πτώχευση της επιχείρησης. Επιπλέον, οι προνομιούχες μετοχές είναι επωφελείς για τους πιστωτές (χρέους) της εκδότριας επιχείρησης. Τα κεφάλαια που αντλούνται μέσω της έκδοσης προνομιούχων μετοχών μπορούν να χρησιμοποιηθούν από την επιχείρηση να επενδύσει σε περιουσιακά στοιχεία που θα παράγουν κέρδη που χρειάζονται για να πληρωθούν οι πιστωτές της επιχείρησης πριν πληρωθούν οι προνομιούχοι μέτοχοι.

β) Μειονεκτήματα. Εντούτοις, οι προνομιούχες μετοχές έχουν ορισμένα μειονεκτήματα για την εκδότρια επιχείρηση. Το πρώτο μειονέκτημα είναι ότι, εάν δεν γίνει μια πληρωμή μερίσματος για αυτές τις μετοχές, οι νέοι επενδυτές μπορεί να είναι απρόθυμοι να κάνουν επενδύσεις σε αυτή την επιχείρηση. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις αυτές, γενικά, δεν είναι σε θέση να αντλήσουν οποιαδήποτε νέα κεφάλαια έως ότου όλα τα μη πληρωθέντα μερίσματα εξοφληθούν. Επιπλέον, οι προνομιούχοι μέτοχοι πρέπει να έχουν μια απόδοση συνετή με τον κίνδυνο που συνδέεται με τις προνομιούχες μετοχές (δηλαδή τον κίνδυνο ότι οι πληρωμές των μερισμάτων μπορεί να καθυστερήσουν). Συνεπώς, οι προνομιούχες μετοχές μπορεί να είναι μια πιο δαπανηρή πηγή χρηματοδότησης για την εκδότρια επιχείρηση από ό,τι οι ομολογίες. Ένα άλλο μειονέκτημα των προνομιούχων μετοχών, από πλευράς της εκδότριας επιχείρησης, είναι ότι αντίθετα με τα τοκομερίδια (τόκοι) που πληρώνονται στις εταιρικές ομολογίες, τα μερίσματα που πληρώνονται στις προνομιούχες μετοχές δεν θεωρούνται ως εκπιπτόμενες δαπάνες για τον υπολογισμό των φόρων. Τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών πληρώνονται από τα κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων. Αυτό αυξάνει το κόστος των προνομιούχων μετοχών σε σχέση με τις ομολογίες για τους μετόχους της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, αυτή η διαφορά της φορολογικής μεταχείρισης μεταξύ τοκομεριδίων (τόκων) των ομολογιών και

των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών επηρεάζει τα καθαρά κέρδη διαθέσιμα για τους κοινούς μετόχους της επιχείρησης. Παρόλο που οι προνομιούχες μετοχές έχουν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα ως μια μέθοδο χρηματοδότησης της επιχείρησης, τα τελευταία χρόνια οι μετοχές αυτές έχουν παρουσιάσει μια αναζωπύρωση ως μια επενδυτική ευκαιρία.

9.3.5. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των διαφόρων κατηγοριών μετοχών

Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, όπως αναφέραμε, υπάρχουν σήμερα μετοχές διαφόρων κατηγοριών, κοινές ανώνυμες μετοχές, κοινές ονομαστικές, προνομιούχες ανώνυμες, προνομιούχες ονομαστικές. Αυτές είναι οι περισσότερο διαδεδομένες κατηγορίες μετοχών.

Η βασική διαφορά μεταξύ ανωνύμων και ονομαστικών μετοχών είναι ότι για μεν τις ανώνυμες, κάτοχος τους θεωρείται ο κομιστής, ενώ στις ονομαστικές είναι καταγεγραμμένο το όνομα του κατόχου των τίτλων επάνω στο σώμα των μετοχών και στα μετοχολόγια των εταιρειών που τις έχουν εκδώσει.

Οι ονομαστικές μετοχές πρόσφεραν παλαιότερα περισσότερα πλεονεκτήματα, όπως την προστασία από κλοπή ή απώλεια για την ευκολία αποθήκευσης, αφού ο αγοραστής τους δεν είχε τις ίδιες τις μετοχές στα χέρια του αλλά μια βεβαίωση του Αποθετηρίου Τίτλων στο οποίο φυλάσσονται.

Σήμερα αρκετές από τις κοινές μετοχές είναι «ακίνητοποιημένες», έχουν δηλαδή μετατραπεί σε «αποθετήρια τίτλων» και προσφέρουν και αυτές τη δυνατότητα εύκολης αποθήκευσης, αλλά δεν διασφαλίζουν τον κάτοχό τους από την απώλεια.

Με την πλήρη αύλοποίηση των μετοχικών τίτλων έχουν εκλείψει και αυτές οι διαφορές, αφού όλες οι μετοχές έχουν συγκεκριμένους και καταγεγραμμένους μετόχους.

Διαφοροποιήσεις σε ό,τι αφορά τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά των ανωνύμων και των ονομαστικών μετοχών δεν υπάρχουν, τουλάχιστον διαφορές που να προκύπτουν από το γεγονός ότι οι μετοχές αυτές ανήκουν σε μια συγκεκριμένη κατηγορία.

Οι περισσότερες από τις «βαριές μετοχές» του ελληνικού χρηματιστηρίου δηλαδή αυτές που προέρχονται από εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης, είναι ονομαστικές μετοχές, όπως είναι οι τράπεζες, οι ΔΕΚΟ, οι επιχειρήσεις μαζικής ενημέρωσης και μια σειρά μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων που λειτουργούν και ως προμηθευτές του Δημοσίου.

Παράλληλα, άλλες μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις έχουν ανώνυμες μετοχές, χωρίς αυτό να αποτελεί πλεονέκτημα ή μειονέκτημα σε ό,τι αφορά τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά τους, αφού τα στοιχεία εκείνα που

επηρεάζουν τις τιμές, πρέπει να αναζητηθούν σε άλλα πεδία. Η διαφορά μεταξύ κοινών και προνομιούχων μετοχών εντοπίζεται στο γεγονός ότι ο κοινός μέτοχος έχει δικαίωμα ψήφου στη γενική συνέλευση της εταιρείας, ενώ ο προνομιούχος στερείται αυτού του δικαιώματος, το οποίο όμως παραχωρεί σε αντάλλαγμα. Ο προνομιούχος μέτοχος έχει δικαίωμα να πάρει πρώτος, έναντι του κοινού μετόχου, μέρος σε περίπτωση που η εταιρεία είχε ζημιές για ορισμένες χρήσεις και δεν έχει διανεμίσει μέρος, και ακόμη προηγείται στην ικανοποίηση των απαιτήσεών τους, στην περίπτωση που μια εταιρεία τεθεί σε εκκαθάριση.

Η ελληνική αγορά έχει δείξει ότι δεν συμπαθεί τις προνομιούχες μετοχές, σε αντίθεση με ότι συμβαίνει σε άλλες αγορές, όπου αυτή η κατηγορία θεωρείται ότι εξασφαλίζει περισσότερα τα συμφέροντα του μικρο-επενδυτή. Πολλές εταιρείες έχουν προχωρήσει στην κατάργηση των προνομιούχων μετοχών και στην αποκατάστασή τους με κοινές.

9.4. ΔΙΑΘΕΣΗ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΚΟΙΝΟ

Η διάθεση νέων μετοχών στο κοινό διακρίνεται:

- α) **Πρώτη διάθεση νέων μετοχών στο κοινό και**
- β) **Δεύτερη διάθεση νέων μετοχών στο κοινό.**

9.4.1. Πρώτη διάθεση νέων μετοχών στο κοινό

Η αρχική διάθεση νέων μετοχών στο κοινό είναι η διάθεση νέων μετοχών που γίνεται για πρώτη φορά από μια συγκεκριμένη επιχείρηση. Καθώς μια ιδιωτική επιχείρηση επεκτείνεται, μπορεί να χρειάζεται περισσότερα κεφάλαια από ότι θα μπορούσε να αποκτήσει μέσω δανεισμού και συνεπώς στην περίπτωση αυτή θα εξετάσει μια αρχική διάθεση μετοχών στο κοινό.

Επειδή οι επιχειρήσεις που εκδίδουν νέες μετοχές στο κοινό, συνήθως δεν είναι πολύ γνωστές στους επενδυτές πρέπει να παρέχουν λεπτομερείς πληροφορίες για τις δραστηριότητές της και την χρηματοοικονομική κατάστασή τους. Για το λόγο αυτό οι επιχειρήσεις εκδίδουν και παρέχουν ένα ενημερωτικό δελτίο στους δυνητικούς επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν σε μια νέα αρχική έκδοση νέων μετοχών. Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει λεπτομερείς χρηματοοικονομικές καταστάσεις και μια εξήγηση των πιθανών κινδύνων που συνεπάγεται η έκδοση νέων μετοχών. Το ενημερωτικό αυτό δελτίο μπορεί να είναι περισσότερες από 100 σελίδες. Συνήθως μια επιχείρηση που σχεδιάζει την πρώτη διάθεση των μετοχών στο κοινό αναθέτει σε μια εταιρεία επενδύσεων για να την συμβουλευτεί σχετικά με το ποσό των μετοχών που πρέπει να εκδοθεί καθώς και τη ζητούμενη τιμή για τις προς διάθεση μετοχές. Η επιχείρηση θα προσπαθήσει, επίσης, να διαθέσει τις μετοχές στους επενδυτές και χα-

ρακτηριστικά πωλεί πολλές από τις μετοχές σε θεσμικούς επενδυτές. Οι μικροεπενδυτές τείνουν να έχουν λιγότερο πρόσβαση στις νέες μετοχές κατά την ημέρα της πρώτης διάθεσης των νέων μετοχών. Με το πέρασμα του χρόνου, η επιχείρηση μπορεί να αποφασίσει να εκδώσει συμπληρωματικές μετοχές και πάλι θα καταφύγει σε μια εταιρεία επενδύσεων για συμβουλές και τη διάθεση των μετοχών.

Η διάθεση νέων μετοχών στο κοινό τείνει να λαμβάνει χώρα πιο συχνά κατά τη διάρκεια συνεχούς ανοδικής τάσης της κεφαλαιαγοράς, που οι δυνητικοί επενδυτές ενδιαφέρονται περισσότερο να αγοράσουν νέες μετοχές. Επίσης, η έκδοση νέων μετοχών λαμβάνει χώρα πιο συχνά όταν οι άλλες επενδυτικές ευκαιρίες δεν είναι ελκυστικές. Για παράδειγμα, στα τέλη της δεκαετίας του 1990 η χρηματιστηριακή αγορά παρουσίασε μια συνεχή ανοδική τάση και τα χαμηλά επιτόκια αποθάρρυναν τους επενδυτές να επενδύσουν σε χρεόγραφα που απέδιδαν χαμηλούς τόκους (όπως π.χ. οι ομολογίες). Συνεπώς, η ζήτηση των επενδυτών για νέες μετοχές την περίοδο εκείνη ήταν έντονη. Οι επιχειρήσεις ήταν πιο πρόθυμες να εκδίδουν νέες μετοχές επειδή ήταν βέβαιες ότι μπορούσαν να πωλήσουν όλες τις μετοχές τους. Δεδομένου των περιορισμένων χρηματοοικονομικών πληροφοριών και της ιστορίας της εκδότριας επιχείρησης, οι τιμές των νέων μετοχών είναι πολύ ευαίσθητες σε οποιαδήποτε επερχόμενες διαθέσιμες πληροφορίες και οι τιμές των μετοχών μπορεί συνεπώς να είναι αρκετά ασταθείς.

9.4.2. Δεύτερη διάθεση νέων μετοχών στο κοινό

Η δεύτερη διάθεση μετοχών στο κοινό είναι μια νέα έκδοση μετοχών από μια συγκεκριμένη επιχείρηση, η οποία έχει ήδη μετοχές σε κυκλοφορία.

Η επιχείρηση πιθανό να αναθέσει σε μια εταιρεία επενδύσεων για να πωλήσει τις μετοχές της. Επειδή, η επιχείρηση έχει ήδη μετοχές στην αγορά μπορεί να παρακολουθεί την τρέχουσα τιμή των μετοχών της για να προβλέψει την τιμή στην οποία μπορεί να πωλήσει τις νέες μετοχές. Εάν η επιχείρηση κατακλύσει την αγορά με περισσότερες μετοχές από ό,τι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να αγοράσουν, μπορεί να προξενήσει μια μείωση της τιμής ισορροπίας όλων των μετοχών της. Οι επιχειρήσεις τείνουν να παρακολουθούν τις μεταβολές της αγοράς μετοχών όταν αποφασίζουν για τον πιο κατάλληλο χρόνο για να προβούν σε μια δεύτερη έκδοση νέων μετοχών στο κοινό. Είναι πιο πρόθυμες να εκδώσουν νέες μετοχές όταν η τρέχουσα τιμή των μετοχών τους σε κυκλοφορία είναι σχετικά υψηλή. Συνεπώς, μερικές επιχειρήσεις θεωρούνται ως «χρονομέτρες – σηματοδότες» της αγοράς (market timer), επειδή επιλέγουν τον πιο κατάλληλο χρόνο για τη δεύτερη διάθεση νέων μετοχών για να ανταποκρίνονται στις συνθήκες

της συνεχούς ανοδικής τάσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Οι επιχειρήσεις μερικές φορές κατευθύνουν τις πωλήσεις των μετοχών προς μια συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών, όπως τους υπάρχοντες μετόχους, παρέχοντας σε αυτούς δικαιώματα προτιμήσεως (πρώτη προτίμηση) για να αγοράσουν τις νέες μετοχές. Η επιχείρηση διαθέτοντας τις νεοεκδιδόμενες μετοχές στους υπάρχοντες μετόχους αποφεύγει την άμβλυση της ιδιοκτησίας. Τα δικαιώματα προτίμησης (preemptive rights) ασκούνται αγοράζοντας νέες μετοχές κατά τη διάρκεια της περιόδου προεγγραφής για την αγορά νέων μετοχών (η οποία, συνήθως, διαρκεί ένα μήνα ή λιγότερο) στην τιμή προσδιοριζόμενες στα δικαιώματα προτίμησης. Εναλλακτικά, τα δικαιώματα προτίμησης μπορεί να πωληθούν σε κάποιον άλλο.

9.5. ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

9.5.1. Γενικά

Εάν μια επιχείρηση επιθυμεί να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια, πέρα από αυτή που άντλησε μέσω έκδοσης χρεογράφων χρέους (π.χ. ομολογιών) μπορεί να επιλέξει να εκδώσει νέες συμπληρωματικές μετοχές με τη μορφή μιας έκδοσης δικαιωμάτων (a rights issue). Ο σκοπός μιας έκδοσης δικαιωμάτων μπορεί να είναι η άντληση νέας χρηματοδότησης για την περαιτέρω ανάπτυξη ή και επέκταση της επιχείρησης ή ακόμη για την εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης. Εναλλακτικά, έκδοση δικαιωμάτων μπορεί να παρακινήσει από την επιθυμία μιας επιχείρησης να εξοφλήσει μερικό από το χρέος της ή ακόμη να βοηθήσει την επιχείρηση να αντιμετωπίσει ένα προσωρινό πρόβλημα ρευστότητας. Με μια έκδοση δικαιωμάτων νέες μετοχές προσφέρονται στους υπάρχοντες μετόχους με μια αναλογία προς τον αριθμό των μετοχών το οποίο ήδη κατέχουν οι μέτοχοι αυτοί. Για παράδειγμα μια έκδοση «μια προς δύο μετοχές» σημαίνει στους υπάρχοντες μετόχους προσφέρεται μια νέα μετοχή για δυο μετοχές τις οποίες ήδη κατέχουν. Οι νέες μετοχές συνήθως προσφέρονται με μια χαμηλότερη τιμή από την τρέχουσα τιμή της για να ενθαρρύνει την αποδοχή της έκδοσης. Εάν οι μετοχές σήμερα αποτιμώνται 100 ευρώ η κάθε μία, τότε η νέα μετοχή μπορεί να τιμολογηθεί, ας πούμε 70 ευρώ. Ένας μέτοχος πρέπει, λοιπόν, να αποφασίσει εάν θα ασκήσει τα δικαιώματά του ή εάν θα πωλήσει αυτά σε έναν τρίτο άτομο (που του παρέχεται το δικαίωμα αυτό). Εάν ο μέτοχος ασκήσει τα δικαιώματά του, τότε, διατηρεί την ίδια αναλογία ιδιοκτησίας της επιχείρησης όπως πριν την έκδοση των δικαιωμάτων, αλλά η τιμή των μετοχών του, συνήθως, θα μειωθεί περίπου στα 90 ευρώ $[(100 + 100 + 70) : 3 = 90]$.

Εναλλακτικά, ο μέτοχος μπορεί να πωλήσει τα δικαιώματά του στην μετοχή για π.χ. 20 ευρώ σε ένα τρίτο άτομο. (Το τρίτο άτομο τότε έχοντας τα δι-

καιώματα να αγοράσει μετοχές στα 70 ευρώ μπορεί να αναμένει ότι οι μετοχές αυτές θα πωληθούν περίπου 90 ευρώ η καθεμιά), αλλά αυτό σημαίνει για τον μέτοχο ότι η ιδιοκτησία του στην επιχείρηση θα είναι λιγότερη από ότι ήταν πριν την έκδοση και την πώληση των δικαιωμάτων και μπορεί ακόμη να αναμένει η τιμή των υπαρχουσών μετοχών να μειωθεί στα 90 ευρώ.

Ο κύριος κίνδυνος για την επιχείρηση είναι ότι μεταξύ του χρόνου της έκδοσης των δικαιωμάτων και της τελευταίας ημέρας για την αποδοχή των δικαιωμάτων (που είναι συνήθως τρεις εβδομάδες), η τιμή των υπαρχόντων μετοχών μπορεί να μειωθεί κάτω της τιμής προεγγραφής για τις νέες μετοχές, σημαίνοντας ότι οι επενδυτές δεν θα έχουν κίνητρο για να αποδεχτούν την προσφορά. Για να εξασφαλίσει η επιχείρηση τη χρηματοδότηση που χρειάζεται ασφαλίζει (underwrite) την έκδοση δικαιωμάτων σε μια τράπεζα (ή ένα όμιλο τραπεζών) που θα αναλάβει την υποχρέωση να αγοράσει όσες νέες μετοχές δεν αναληφθούν από τους υπάρχοντες μετόχους. Οι ασφαλιστικοί οργανισμοί (συνήθως τράπεζες) απαιτούν μια αμοιβή για τις υπηρεσίες τους καθώς και για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν σε περίπτωση που δεν γίνει προεγγραφή για όλα τα εκδιδόμενα δικαιώματα. Η αμοιβή κυμαίνεται, αλλά συνήθως είναι μεταξύ 1 έως 5% της αξίας της έκδοσης.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις ασφαλίζουν τις εκδόσεις δικαιωμάτων, αλλά σε σπάνιες περιπτώσεις αντί της ασφάλισης οι μετοχές προσφέρονται σε μια πολύ χαμηλή τιμή π.χ. 40 ευρώ αντί για 70 ευρώ (στο παραπάνω παράδειγμά μας), με λίγη πιθανότητα ότι η τιμή της μετοχής θα μειωθεί κάτω αυτού του επιπέδου.

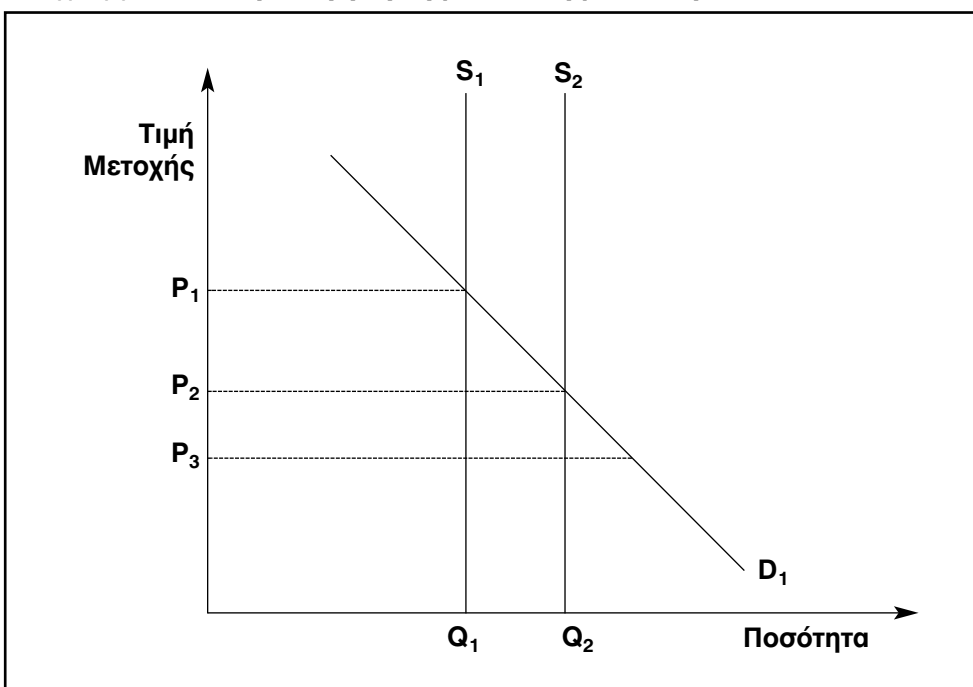
Το πρόβλημα, εντούτοις, είναι ότι περισσότερες μετοχές πρέπει να εκδοθούν για την άντληση του ίδιου ποσού που απαιτείται για τη χρηματοδότηση και εάν η επιχείρηση πρόκειται να διατηρήσει το ίδιο επίπεδο μερισμάτων ανά μετοχή, αυτό θα έχει ως συνέπεια την πληρωμή υψηλότερων επιπέδων μερισμάτων στο μέλλον.

9.5.2. Υπόδειγμα τιμολόγησης μιας έκδοσης δικαιωμάτων

Ένα απλό Υπόδειγμα Τιμολόγησης μιας έκδοσης δικαιωμάτων είναι το παρακάτω: Η τιμή των υπαρχόντων μετοχών είναι ένας σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της τιμής στην οποία μια επιχείρηση μπορεί να αναμένει να αντλήσει νέα κεφάλαια. Το παρακάτω Διάγραμμα 9.1. παρουσιάζει τη ζήτηση και προσφορά για τις μετοχές μιας επιχείρησης.

Η τρέχουσα τιμή των μετοχών είναι P_1 , εάν η επιχείρηση εκδώσει νέες μετοχές, η κάθετη καμπύλη προσφοράς S_1 θα μετατοπισθεί προς τα δεξιά στη θέση S_2 και η κατάλληλη τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι P_2 , η οποία είναι κάτω από τη P_1 . Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι υπάρ-

Διάγραμμα 9.1.: Τιμολόγηση της Έκδοσης Δικαιωμάτων



χει μια τάση να πωλούνται οι νέες εκδόσεις μετοχών σε μια τιμή κάτω της τιμής ισορροπίας P_2 π.χ. P_3 , όταν λαμβάνει χώρα η έκδοση νέων μετοχών, τότε, η τιμή τείνει να αυξάνεται προς την τιμή ισορροπίας P_2 .

Μέρος της μείωσης από την αρχική τιμή P_1 αποδίδεται στην ελαστικότητα της ζήτησης για τη συγκεκριμένη μετοχή, καθώς αντανακλά την κλίση της καμπύλης ζήτησης D_1 . Το άλλο μέρος της μείωσης αντανακλά μια σκόπιμη υποτιμολόγηση της νέας έκδοσης. Οι λόγοι για αυτή την τάση υποτιμολόγησης των νέων εκδόσεων είναι ότι οι επιχειρήσεις και οι σύμβουλοι της επιχείρησης τείνουν να κλείνουν προς την πλευρά της επιφυλακτικότητας. Συνήθως αισθάνονται ότι είναι καλύτερα να υποτιμολογήσουν τη νέα έκδοση παρά να διατρέχουν τον κίνδυνο της υπερτιμολόγησης της έκδοσης και της πιθανής μη διάθεσης αυτής. Ενώ η υποτιμολόγηση θα βοηθήσει να εξασφαλίσει όλη η έκδοση να διατεθεί και συνεπώς ο κίνδυνος για τις εταιρείες που αναλαμβάνουν τη διάθεση των μετοχών (underwriters) ελαχιστοποιείται (και αυτό αντανακλάται στις χαμηλότερες αμοιβές των μεσολαβητών). Μια υπερτιμολόγηση, πιθανό, να έχει ως συνέπεια να μείνουν μερικές μετοχές της έκδοσης στα χέρια των μεσολαβητών (underwriters) και μια μείωση της τιμής της μετοχής αντανακλά δυσμενώς στην επιχείρηση πράγμα που κάνει δυσκολότερο για αυτή να

αντλήσει επιπλέον χρηματοδότηση στο μέλλον.

Η επιχείρηση θα τείνει να αντλεί λιγότερα κεφάλαια από αυτά που θα μπορούσε να αντλήσει με την σκόπιμη υποτιμολόγηση.

9.6. ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΔΕΝ ΚΑΤΕΧΕΙ Ο ΠΩΛΗΤΗΣ ΚΑΤΑ ΤΟ ΧΡΟΝΟ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT SALES)

Οι περισσότερες αγορές και πωλήσεις μετοχών γίνονται από τους επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να κατέχουν ή οι οποίοι ήδη κατέχουν μετοχές. Εντούτοις, πολλές μετοχές πωλούνται short, δηλαδή πωλούνται από επενδυτές οι οποίοι δεν κατέχουν τις μετοχές κατά το χρόνο πώλησης αυτών.

Η δυνατότητα να πουλάς short είναι σημαντική για την τιμολόγηση των μετοχών καθώς παρέχουν την ευκαιρία στους επενδυτές οι οποίοι αισθάνονται ότι μια μετοχή είναι υπερτιμημένη να κερδίσουν από αυτή την άποψη. Αν οι επενδυτές αυτοί αποκλείονταν από την αγορά τότε θα υπήρχε μια ανοδική τάση στις τιμές των μετοχών καθώς οι μετοχές θα κατέχονταν από άτομα τα οποία είναι αισιόδοξα για τις μετοχές. Υπάρχουν πολλοί τρόποι με τους οποίους μια μετοχή μπορεί να πωληθεί short – ένας τρόπος είναι ένας επενδυτής να ζητήσει από το χρηματιστή του (broker) να δανεισθεί τις μετοχές από ένα υπάρχοντα μέτοχο και οι μετοχές είναι τότε διαθέσιμες για πώληση σε έναν αγοραστή.

Ο πωλητής συνεπώς «καλύπτει» τη θέση του αγοράζοντας τις μετοχές σε κάποια μελλοντική ημερομηνία (ελπίζοντας σε μια χαμηλότερη τιμή) για παράδοση στον συμβαλλόμενο ο οποίος δάνεισε τις μετοχές.

Αναφέρουμε το ακόλουθο παράδειγμα, ο Α πιστεύει ότι οι μετοχές της επιχείρησης Χ είναι υπό τις παρούσες συνθήκες υπερτιμημένες στα 10 ευρώ η κάθε μετοχή και επιδιώκει να επωφεληθεί από μια αναμενόμενη πτώση της τιμής της μετοχής. Δίνει εντολή στο χρηματιστή του να πωλήσει 2.000 μετοχές με 10 ευρώ τη μετοχή για λογαριασμό του. Ο χρηματιστής θα δανεισθεί 2.000 μετοχές από τον Β για να παραδώσει στον αγοραστή των μετοχών και ο χρηματιστής εισπράττει 20.000 ευρώ για λογαριασμό του Α. Το χρηματικό ποσό 20.000 ευρώ διακρατείται σε ένα λογαριασμό του Α, αλλά δεν δίνεται σε αυτό καθώς έχει πωλήσει 2.000 μετοχές χωρίς να τις κατέχει (πώληση short). Εάν έπειτα από μια εβδομάδα η τιμή της μετοχής μειωθεί στα 8 ευρώ, ο Α μπορεί να ειδοποιήσει το χρηματιστή του να αγοράσει 2.000 μετοχές για 16.000 ευρώ για λογαριασμό του για επιστροφή στο Β που δάνεισε τις μετοχές.

Ο Α τότε πραγματοποιεί ένα κέρδος 4.000 ευρώ (20.000 – 16.000) μείον: **α)** τις προμήθειες του χρηματιστή του, **β)** τις οποιεσδήποτε πληρωμές μερισμάτων τις οποίες ο Β (που δάνεισε τις μετοχές) δικαιούται και **γ)** την αμοιβή του Β για το δανεισμό των μετοχών.

Προφανώς εάν ο Α κάνει λάθος στις εκτιμήσεις του και η τιμή της μετοχής αυξάνεται πάνω από 10 ευρώ τότε θα υποστεί μια ζημιά, επειδή πρέπει να αγοράσει τις μετοχές σε υψηλότερη τιμή από την τιμή που πούλησε αυτές για να τις επιστρέψει στον Β. Ένα μέτρο του βαθμού των short θέσεων είναι ο λόγος του αριθμού των μετοχών που πουλήθηκαν short διαιρούμενου με τον συνολικό αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Ένα σχετικά υψηλό ποσοστό (π.χ. 3%) υποδεικνύει ένα μεγάλο αριθμό short θέσεων στην αγορά, που σημαίνει ότι ένας σχετικά μεγάλος αριθμός επενδυτών αναμένει μείωση της τιμής της μετοχής.

9.7. ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Υπάρχουν διάφοροι συμμετέχοντες στις αγορές μετοχών. Οι επενδυτές είναι τα άτομα και οι θεσμικοί οργανισμοί που αγοράζουν και πωλούν μετοχές είτε για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό άλλων επενδυτών. Οι θεσμικοί επενδυτές (όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, οι ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία, ταμεία συντάξεων) είναι υπεύθυνοι για το πλείστο των συναλλαγών κατά τα πρόσφατα χρόνια. Οι χρηματιστές (brokers) ενεργούν ως αντιπρόσωποι για λογαριασμό των πελατών τους και προσπαθούν να εκτελούν συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους στην καλύτερη δυνατή τιμή. Επιπλέον, οι χρηματιστές μπορεί να προσφέρουν συμβουλές και να πωλήσουν υπηρεσίες έρευνας.

Οι market – makers παρέχουν προσφερόμενες τιμές από την αγοραστή (bid price) και ζητούμενες τιμές από τον πωλητή (ask price) για τις μετοχές σε μια συνεχή βάση. Εάν δεν είναι σε θέση να βρουν αντισυμβαλλόμενους για μια εντολή αγοράς / πώλησης πρέπει να είναι έτοιμοι να πάρουν οι ίδιοι μια ανοιχτή θέση (open position) στις μετοχές ή να διεξάγουν μια αντισταθμιζόμενη συναλλαγή με ένα άλλο market – maker.

9.8. ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

9.8.1. Εισαγωγή

Οι επενδυτές παρέχουν χρηματοδότηση στις επιχειρήσεις όταν αγοράζουν νεοεκδιδόμενες μετοχές. Όταν οι επενδυτές επενδύουν σε μετοχές μιας επιχείρησης βασίζονται στους διευθυντές (managers) να διευθύνουν την επιχείρηση κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιούν την τιμή της μετοχής. Εντούτοις ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας (των επενδυτών) και του ελέγχου (των διευθυντών) μπορεί να καταλήξει σε προβλήματα καλής διαχείρισης της επιχείρησης από πλευράς των διευθυντών λόγω συγκρουόμενων συμφερόντων.

Οι διευθυντές μπορεί να δελεασθούν να εξυπηρετήσουν τα δικά τους

συμφέροντα παρά εκείνα των επενδυτών, οι οποίοι κατέχουν τις μετοχές της επιχείρησης. Συνεπώς, οι επενδυτές πρέπει να παρακολουθούν και να ελέγχουν τη διαχείριση της επιχείρησης για να διασφαλίσουν ότι οι διευθυντές παίρνουν αποφάσεις οι οποίες μεγιστοποιούν την αξία της μετοχής της επιχείρησης. Οι θεσμικοί επενδυτές τείνουν να επενδύουν σε σημαντικά μεγαλύτερο αριθμό μετοχών από ό,τι οι ατομικοί επενδυτές, συνεπώς, αυτοί έχουν μεγαλύτερη δύναμη από τους μικρούς επενδυτές να ελέγχουν τη διαχείριση μιας επιχείρησης.

Οι θεσμικοί επενδυτές, επίσης, έχουν περισσότερους πόρους για να ελέγχουν μια επιχείρηση, έτσι οι επιχειρήσεις αναγνωρίζουν ότι πρέπει να ανταποκρίνονται στις συμβουλές ή παράπονα των θεσμικών επενδυτών για να διατηρήσουν αυτούς ως επενδυτές. Πολλοί θεσμικοί επενδυτές κατέχουν εκατομμύρια μετοχές σε μία και μόνο επιχείρηση και συνεπώς είναι πρόθυμοι να δαπανήσουν χρόνο για να διασφαλίσουν ότι οι διευθυντές εξυπηρετούν τα συμφέροντα των επενδυτών.

Επιπλέον, οι θεσμικοί επενδυτές είναι εξοικειωμένοι να εκτιμούν επιχειρήσεις σε μια ημερήσια βάση και έχουν επιδεξιότητα στον έλεγχο επιχειρήσεων. Συνεπώς, έχουν μεγαλύτερη πείρα και πόρους από τους ατομικούς επενδυτές για να ελέγχουν τις επιχειρήσεις.

9.8.2. Ενέργειες των μετόχων της επιχείρησης

9.8.2.1. Γενικά

Οι επενδυτές που είναι δυσαρεστημένοι με τον τρόπο που οι διευθυντές διευθύνουν την επιχείρηση έχουν τρεις γενικές επιλογές. Η πρώτη είναι να μην προβούν σε καμιά ενέργεια και να διακρατήσουν τις μετοχές με την ελπίδα ότι η συμπεριφορά της διοίκησης θα οδηγήσει τελικά σε μια ισχυρή επίδοση της τιμής της μετοχής. Η δεύτερη επιλογή είναι να πωλήσουν τις μετοχές. Αυτή η επιλογή είναι συνήθως μεταξύ επενδυτών οι οποίοι δεν πιστεύουν ότι μπορούν να αλλάξουν τη διοίκηση της επιχείρησης ή δεν επιθυμούν να ξοδέψουν χρόνο και χρήμα που απαιτούνται για να επιφέρουν την αλλαγή. Η τρίτη επιλογή είναι οι μέτοχοι να προβούν στις κατάλληλες ενέργειες.

Υπάρχουν διάφορα είδη ενεργειών από πλευράς των μετόχων. Τα συνηθέστερα είδη ενεργειών είναι τα εξής: **α)** επικοινωνία με την επιχείρηση, **β)** προσπάθεια από τους σημαντικούς επενδυτές αλλαγής της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου της επιχείρησης μέσω πληρεξούσιου από τους μικρούς επενδυτές και **γ)** νομικές ενέργειες (αγωγές) από τους μετόχους κατά της διοίκησης της επιχείρησης.

9.8.2.2. Επικοινωνία των Μετόχων με την επιχείρηση

Οι μέτοχοι μπορούν να γνωστοποιήσουν τις ανησυχίες τους στους άλ-

λους επενδυτές σε μια προσπάθεια να ασκήσουν περισσότερη πίεση στους διευθυντές της επιχείρησης ή στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Για παράδειγμα, οι μέτοχοι μπορούν να εκφράσουν τις ανησυχίες τους για την επιχείρηση η οποία επεκτείνεται έξω από τις κύριες δραστηριότητές της ή προσπαθεί να αποκτήσει (εξαγοράσει) άλλες επιχειρήσεις σε υπερβολική τιμή ή συνηγορεί να μη γίνει εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης η οποία οι μέτοχοι πιστεύουν ότι η εξαγορά αυτή δεν είναι επωφελής για την επιχείρηση. Οι θεσμικοί επενδυτές συνήθως επικοινωνούν με τα υψηλόβαθμο στελέχη της επιχείρησης και έχουν την ευκαιρία να εκφράσουν τις ανησυχίες τους για τις λειτουργίες και δραστηριότητες της επιχείρησης. Οι διευθυντές της επιχείρησης μπορεί να είναι πρόθυμοι να εξετάσουν τις αλλαγές που προτείνονται από τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές, επειδή δεν θέλουν αυτοί οι επενδυτές να πωλήσουν τις μετοχές της επιχείρησης που διατηρούν στα χαρτοφυλάκιά τους.

Μερικοί θεσμικοί επενδυτές έχουν εμπλακεί ακόμη περισσότερο στον έλεγχο της διοίκησης καθώς έχουν αντιληφθεί σαφώς ότι μπορούν να αυξήσουν την αξία των μετοχών του χαρτοφυλακίου τους διασφαλίζοντας ότι οι επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν διοικούνται σωστά και για το συμφέρον των μετόχων. Για παράδειγμα, ένας θεσμικός επενδυτής (όπως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, ένα ταμείο συντάξεων, μια ασφαλιστική εταιρεία) που διατηρεί ένα σημαντικό αριθμό των μετοχών της επιχείρησης μπορεί να απαιτήσει μια θέση στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης ή να ζητήσει από την επιχείρηση τουλάχιστον να αντικαταστήσει ένα από τα ανώτατα στελέχη του διοικητικού συμβουλίου με ένα εξωτερικό επενδυτή για να διασφαλίσει ότι το διοικητικό συμβούλιο εξυπηρετεί τα συμφέροντα των επενδυτών (μετόχων).

9.8.2.3. Προσπάθεια από τους θεσμικούς επενδυτές αλλαγής της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου της επιχείρησης μέσω πληρεξουσίων από τους μικροεπενδυτές

Οι σημαντικοί μέτοχοι όπως π.χ. οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να προσπαθήσουν να αλλάξουν τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου μέσω πληρεξουσίων από τους μικρούς επενδυτές που τους παρέχεται το δικαίωμα αντιπροσώπευσης ή το δικαίωμα ψήφου εκ μέρους των μικρών επενδυτών. Αυτή η ενέργεια είναι μια πιο τυπική προσπάθεια από την επικοινωνία με την επιχείρηση και αυτή η διαδικασία μέσω πληρεξουσίων συνήθως εξετάζεται μόνο εάν μια άτυπη επικοινωνία για αλλαγή στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου αγνοείται από την επιχείρηση.

9.8.2.4. Νομικές ενέργειες (αγωγές) από τους μετόχους κατά της επιχείρησης

Οι επενδυτές μπορεί να εγείρουν (δικαστική) αγωγή κατά του διοικητικού συμβουλίου της επιχείρησης εάν πιστεύουν ότι η διοίκηση δεν εκπληρώνει τα καθήκοντά τους προς τους μετόχους. Η δικαστική αυτή αγωγή σκοπό έχει να υποχρεώσει το διοικητικό συμβούλιο να παίρνει αποφάσεις οι οποίες είναι ευθυγραμμισμένες με τα συμφέροντα των μετόχων.

9.9. ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΤΩΝ ΑΛΛΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Στο βαθμό που τα στελέχη μιας επιχείρησης δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης θα είναι χαμηλότερη από εκείνη που θα ήταν εάν τα στελέχη επικεντρώνονταν στη μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών. Συνεπώς, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης είναι σχετικά χαμηλή σε σύγκριση από την τιμή που θα μπορούσε να ήταν.

9.9.1. Δυνητικά Οφέλη για μια συγκεκριμένη επιχείρηση από την απόκτηση (εξαγορά) μιας άλλης επιχείρησης

Εάν μια επιχείρηση θεωρεί ότι η μετοχή μιας άλλης επιχείρησης με σχετικό αντικείμενο είναι υποτιμημένη μπορεί να εξετάσει να αποκτήσει τις μετοχές της επιχείρησης αυτής για τους παρακάτω λόγους:

Πρώτον, η συνένωση των δύο επιχειρήσεων μπορεί να μειώσει τον πλεονασμό σε κάποιες δραστηριότητες και να επιτρέψει να προκύψουν τα οφέλη της συνεργίας (synergy). Στην περίπτωση αυτή, η αξία της συνένωσης των δύο επιχειρήσεων υπερβαίνει την αξία και των δύο μεμονωμένων επιχειρήσεων.

Δεύτερον, η συγχώνευση μπορεί να ωφελήσει την επιχείρηση λόγω ευνοϊκότερων φορολογικών ρυθμίσεων οι οποίες δεν θα εφαρμόζονταν για τις μεμονωμένες επιχειρήσεις.

Τρίτον, η συγχώνευση μπορεί να επιτρέψει την αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διοίκησης (management) και συνεπώς να βελτιώσει τις λειτουργίες της επιχείρησης.

Τέτατον, μια εξαγορά (acquisition) μπορεί να δημιουργήσει μια πιο διαφοροποιημένη σειρά δραστηριοτήτων, έτσι ώστε η επιχείρηση να είναι λιγότερο εξαρτώμενη από τις συνθήκες οποιουδήποτε συγκεκριμένου κλάδου. Αυτό μπορεί να μειώσει την πιθανότητα της χρεωκοπίας (πτώχευσης) της επιχείρησης. Μια επιχείρηση μπορεί ειδικά να ωφεληθεί από εξαγορές (acquisitions) όταν η τιμή της δικής της μετοχής έχει αυξηθεί. Μπορεί να χρησιμοποιήσει τις δικές της μετοχές ως νόμισμα για να αποκτήσει τις με-

τοχές της επιχείρησης (στόχος) για εξαγορά, ανταλλάσσοντας μερικές από τις δικές της μετοχές με τις μετοχές της επιχείρησης για εξαγορά. Με μια υψηλή τιμή μετοχής, μια επιχείρηση θα χρειασθεί λιγότερες δικές της μετοχές για να ανταλλάξει με μετοχές της επιχείρησης για εξαγορά.

Στο βαθμό που οι επενδυτές προσδοκούν ότι τα οφέλη θα πραγματοποιηθούν πρέπει να ανταποκριθούν ευνοϊκά για την απόκτηση (εξαγορά) της επιχείρησης. Μερικές έρευνες έχουν γίνει για τον προσδιορισμό πως αντιδρούν οι επενδυτές στις περιπτώσεις εξαγορών. Γενικά, οι μελέτες έχουν διαπιστώσει ότι οι τιμές των μετοχών της επιχείρησης (στόχος) για εξαγορά αντιδρούν θετικά, αλλά όμως οι μετοχές της αγοράστριας επιχείρησης δεν επηρεάζονται ευνοϊκά. Η έλλειψη μια ευνοϊκής αντίδρασης της αγοράς για την αγοράστρια επιχείρηση υποδηλοί ότι η αγορά δεν αναμένει η επιχείρηση να ωφεληθεί από την εξαγορά. Σε μερικές περιπτώσεις το αρχικό κίνητρο για την εξαγορά μπορεί να εγείρει υποψίες. Για παράδειγμα μερικοί επενδυτές μπορεί να θεωρούν ότι το κίνητρο των διευθυντών της αγοράστριας επιχείρησης είναι η ανάπτυξη, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε περισσότερη δύναμη (ισχύ) και υψηλότερους μισθούς γι' αυτούς. Ακόμη και αν οι επενδυτές πιστεύουν ότι το κίνητρο είναι βάσιμο δεν αναμένουν η επιχείρηση να επιδιώξει αυτό που χρειάζεται να γίνει. Για παράδειγμα, υπάρχει κάποια ένδειξη ότι οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε εξαγορές για να μειώσουν επικαλυπτόμενες δραστηριότητες – λειτουργίες των δυο επιχειρήσεων ουδέποτε εξαλείφουν τον πλεονασμό αυτό, ίσως λόγω του δυναμικού χαμηλού ηθικού που προκύπτει από τις απολύσεις προσωπικού.

9.9.2. Εξαγορά της συγκεκριμένης επιχείρησης από μια άλλη επιχείρηση

Εάν η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης μειώνεται ως αποτέλεσμα μιας αναποτελεσματικής διοίκησης αυτό αποτελεί μια ευκαιρία για την εξαγορά αυτής της επιχείρησης από μια άλλη επιχείρηση. Δηλαδή η συγκεκριμένη επιχείρηση είναι αντικείμενο μιας πιθανής απόκτησης από μια άλλη επιχείρηση. Εάν οι διευθυντές μιας επιχείρησης δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων και η επιχείρηση αυτή αποκτάται από μια άλλη επιχείρηση, οι διευθυντές αυτοί μπορεί να χάσουν τη δουλειά τους. Συνεπώς, η εξαγορά της επιχείρησης από μια άλλη επιχείρηση μπορεί να επιβάλλει μια ποινή στους διευθυντές, οι οποίοι δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων. Όταν όμως οι διευθυντές εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης θα είναι υψηλότερη και η επιχείρηση αυτή δεν θα είναι στόχος για εξαγορά από μια άλλη επιχείρηση, επειδή θα είναι πάρα πολύ η δαπάνη για την εξαγορά μιας τέ-

τοιας επιχείρησης με αυτές τις συνθήκες λειτουργίας.

Εναλλακτικά, ακόμη και αν εξαγορασθεί η επιχείρηση αυτή κάτω από αυτές τις συνθήκες, οι διευθυντές μπορεί να διατηρηθούν από την αγοραστρία επιχείρησης επειδή εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων.

Υπάρχει κάποια διαφωνία για το αν η αγορά της επιχείρησης από κάποια άλλη επιχείρηση θα έχει ευνοϊκές ή δυσμενείς επιδράσεις στην αγοραζόμενη επιχείρηση. Μερικοί κριτές ισχυρίζονται ότι εξαγορές αναποτελεσματικών επιχειρήσεων, χαρακτηριστικά, οδηγεί σε απολύσεις εργαζομένων, σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι εξαγορές δυσμενώς επηρεάζουν τις οικονομικές συνθήκες και είναι άδικες για τους εργαζόμενους. Η αντεπίθεση σε αυτό το επιχείρημα είναι ότι χωρίς τον κίνδυνο εξαγοράς μιας επιχείρησης από κάποια άλλη θα δίνονταν περιθώρια στις επιχειρήσεις να είναι αναποτελεσματικές, το οποίο είναι άδικο για τους μετόχους οι οποίοι επενδύουν σε αυτές τις επιχειρήσεις.

9.10. ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΟΥΝ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΓΙΑ ΝΑ ΠΡΟΒΟΥΝ ΣΤΙΣ ΚΑΤΑΛΛΗΛΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ

9.10.1. Εισαγωγή

Οι διευθυντές της επιχείρησης, συχνά, συγκρίνουν την τρέχουσα τιμή των μετοχών της επιχείρησής τους με τη δική τους προσωπική εκτίμηση για τις μετοχές αυτές. Εάν θεωρούν ότι οι μετοχές της επιχείρησής τους είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες στην αγορά, μπορούν να προβούν στις κατάλληλες ενέργειες για να επωφεληθούν από αυτή τη διαφορά. Συγκεκριμένα, όταν θεωρούν ότι οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες στην αγορά μπορούν να εξετάσουν μια εξαγορά μετοχών ή ακόμη μια εξαγορά μετοχών από μια ομάδα εντός της επιχείρησης ως μέσο για την αγορά της επιχείρησης από αυτή την ομάδα ή όταν θεωρούν ότι οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες στην αγορά μπορούν να προβούν σε δεύτερη έκδοση νέων μετοχών για διάθεση στο κοινό.

9.10.2. Εξαγορά μετοχών

Εάν οι διευθυντές θεωρούν ότι η τιμή των μετοχών της επιχείρησής τους είναι αδύναμη επειδή οι μετοχές τους υποτιμώνται από την αγορά, μπορούν να εξετάσουν να εξαγοράσουν ένα μέρος των μετοχών οι οποίες βρίσκονται σε κυκλοφορία. Μπορούν να αγοράσουν τις μετοχές σε μια σχετικά χαμηλή τιμή βασιζόμενοι στην εκτίμησή τους ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες σε σχέση με την πραγματική αξία τους.

Οι εξαγορές μετοχών είναι συνήθεις ακόμη όταν οι μετοχές έχουν καλή απόδοση εφόσον οι επιχειρήσεις θεωρούν ότι οι μετοχές είναι υποτι-

μημένες. Γενικά, οι μελέτες έχουν διαπιστώσει ότι οι τιμές των μετοχών ανταποκρίνονται ευνοϊκά στις ανακοινώσεις για εξαγορά των μετοχών, το οποίο σημαίνει ότι η ανακοίνωση μεταβιβάζει σήμα της (διαίσθησης) της διοίκησης ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη. Η αγορά ανταποκρίνεται ευνοϊκά σε αυτό το σήμα. Μολονότι πολλά σχέδια εξαγοράς μετοχών θεωρούνται ως ευνοϊκό σήμα, οι επενδυτές μπορεί να διερωτώνται γιατί οι επιχειρήσεις δεν χρησιμοποιούν τα δικά τους κεφάλαια για να επεκτείνουν τις δραστηριότητές της αντί να εξαγοράζουν τις μετοχές. Συνεπώς, η ανταπόκριση των επενδυτών σε ένα σχέδιο εξαγοράς μετοχών ποικίλει με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης.

9.10.3. Εξαγορά των μετοχών της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια από μια ομάδα εντός της επιχείρησης ως μέσο για την αγορά της επιχείρησης από την ομάδα αυτή

Εάν οι διευθυντές θεωρούν ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη μπορούν να εξετάσουν να σχηματίσουν μια ομάδα για την αγορά της επιχείρησής τους. Αυτή η στρατηγική συνήθως απαιτεί σημαντικά δανειακά κεφάλαια και χρησιμοποιήθηκε κυρίως κατά τη δεκαετία του 1980. Ακόμη και όταν η μετοχή της επιχείρησης είναι κατάλληλα τιμολογημένη να αντανακλά τις μελλοντικές χρηματοροές, μια ομάδα εργαζομένων στην επιχείρηση μπορεί να θεωρούν ότι θα μπορούσαν να αναδιορθώσουν και αναδιοργανώσουν τις δραστηριότητες και τις λειτουργίες της επιχείρησης για να βελτιώσουν ακόμη περισσότερο τις χρηματοροές της επιχείρησης.

Συνεπώς, η τρέχουσα τιμή της μετοχής μπορεί να θεωρείται ως υποτιμημένη από την άποψη της ομάδας των εργαζομένων και να παρακινεί αυτούς να εμπλακούν σε μια στρατηγική εξαγοράς της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια. Η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για την εξαγορά των μετοχών της επιχείρησης δημιουργεί μια διάρθρωση κεφαλαίων με εξαιρετικά υψηλή συμμετοχή των δανειακών κεφαλαίων στο σύνολο των ίδιων κεφαλαίων. Μια ευνοϊκή πλευρά αυτής της αναδιάρθρωσης κεφαλαίων είναι ότι η ιδιοκτησία της επιχείρησης, συνήθως, ανήκει σε μια μικρή ομάδα ατόμων, που μπορεί να είναι οι διευθυντές της επιχείρησης. Συνεπώς, στην περίπτωση αυτή υπάρχει μικρή πιθανότητα σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διευθυντών και μετόχων, που θα μπορούσε να συμβεί εάν οι διευθυντές ενεργούν για τα δικά τους συμφέροντα έναντι των συμφερόντων των μετόχων. Εντούτοις, μια μεγάλη ανησυχία για τη στρατηγική της εξαγοράς της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια είναι ότι η επιχείρηση θα δοκιμάσει προβλήματα χρηματοροών κατά τη διάρκεια του χρόνου, λόγω των υψηλών περιοδικών πληρωμών τοκοχρεολυσίων που θα προκύψουν από τον υψηλό βαθμό χρηματοδότησης με δανειακά κε-

φάλαια. Μια επιχείρησης που χρηματοδοτείται με αυτό τον τρόπο έχει μια δυνητική απόδοση, που μπορεί, όμως, να μην πραγματοποιηθεί και επομένως ο κίνδυνος έλλειψης ρευστότητας πιθανόν να υπάρξει. Μερικές επιχειρήσεις, οι οποίες εμπλέκονται με αυτή τη στρατηγική εκδίδουν νέες μετοχές μετά τη βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης. Αυτή η διαδικασία αναφέρεται ως αντίστροφη στρατηγικής εξαγοράς με δανειακά κεφάλαια. Ενώ η στρατηγική εξαγοράς με δανειακά κεφάλαια μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αγορά όλων των μετοχών της επιχείρησης, η οποία δεν έχει επιτύχει τη δυνητική απόδοσή της (προξενώντας την υποτιμολόγηση των μετοχών της στην αγορά), η στρατηγική της έκδοσης νέων μετοχών μετά τη βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης, συνήθως, είναι επιθυμητή όταν η μετοχή μπορεί να πουληθεί σε μια υψηλή τιμή. Κατ' ουσία οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης ελπίζουν να εκδώσουν νέες μετοχές σε μια πολύ υψηλότερη τιμή από εκείνη που πλήρωσαν όταν πραγματοποίησαν την εξαγορά των μετοχών της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια.

9.10.4. Έκδοση πρόσθετων μετοχών όταν η διοίκηση της επιχείρησης εκτιμά ότι οι μετοχές της επιχείρησης είναι υπερτιμημένες

Εάν οι διευθυντές της επιχείρησης θεωρούν ότι η τιμή των μετοχών της επιχείρησης είναι ισχυρή επειδή η μετοχή είναι υπερτιμημένη από την αγορά και εάν χρειάζονται να αποκτήσουν κεφάλαια, μπορεί να δελεαστούν να εκδώσουν πρόσθετες μετοχές με τη μορφή της δεύτερης έκδοσης νέων μετοχών για διάθεση στο κοινό. Μπορούν να εκδώσουν νέες μετοχές σε μια σχετικά υψηλή τιμή βασιζόμενοι στην εκτίμησή τους ότι οι μετοχές της επιχείρησης είναι υπερτιμημένες από την αγορά από ό,τι στην πραγματικότητα αξίζουν, το οποίο αντανακλά ένα σχετικά χαμηλό κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση (επειδή η νέα έκδοση μετοχών δημιουργεί ένα μεγάλο ποσό κεφαλαίου σε σχέση με τον αριθμό των μετοχών που εκδόθηκαν).