

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	σελ
ΚΕΦΑΛΑΙΟ I	
Εισαγωγή	...1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ II	
Ανασκόπηση βιβλιογραφίας	...5
Συνοπτικός πίνακας βιβλιογραφίας	...13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ III	
Θεσμικό πλαίσιο και διαδικασία διανομής	...14
Αύξηση δια κεφαλαιοποίησης κερδών	...15
Αύξηση δια κεφαλαιοποίησης αποθεματικών	...16
Αύξηση δια κεφαλαιοποίησης υπεραξίας παγίων στοιχείων	...17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV	
Υποθέσεις προς διερεύνηση	...19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ V	
Δείγμα	...21
Μεθοδολογία	...26
Υπολογισμός κανονικών και μη – κανονικών αποδόσεων	...27
Στατιστικοί έλεγχοι	...30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI	
Εμπειρικά αποτελέσματα	
Περίοδος ανακοίνωσης	...34
Περίοδος αποκοπής	...41
Αποτελέσματα μη – παραμετρικού ελέγχου	...48
Το κίνητρο των νέων μετοχών	...56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII	
Περίληψη και συμπεράσματα	...67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα σημαντικό θέμα που έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής διοίκησης (*corporate finance*), έχει να κάνει με τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει η αγορά και οι επενδυτές από τις διάφορες διοικητικές αποφάσεις των εταιριών και τις επακόλουθες εταιρικές πράξεις. Έχει δηλαδή ερευνηθεί συχνά στο παρελθόν η αντίδραση των διαφόρων παραγόντων της αγοράς και η συμπεριφορά των μετοχών κατά τη χρονική περίοδο μίας επικείμενης εταιρικής απόφασης και πράξης. Μία τέτοια διοικητική απόφαση είναι και αυτή της ανακοίνωσης ή/ και της πραγματοποίησης Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών, την οποία θα διερευνήσει η παρούσα μελέτη.

Η Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση και διανομή δωρεάν μετοχών μπορεί να προκύψει από τρεις διαφορετικές μορφές κεφαλαιοποίησης:

- της υπεραξίας των παγίων στοιχείων
- των αποθεματικών
- των μερισμάτων/ κερδών (*stock dividends*).

ή και με συνδυασμό δύο ή και των τριών παραπάνω περιπτώσεων.

Και οι τρεις παραπάνω περιπτώσεις κεφαλαιοποίησης δεν επιφέρουν νέα κεφάλαια στην εταιρία και ως συνέπεια δεν επηρεάζουν τις επενδυτικές της δραστηριότητες, ούτε την κερδοφόρα δύναμή της. Αυτές οι αυξήσεις πραγματοποιούνται με μετακίνηση χρημάτων, δηλαδή με λογιστικές εγγραφές, από τον ένα λογαριασμό (π.χ. παρακρατηθέντα κέρδη) στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Σύμφωνα λοιπόν με την παραπάνω διατύπωση και εφόσον η διανομή δωρεάν μετοχών δε δημιουργεί κάποια οικονομική

αξία, θα περιμέναμε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρίας που εμπλέκεται σε μία τέτοια αύξηση, να μεταβληθεί μόνο

στο βαθμό που θα προσαρμοστεί στο νέο αριθμό κυκλοφορούντων μετοχών. Είναι γνωστό ότι μετά από μία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δηλαδή από την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος και μετά, η τιμή της μετοχή στο χρηματιστήριο θα υπολογίζεται και θα πρέπει να είναι ίση με:

$$P_N = (N_0 \times P_0 + N_1 \times P_E) \div (N_0 + N_1)$$

όπου:

P_N : η νέα τιμή της μετοχής

N₀ : ο αριθμός των μετοχών πριν από την αύξηση

N₁ : ο αριθμός των νέων μετοχών που θα διατεθούν στην αύξηση

P_E : η τιμή διάθεσης κάθε νέας μετοχής

Αντικαθιστώντας στον παραπάνω τύπο το **P_E** με 0, αφού οι μετοχές στην περίπτωση που εξετάζει η εργασία διανέμονται δωρεάν, έχουμε την τιμή που θα έπρεπε να εμφανίσει η μετοχή μετά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών.

Σύμφωνα λοιπόν και με τον παραπάνω τύπο γίνεται κατανοητό ότι, μία κανονική λειτουργία της αγοράς θα εξασφάλιζε ότι μία τέτοια διοικητική απόφαση δε θα μεταβάλει την περιουσιακή κατάσταση των επενδυτών (τιμή X αρ. μετοχών), δηλαδή δε θα οδηγήσει τη μετοχή σε έκτακτες αποδόσεις κατά την ημέρα αποκοπής τους δικαιώματος αλλά ούτε και την περίοδο γύρω από αυτή.

Όσον αφορά στην αντίδραση της μετοχής κατά την ανακοίνωση της εταιρικής πράξης, έχουν γραφτεί κατά καιρούς διάφορα άρθρα, τα οποία υποστηρίζουν ότι μία τέτοια ανακοίνωση

περιέχει πληροφοριακό περιεχόμενο για τους επενδυτές σχετικά με τη μελλοντική πορεία των κερδών και των μερισμάτων της εταιρίας.

Παρακάτω θα εξετάσουμε τις διάφορες μελέτες που αναπτύσσουν αυτή τη θεωρία και θα την συγκρίνουμε με την ελληνική πραγματικότητα, της οποίας το θεσμικό πλαίσιο φαίνεται να διαφοροποιεί τον τρόπο λήψης τέτοιων αποφάσεων και κατά συνέπεια τα αποτελέσματά τους.

Αξιζει συνοπτικά να αναφέρουμε ότι από τους τρεις διαφορετικούς τρόπους διανομής δωρεάν μετοχών, η πρώτη περίπτωση επιβάλλεται από το κράτος, και στοχεύει στην προσαρμογή των παγίων περιουσιακών στοιχείων ώστε να εμφανίζουν τις πραγματικές τους αξίες. Όπως είναι κατανοητό μία τέτοια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι πραγματική και οι λεπτομέρειες της καθορίζονται από το νόμο.

Στη δεύτερη περίπτωση η εταιρία αποφασίζει να μετατρέψει ένα μέρος των αποθεματικών της σε μετοχικό κεφάλαιο, διαδικασία η οποία δεν περιλαμβάνει ταμειακές ροές. Φορολογικά μία τέτοια κεφαλαιοποίηση θεωρείται ως διανομή μερίσματος, δηλαδή μέρος των διανεμόμενων μερισμάτων αποδίδεται στο δημόσιο.

Τέλος η κεφαλαιοποίηση των κερδών και η διανομή μετοχικού μερίσματος, δεν αναμένεται να έχει επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής καθώς η φορολόγηση υπεραξίας και μερισμάτων είναι η ίδια. Επιπρόσθετά, υποθέτουμε ότι τα κέρδη της εταιρίας μέχρι τη στιγμή της διανομής θα έχουν αντικατοπτριστεί στην τιμή της μετοχής και ότι ο τρόπος διανομής τους θα πρέπει να είναι αδιάφορος για τους μετόχους.

Όλα τα παραπάνω συνηγορούν στο γεγονός ότι η απόφαση μίας εταιρίας να διανέμει δωρεάν μετοχές στους παλαιούς μετόχους της, κεφαλαιοποιώντας κάποιο μέρος του κεφαλαίου της, δεν επηρεάζει την κερδοφορία της, δε δημιουργεί ροή νέων κεφαλαίων και κατά συνέπεια δεν αναμένεται υπό κανονικές συνθήκες να

επηρεάσει την απόδοση της μετοχής της. Χρησιμοποιώντας των όρο που συναντάμε συχνά σε διεθνή άρθρα μία Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποτελεί «κοσμητική μεταβολή» του μετοχικού κεφαλαίου, η διαφορετικά πρόκειται για την κοπή της ίδιας τούρτας σε μικρότερα κομμάτια, και άρα δε θα πρέπει να επηρεάζει την «όρεξη» των επενδυτών.

Στόχος της συγκεκριμένης εργασίας είναι να διερευνήσει, μέσω ενός δείγματος ελληνικών εταιριών, κατά πόσο η απόφαση των εταιριών να διανέμουν δωρεάν μετοχές επηρεάζει τον πλούτο των επενδυτών τόσο κατά την περίοδο ανακοίνωσης της απόφασης όσο και κατά την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης. Το δεύτερο μέρος της εργασίας πραγματοποιεί μία ανασκόπηση της παρελθούσας βιβλιογραφίας, ενώ αμέσως μετά αναπτύσσεται συνοπτικά το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου. Στο κεφάλαιο IV διατυπώνονται οι υποθέσεις που θα εξεταστούν, ενώ το κεφάλαιο V περιγράφει το εξεταζόμενο δείγμα και τη μεθοδολογία της εργασίας. Τέλος στο κεφάλαιο VI, αναπτύσσονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης και στο κεφάλαιο VII διατυπώνονται τα συμπεράσματα της εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Παρελθούσες διεθνείς μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί κυρίως στην αμερικανική αγορά περιγράφουν και επιχειρούν να τεκμηριώσουν μία διαφορετική συμπεριφορά των μετοχών των εταιριών που διανέμουν δωρεάν μετοχές, καταγράφοντας σημαντικές αυξήσεις στις αποδόσεις τους αλλά και μεταβολές στον όγκο συναλλαγών και την εμπορευσιμότητά τους, τόσο κατά την ημέρα ανακοίνωσης όσο και την ημέρα αποκοπής. Τα κυριότερα κίνητρα διανομής δωρεάν μετοχών που εξετάζονται από τους διάφορους ερευνητές συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- ✓ η επαναφορά της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής σε ένα καλύτερο διάστημα διαπραγμάτευσης (**trading range motive**)
- ✓ η διατήρηση της ρευστότητας της μετοχής (**liquidity motive**)
- ✓ η ψυχολογική επίδραση στους μετόχους, δημιουργώντας «θόρυβο» γύρω από το όνομα της εταιρίας (**attraction motive**)
- ✓ η διοχέτευση στην αγορά μέρους της ιδιωτικής πληροφόρησης των **managers** σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη. (**signaling motive**)
- ✓ Η προσωρινή υποκατάσταση των χρηματικών μερισμάτων με δωρεάν μετοχές (**stock dividends**)

Παρακάτω παρουσιάζονται συνοπτικά κάποια σημαντικά άρθρα που εξετάζουν τις διανομές δωρεάν μετοχών και στο τέλος της παρουσίασης παρατίθεται ο πίνακας A1, ο οποίος συνοψίζει τα βασικότερα στοιχεία των παρακάτω μελετών.

Το πρώτο κίνητρο, δηλαδή η επαναφορά της μετοχής σε καλύτερο διάστημα τιμών, υποστηρίχτηκε από τους **McNichols** και **Dravid (1990)**. Αυτοί υπέθεσαν ότι ο συντελεστής της διανομής νέων μετοχών αποτελεί ο ίδιος κάποια ένδειξη για τη μελλοντική ή προσδοκώμενη πορεία των κερδών. Για να το τεκμηριώσουν έφτιαξαν ένα μοντέλο επιλογής του συντελεστή και τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όσο η τιμή της μετοχής πριν τη διανομή αυξάνει τόσο αυξάνει και ο συντελεστής, συμπεραίνοντας έτσι ότι οι εταιρίες όντως στοχεύουν με την αύξηση των μετοχών τους να επαναφέρουν την τιμή σε ένα λογικότερο πλαίσιο διακύμανσης. Όσον αφορά στη συμπεριφορά της μετοχής γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, για ένα δείγμα 2780 διανομών, υπολόγισαν μέση έκτακτη απόδοση 0,014%, ενώ η αθροιστική έκτακτη απόδοση για τις τρεις μέρες γύρω από την ανακοίνωση ήταν 0,028%. Ένα ακόμα σημαντικό συμπέρασμα της μελέτης αυτής είναι ότι οι *managers* χρησιμοποιούν την ιδιωτική τους ενημέρωση σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη για να επιλέξουν το συντελεστή διανομής κάτι που οι επενδυτές φαίνεται να υπολογίζουν.

Την τελευταία αυτή άποψη την αναφέρουν στην εργασία τους και οι **Rankine** και **Stice (1997)**, οι οποίοι εξέτασαν την επίδραση της ανακοίνωσης μίας δωρεάν διανομής πάνω στην τιμή της μετοχής αλλά και σε σχέση με τα κέρδη των εταιριών του δείγματος. Οι έλεγχοι που πραγματοποίησαν σε ένα δείγμα 337 διανομών, κατέληξαν σε στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις τόσο πριν όσο και μετά την ανακοίνωση. Για το δείγμα των διανομών που χαρακτηρίζονται ως *Stock splits* βρίσκουν 1,44% έκτακτη απόδοση για τις 5 μέρες γύρω από την ανακοίνωση, ενώ για τις διανομές που ανήκουν στα *stock dividends*, η έκτακτη απόδοση για την ίδια περίοδο είναι 2,44%. Τέλος, παρουσίασαν αποτελέσματα κατά τα οποία οι εταιρίες που είχαν διανείμει δωρεάν μετοχές φαίνονται να πραγματοποιούν τόσο μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις κατά την

ανακοίνωση, όσο μεγαλύτερη είναι και η ανάπτυξη των κερδών τους κατά το έτος της διανομής και το επόμενο, κάτι που είχαν στηρίξει και οι McNichols & Dravid, 1990.

Δύο πολύ σημαντικές έρευνες πάνω στο θέμα των διανομών δωρεάν μετοχών έχουν γραφτεί από τους **Grinblatt, Masulis** και **Titman (1984)** και τους **Eads, Hess** και **Kim (1984)**. Τα δύο αυτά άρθρα συμφωνούν στο ότι δεν αποδέχονται ως κίνητρο της εταιρίας για δωρεάν διανομή την επικείμενη ή προσδοκώμενη αύξηση του χρηματικού μερίσματος ή άλλες ανακοινώσεις σχετικά με τα μεγέθη της εταιρίας γιατί και οι δύο χρησιμοποίησαν «καθαρό» δείγμα δηλαδή διανομές που δεν συνέπεσαν με επιπλέον ανακοινώσεις των εταιριών. Και οι δύο εργασίες ωστόσο καταγράφουν από το δείγμα τους θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, με τη διαφορά ότι οι Eads, Hess και Kim ερευνούν τη συμπεριφορά της μετοχής μόνο γύρω από την ημερομηνία αποκοπής. Το δείγμα 1762 εταιριών που χρησιμοποίησαν οι Grinblatt, Masulis και Titman έδειξε αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις 2 ημερών γύρω από την ανακοίνωση ίσες με 3,31%, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για δείγμα 1740 διανομών για την περίοδο (-1, +3) γύρω από την ex-date ήταν 1,76%.

Αντίθετα με τους McNichols και Dravid, οι **Lamoureux** και **Poon (1987)** απορρίπτουν το κίνητρο επαναφοράς της τιμής της μετοχής σε ένα καλύτερο διάστημα διαπραγμάτευσης. Όσον αφορά στην αντίδραση της τιμής της μετοχής, η μελέτη τους χρησιμοποίησε το market model και παρουσίασε θετικές έκτακτες αποδόσεις τόσο κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης όσο και κατά την περίοδο αποκοπής. Οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για μία περίοδο 60 ημερών πριν και μετά τις ημέρες ανακοίνωσης και αποκοπής είναι, 5,15% και -5,58% αντίστοιχα, ενώ για τις τρεις μέρες γύρω από την ημέρα 0 είναι 4,563% και 0,753%. Οι Lamoureux και Poon υποστηρίζουν ότι οι έκτακτες αποδόσεις κατά την ημερομηνία

αποκοπής οφείλονται στην αύξηση του αριθμού των μετόχων, καθώς οι νέες μετοχές αλλάζουν χέρια (αλλαγή πελατείας) με αποτέλεσμα να αυξηθεί η εμπορευσιμότητα τους και ακολούθως η τιμή τους. Η μελέτη υποστηρίζει ακόμα ότι η ανακοίνωση μίας τέτοιας εταιρικής πράξης δημιουργεί “θόρυβο” γύρω από το όνομα της εταιρίας, γεγονός που αυξάνει την αξία το λεγόμενου “tax-option” της μετοχής και κατά συνέπεια και την απόδοσή της.

Οι **Laskonishok** και **Lev (1987)** θέλησαν να ερευνήσουν τόσο τους λόγους για τους οποίους οι εταιρίες διανέμουν δωρεάν μετοχές όσο και τις αιτίες που οδηγούν στη θετική αντίδραση της αγοράς. Πραγματοποίησαν την έρευνά τους με ένα δείγμα 1257 διανομών τα μεγέθη των οποίων σύγκριναν με ένα βοηθητικό σύνολο εταιριών που δεν είχαν κάνει διανομή (control sample). Ως κίνητρο για τις διανομές που χαρακτηρίζονται ως stock splits η έρευνα αυτή φαίνεται να εντοπίζει το ίδιο με τους **McNichols** και **David (trading range)** καθώς και το κίνητρο του signaling σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και μερίσματα. Όσον αφορά στην κατηγορία των stock dividends οι ερευνητές υποστήριξαν ότι θα μπορούσε να αποτελεί προσωρινή υποκατάσταση των χρηματικών μερισμάτων, κι αυτό γιατί οι εταιρίες της ομάδας αυτής παρουσίασαν μία πτωτική πορεία της μερισματικής απόδοσης ακριβώς πριν από τη διανομή σε σχέση με το control sample, ενώ μετά τη διανομή σημείωναν αύξηση του χρηματικού μερίσματος. Τέλος οι εταιρίες που μοίραζαν stock dividend εμφάνιζαν, σε σχέση με τις εταιρίες της ομάδας σύγκρισης, υψηλότερη ανάπτυξη των κερδών τους, τα οποία όπως φαίνεται αντί να τα μοιράσουν ως μετρητά τα κεφαλαιοποιούσαν για τη διανομή δωρεάν μετοχών.

Τα περισσότερα από τα συμπεράσματα των παραπάνω τα υποστήριξαν με τη δική τους μελέτη και οι **H. Kent, A. Phillips** και **G. Powell (1996)**. Αυτοί δημοσίευσαν ένα άρθρο στο οποίο επιχειρούσαν να περιγράψουν τα χαρακτηριστικά τιμής και αξίας των

εταιριών που πραγματοποιούν διανομές δωρεάν μετοχών και να εξηγήσουν έτσι τα κίνητρά τους. Το δείγμα τους αποτελείται από εταιρίες τριών διαφορετικών δεικτών, NYSE, Amex, Nasdaq και καλύπτει τη χρονική περίοδο 1963-1992 για τους δύο πρώτους δείκτες και 1973-1992 για τον τελευταίο. Τα βασικά συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι ότι οι διανομές stock dividends έχουν μειωθεί δραματικά τα τελευταία 20 – 30 χρόνια, κάτι που το είχαν τονίσει και οι Laskonishok και Lev 10 χρόνια νωρίτερα, και ότι και στους τρεις δείκτες οι εταιρίες που προβαίνουν σε stock split εμφανίζουν μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία και υψηλότερη τιμή μετοχής από το μέσο πληθυσμό, τεκμηριώνοντας έτσι την υπόθεση τους για το κίνητρο επαναφοράς της τιμής σε καλύτερο διάστημα διαπραγμάτευσης. Καταλήγουν τέλος στο ότι κάποιοι μακροοικονομικοί παράγοντες πιθανό να επηρεάζουν τις διανομές αυτές γιατί το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν δωρεάν μετοχές και στις τρεις αγορές τείνει να κινείται παράλληλα.

Ο J. Woolridge (1983) ασχολήθηκε με την μικρότερη της κανονικής μείωση της τιμής κατά την διανομή stock dividend. Είπε ότι αυτές οι μικρές διανομές οδηγούν σε μη αποτελεσματική συμπεριφορά της αγοράς κι ότι αυξάνουν τον πλούτο των επενδυτών. Χρησιμοποίησε όλα τα stock dividend με ποσοστό διανομής μικρότερο του 25% και ύστερα περιόρισε το δείγμα, αφαιρώντας τις εταιρίες που είχαν διανείμει χρηματικό μέρισμα εντός μίας 3ετίας καθώς και αυτές που είχαν σημαντικές λειτουργικές ανακοινώσεις για τις δύο μέρες πριν την ex-date. Τα αποτελέσματα του έδειξαν ότι οι τιμές ανοίγματος στην ex-day ήταν σημαντικά μεγαλύτερες από τις θεωρητικές για το 61% του δείγματος, και επίσης υπήρχε μία μέση έκτακτη απόδοση 0,55% μεταξύ του κλεισίματος (ημέρα -1) και του ανοίγματος (0 ex-date). Βρήκε επίσης ότι αν συγκρίνουμε την έκτακτη απόδοση υπολογισμένη ως προς τη μέση απόδοση δύο διαφορετικών περιόδων μίας (-30,0,+30)

και μίας άλλης (0.+60), η έκτακτη απόδοση που παίρνω από την πρώτη περίοδο θα είναι μεγαλύτερη κάτι που ο συγγραφέας ισχυρίζεται ότι μπορεί να οφείλεται στην πληροφόρηση σχετικά με τη διανομή. Το βασικό συμπέρασμα του άρθρου είναι ότι η τιμή της μετοχής δεν προσαρμόζεται πλήρως στην πραγματοποιούμενη διανομή, το οποίο υποστηρίζει την αρχική υπόθεση για αύξηση του πλούτου των επενδυτών, αφού αυξάνεται η συνολική αξία του κεφαλαίου που κατέχουν.

Η μελέτη των **E. Pilotte, T. Manuel (1996)** ερευνά εταιρίες οι οποίες έχουν προβεί σε **split** τουλάχιστον μία φορά μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο (1970 – 1988), επιθυμώντας έτσι να βρει αποδείξεις για να στηρίξει την υπόθεση ότι η αγορά χρησιμοποιεί την πληροφόρηση που της παρέχουν τα προηγούμενα **split** για να ερμηνεύσει μία τρέχουσα πράξη. Αρχικά υπολογίζει για το συνολικό δείγμα μία μέση έκτακτη απόδοση 2,58% με τη χρήση του **market model**. Στη συνέχεια εξετάζει δύο πηγές πληροφόρησης, την ανακοίνωση της πράξης και την ανακοίνωση κερδών, θέλοντας να δείξουν ότι η αγορά χρησιμοποιεί τις ανακοινώσεις κερδών που ακολούθησαν παλιότερα **splits**, για να διαμορφώσουν προσδοκίες για το τρέχον. Ο έλεγχος υποθέσεων δίνει θετικά αποτελέσματα και για τις δύο περιπτώσεις και μάλιστα όσον αφορά στην ανακοίνωση κερδών, παρατηρείται ότι εταιρίες που κινήθηκαν από υψηλά (χαμηλά) κέρδη μετά το παρελθόν **split** σε χαμηλότερα (υψηλότερα) κατά το τρέχον είχαν μεγαλύτερη του μετρίου αντίδραση της μετοχικής τιμής κατά την τρέχουσα ανακοίνωση των κερδών.

Ο **T. E. Copeland (1984)**, βασιζόμενος σε προηγούμενες μελέτες που κάνουν λόγο για το κίνητρο των **stock splits** που σχετίζεται με τη δημιουργία καλύτερης αγοράς, ερευνά των επίδραση των **split** πάνω στη ρευστότητα της μετοχής. Σχημάτισε ένα μοντέλο πεπερασμένων χρονολογικών σειρών για τον όγκο συναλλαγών, βασιζόμενος στην υπόθεση ότι τα μηνύματα που δέχονται οι

επενδυτές κατά την *event period* επηρεάζουν τις πραγματοποιούμενες συναλλαγές. Αφού το έλεγξε και το βρήκε ανώτερο του προηγούμενου *volume market model*, το χρησιμοποίησε στη δική του έρευνα. Βρήκε ότι το 100% της νέας πληροφόρησης για την εταιρική πράξη απορροφάται σε διάστημα 2-3 εβδομάδων, και έδειξε επίσης μικρή αύξηση του όγκου συναλλαγών, μη στασιμότητα στις συναλλαγές καθώς και αύξηση των προμηθειών (*brokerage fees*) και των *bid / ask spreads*. Τα παραπάνω αποτελέσματα συνοψίζονται σε ένα τελικό συμπέρασμα: ότι μετά το *split* η ρευστότητα της μετοχής μειώνεται, και άρα δεν μπορεί να υποστηριχθεί το κίνητρο περί “*wider*” αγορές.

Τέλος όσον αφορά στην ελληνική αγορά, οι **Παπαϊωάννου Γ, Τραυλός Ν, Τσαγκαράκης Ν (1997)**, έχουν συντάξει μια μελέτη που διερευνά τις χρηματιστηριακές αντιδράσεις κατά την ημέρα ανακοίνωσης μίας διανομής δωρεάν μετοχών, αλλά και κατά την ημέρα αποκοπής, προσπαθώντας παράλληλα να εντοπίσουν πιθανά κίνητρα τέτοιων ενεργειών. Συγκεκριμένα εξετάζουν τις έκτακτες αποδόσεις και στις δύο προαναφερόμενες ημερομηνίες με τη μέθοδο Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων και το *market –adjusted model* για μία περίοδο +/- 10 ημερών, καθώς και την πορεία των κερδών, των μερισμάτων και του όγκου συναλλαγών των εταιριών του δείγματος. Η μελέτη, αντίθετα με όλες τις παραπάνω μελέτες που αφορούσαν στην αγορά των ΗΠΑ, δεν καταλήγει στην παρατήρηση στατιστικά σημαντικών μεταβολών στις χρηματιστηριακές τιμές των εξεταζόμενων μετοχών σε καμία από τις δύο ημερομηνίες. Συγκεκριμένα βρίσκει πολύ μικρές και στατιστικά μη –σημαντικές αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις, 0,0379% για την ημέρα ανακοίνωσης και 0,0505% για την ημέρα αποκοπής. Επίσης δεν αποδεικνύεται σημαντική μεταβολή στα κέρδη και τα μερίσματα ανά μετοχή, πέραν από αυτή που δικαιολογείται από τη συνολική

πορεία της οικονομίας, αλλά ούτε και στον όγκο συναλλαγών, σε σχέση με τη γενική πορεία του ΧΑΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α1 - ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΕΚΔΟΣΗ	ΧΩΡΑ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ	ΜΟΝΤΕΛΟ	CAAR ⁰
M. Eads, P.J. Hess, E.H. Kim	journal of financial economics, vol 13 (1984), pp 3-34	USA	2110 stock dividends & splits(1962-1980)	ex- date	mean adjusted return model	0.39%
			1150 stock dividends & splits (1962-1980)	(-5, +5) days		1.06%
C.G. Lamoureux, P. Poon	journal of finance, vol 42 (1987), pp 1347-1370	USA	217 stocks (1962-1985)	(-60, +60)	market model	5,15 an -5,58 ex
E. Pilotte, T. Manuel	journal of financial economics, vol 41 (1996), pp 111-127	USA	776 firms (1970-1988)	announcement date	market model	2.58%
J. Lakonishok, B. Lev	The Journal of finance, vol 42 (1987), pp 913-930	USA	1015 st. splits(1963-1982) 1257 st. divid(1963-1982)	(-5, +5) years & subperiods	control group (price aver. & medians)	s.96%growth c.28%growth s.14%growth c.8%growth
Thomas E. Copeland	The Journal of finance, vol 34 (1979)	USA	25 random stocks (1963-1974)	(-48 , +48) weeks	FTSM regression model - volume test	-
J. Randall Wooldridge	The Journal of finance, vol 38, (1983)	USA	188 st. div <25% (1964-1983)	ex- date (theor open - exday open)	t -test (theor. Price)	(0,612) ¹
				ex- date (close- close)	comparison period returns Approach	(0,968%) ²
M Grinblatt, R. Masulis, S. Titman	journal of financial economics, vol 13 (1984), pp 461-490	USA	1762 events (total)	(0, +1) annaounc. Day	mean adjusted return model	3.31%
			84 pure st.dividends			5.73%
			1740 ex-date events			1.76%
M. McNichols, A. Dravid	The Journal of finance, vol 45, (1990), pp 857	USA	2780 (1976 - 1983)	announcement date	market model	0.014%
				(-1,+ 1)		0.028%
Παπαϊωάννου Γ, Τραυλός Ν, Τσαγκαράκης Ν.	Έκδοση του Παν. Πειραιώς, (1997)	GREECE	140 stock dividends (19841-1994)	(-10, +10) announc. (-10, +10) ex -date	market -adjusted model	0,0379% * 0,0505 *
G. Rankine, E. Stice	Journal of financial and quantitative analysis, Vol 32, (1997)	USA	137 SS (1983,85,87,89)	(-2,+2) announc.	market -adjusted model	1.44%
			141 SD (1983,85,87,89)			2.44%
H. Kent Baker, A. L. Phillips, G. E. Powell	Journal of economics and finance, vol 20(4), supplementary (1996), pp. 15-25	USA	τα συμπεράσματα της έρευνας σχετικά με τα χαρακτηριστικά των εταιριών που προβαίνουν σε διανομή μετοχών, δείχνουν μία σημαντικά μεγαλύτερη μέση χρηματιστηριακή αξία των εταιριών του δείκτη Nasdaq σε σχέση με το μέσο του συγκριτικού πληθυσμού, και το ίδιο ισχύει και για τη μέση τιμή μετοχής του δείγματος.			

⁰ CAAR είναι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση του δείγματος για toevent window

* οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά ασήμαντες

¹ στο 61% του δείγματος η τιμή ανοίγματος υπερβαίνει τη θεωρητική τιμή στην ημέρα αποκοπής

² είναι η μέση απόδοση του δείγματος την ημέρα αποκοπής, ενώ η μέση απόδοση της συγκριτικής περιόδου είναι 0,057%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το νομικό πλαίσιο εντός του οποίου πραγματοποιούνται οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (ΑΜΚ) με διανομή δωρεάν μετοχών (ΔΔΜ) περιγράφεται στο άρθρο 13 του νόμου 2190/20 περί Ανωνύμων Εταιριών, ο οποίος ορίζει ότι στις νέες μετοχές δικαίωμα έχουν μόνο οι παλαιοί μέτοχοι (αυτοί δηλαδή που κατέχουν μετοχές της εταιρίας τη στιγμή που ανακοινώνεται η αύξηση), και ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν τη στιγμή εκείνη. Για να ασκήσει το δικαίωμα του ο κάθε μέτοχος προσκομίζει στην εταιρία την μερισματοπόδειξη, ώστε να παραλάβει τις νέες μετοχές.

Η ΑΜΚ εγκρίνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και στη συνέχεια επικυρώνεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Η απόφαση της Γενικής Συνέλευσης υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β. Σε κάθε περίπτωση, μία ΑΜΚ που δε γίνεται με εισφορά των μετόχων, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο υπέρ των κατά την εποχή της έκδοσης μετόχων, ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο κεφάλαιο. Η Γενική Συνέλευση καθορίζει και ανακοινώνει τους όρους της ΑΜΚ, δηλαδή των αριθμό των νέων μετοχών που θα εκδοθούν, τον αριθμό των μετοχών που θα αντιστοιχούν σε κάθε παλαιά μετοχή (δηλαδή την αναλογία διανομής στους παλαιούς μετόχους) και την ημερομηνία αποκοπής τους δικαιώματος προτίμησης. Μετά το τέλος της προθεσμίας για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, οι μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί, διατίθενται ελεύθερα από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Η πρόσκληση για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, μαζί με την προθεσμία μέσα στην οποία

πρέπει να ασκηθεί, δημοσιεύεται στο τεύχος ΑΕ και ΕΠΕ της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

Το δικαίωμα προτίμησης προβλέπεται από το άρθρο 13 §5 εδαφ. β' κ.ν. 2190/20 και ως εκ τούτου περιπτεύει η πρόβλεψή του από το καταστατικό της εταιρίας. Φορείς του δικαιώματος αυτού είναι οι παλαιοί μέτοχοι. Με το δικαίωμα αυτό οι παλαιοί μέτοχοι προτιμούνται και προηγούνται σε κάθε ΑΜΚ από κάθε άλλο τρίτο ενδιαφερόμενο ως προς την απόκτηση των νέων μετοχών. Το δικαίωμα προτίμησης είναι διαπλαστικό. Ασκείται μονομερώς, με άτυπη δήλωση του παλαιού μετόχου προς την Α.Ε. Από τη μεριά της η εταιρία έχει την υποχρέωση να απευθύνει πρόσκληση προς τους μετόχους για να ασκήσουν το δικαίωμά τους, μνημονεύοντας, σε αυτήν, την προθεσμία εντός της οποίας πρέπει να γίνει η άσκηση του δικαιώματος.

Όσον αφορά στη λογιστική διαδικασία μίας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δωρεάν μετοχές, αξίζει να αναφερθούν κάποια βασικά στοιχεία. Το μετοχικό κεφάλαιο κάθε εταιρίας αποτελεί τμήμα των ιδίων κεφαλαίων της. Τα ίδια κεφάλαια περιλαμβάνουν αποθεματικά, αδιανέμητα κέρδη, ποσά προς κεφαλαιοποίηση, διαφορές από αποτιμήσεις κ.α. Όταν πραγματοποιείται μία ΔΔΜ, η εταιρία ουσιαστικά μετατρέπει σε μετοχικό κεφάλαιο ένα μέρος των ιδίων κεφαλαίων της, δηλαδή μεταφέρει κάποιο πόσο από έναν από τους παραπάνω λογαριασμούς στο μετοχικό της κεφάλαιο. Παρακάτω θα αναφέρουμε κάποια βασικά χαρακτηριστικά των τριών ειδών κεφαλαιοποίησης από τις οποίες προκύπτουν οι ΔΔΜ.

A. ΑΥΞΗΣΗ ΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ (STOCK DIVIDENDS)

Μία εταιρία μπορεί να αποφασίσει να διαθέσει μέρος των πραγματοποιηθέντων κερδών της στους μετόχους με παράλληλη

κεφαλαιοποίηση τους, αντί για την πληρωμή αυτών στους μετόχους με τη μορφή χρηματικού μερίσματος. Ειδικές διατάξεις του νόμου 2190/20 προβλέπουν ποιο μέρος των κερδών μίας εταιρίας είναι κεφαλαιοποιήσιμα, εφόσον ένα ποσοστό αυτών πρέπει να σχηματίσουν το τακτικό αποθεματικό της εταιρίας. Η κεφαλαιοποίηση κερδών προϋποθέτει απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων με την οποία εγκρίνεται ο ισολογισμός και η διάθεση των κερδών. Στην απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για ΔΔΜ με τον παραπάνω τρόπο πρέπει να περιλαμβάνονται το ποσό της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ο τρόπος κάλυψής του, ο αριθμός και το είδος των μετοχών που θα εκδοθούν, η ονομαστική αξία και η τιμή διάθεσης αυτών (στην περίπτωση που εξετάζουμε η διανομή γίνεται δωρεάν). Η διανομή των νέων μετοχών γίνεται στους παλαιούς μετόχους βάσει της ονομαστικής αξίας των παλαιών μετόχων, που αυτοί ήδη κατέχουν. Στα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας, και όσον αφορά στην επίδραση αυτού του τρόπου ΔΔΜ, αξίζει να σημειωθεί ότι, σε μία αποτελεσματική αγορά, τα κέρδη που έχει πραγματοποιήσει μία εταιρία εντός της χρήσης αντικατοπτρίζονται στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και άρα ο τρόπος που η εταιρία θα επιλέξει τελικά να τα διανέμει θα έπρεπε να αφήνει τους μετόχους ουδέτερους. Υπό το πρίσμα αυτής της θεωρίας, και με δεδομένο όπως έχουμε πει ήδη ότι η ελληνική φορολόγηση δε διαφοροποιείται μεταξύ μερίσματος και κεφαλαιοποίησης, θεωρούμε ότι μία τέτοια ΔΔΜ δε θα πρέπει να δημιουργεί έκτακτες αποδόσεις.

B. ΑΥΞΗΣΗ ΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ

Τα αποθεματικά της εταιρίας προκύπτουν, κυρίως, από καθαρά κέρδη της τα οποία δε διανεμήθηκαν στους μετόχους της και ως εκ τούτου είχαν ως συνέπεια την πραγματική αύξηση της εταιρικής

περιουσίας χωρίς όμως να αυξηθεί παράλληλα το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Ο σχηματισμός αποθεματικών μίας εταιρίας επιβάλλεται είτε ρητά από το νόμο είτε από το καταστατικό της, ή τέλος από απόφαση της Γ.Σ. Όταν τα αποθεματικά κεφαλαιοποιηθούν, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας αυξάνεται ως λογιστικό μέγεθος, αλλά δεν πραγματοποιείται πραγματική αύξηση της εταιρικής περιουσίας. Στην ουσία έχουμε απλά μία μετατροπή των αποθεματικών από περιουσιακό στοιχείο της εταιρίας σε μετοχικό κεφάλαιο. Η ΑΜΚ δια κεφαλαιοποίησης αποθεματικών μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε με την έκδοση νέων μετοχών είτε με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των υφιστάμενων μετοχών. Στην πρώτη περίπτωση, που είναι κι αυτή που εξετάζουμε εμείς, οι νέες μετοχές διανέμονται στους παλαιούς μετόχους ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υπάρχον κεφάλαιο της εταιρίας και χωρίς κανένα αντάλλαγμα. Φορολογικά η κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών αντιμετωπίζεται ως πληρωμή μερίσματος από την εταιρία, δηλαδή παρακρατείται φόρος που αποδίδεται στο δημόσιο, εκτός από την περίπτωση των αποθεματικών που έχουν σχηματιστεί από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο, οπότε και δεν τίθεται φορολογικό θέμα.

Γ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Κάποια από τα αποθεματικά που έχουν προέλθει από μεταβολή στην πραγματική αξία κάποιων παγίων στοιχείων της εταιρίας υπόκεινται από το νόμο σε υποχρεωτική κεφαλαιοποίηση τους, ώστε να γίνει προσαρμογή της αξίας των ακινήτων στα πραγματικά επίπεδα. Η διαδικασία αυτή γίνεται με λογιστικές εγγραφές, με τις οποίες διορθώνεται η αξία των παγίων και κατόπιν η υπεραξία που δημιουργείται μεταφέρεται (λογιστικά) στο λογαριασμό του μετοχικού κεφαλαίου. Το ποσό της κεφαλαιοποίησης διανέμεται στους μετόχους είτε μέσω αύξησης της ονομαστικής αξίας της

μετοχής είτε με διανομή δωρεάν μετοχών. Και αυτή η κατηγορία κεφαλαιοποίησης προβλέπεται από το νόμο και δεν αποτελεί αυτόβουλη απόφαση της εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Σύμφωνα με τη θεωρία που μέχρι τώρα έχουμε αναλύσει, σε κανονικές συνθήκες, μία διανομή δωρεάν μετοχών δε θα πρέπει να επιφέρει καμία αλλαγή στη χρηματιστηριακή αξία της εν λόγω μετοχής καθώς το γεγονός αυτό δεν επιδρά καθόλου στις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρίας. Επιπλέον, η φορολογική πραγματικότητα στην Ελλάδα είναι ουδέτερη, δηλαδή ούτε επιβαρύνει ούτε δημιουργεί κίνητρο στους επενδυτές. Τέλος, το πληροφοριακό περιεχόμενο της διανομής δωρεάν μετοχών εξαρτάται από το είδος της διανομής, δηλαδή από το κατά πόσο αποτελεί απόφαση της εταιρίας ή επιβάλλεται από το νόμο.

Με βάση τα παραπάνω, ο στατιστικός έλεγχος που θα πραγματοποιήσω θα ελέγχει την ύπαρξη ή όχι έκτακτων αποδόσεων σε δύο σημαντικές εξεταζόμενες ημερομηνίες (ανακοίνωσης και αποκοπής) και γύρω από αυτές, θέτοντας ως βασική υπόθεση H_0 τις μηδενικές έκτακτες αποδόσεις. Ο έλεγχος υποθέσεων που θα πραγματοποιήσει η παρούσα εργασία διατυπώνεται ως εξής:

$$H_0 : AAR_t = 0$$

$$H_0: CAAR = 0$$

$$H_1 : AAR_t \neq 0$$

$$H_1: CAAR \neq 0$$

όπου AAR_t είναι η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος για τη χρονική στιγμή t και $CAAR$ οι αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για όλη την περίοδο γεγονότος γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης και αποκοπής. Αν $AAR, CAAR > 0$, τότε σημαίνει ότι έχουμε θετικές έκτακτες χρηματιστηριακές αποδόσεις, οι οποίες μπορούν να αποδοθούν στην εταιρική πράξη, και άρα να στηρίξουν τις υποθέσεις διαφόρων κινήτρων των εταιριών για ΔΔΜ αλλά και να εξηγήσουν τη συμπεριφορά των επενδυτών έναντι αυτών των γεγονότων. Στην περίπτωση που οι μέσες και αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά ασήμαντες, με βάση το

στατιστικό έλεγχο που θα πραγματοποιηθεί, τότε θεωρούμε ότι η ΔΔΜ δεν επηρεάζει τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά της μετοχής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V **ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ**

A. ΔΕΙΓΜΑ

Όπως έχουμε αναφέρει και στην εισαγωγή της εργασίας, σκοπός αυτής της εργασίας είναι να μελετήσει τη συμπεριφορά των μετοχών των ελληνικών εταιριών που προβαίνουν σε διανομή δωρεάν μετοχών. Με δεδομένη τη διαφορετικότητα/ ιδιαιτερότητα της ελληνικής αγοράς, όσον αφορά τη συμπεριφορά των επενδυτών, την εμπειρία της αλλά και το φορολογικό περιβάλλον και θεσμικό πλαίσιο, θεωρείται απαραίτητη μία ξεχωριστή διερεύνηση και ανάλυση του σημαντικού αυτού θέματος. Η υιοθέτηση των συμπερασμάτων της διεθνούς αρθρογραφίας στα ελληνικά δεδομένα χωρίς να ληφθούν υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του ελληνικού χρηματιστηρίου θα οδηγούσε σε λανθασμένες αποφάσεις. Για τον παραπάνω σκοπό δημιουργήθηκε ένα δείγμα από μετοχές κοινές και προνομιούχες εταιριών που έχουν πραγματοποιήσει ΑΜΚ με διανομή δωρεάν μετοχών στο χρονικό διάστημα 2000-2003 ώστε να εξεταστεί η συμπεριφορά των μετοχών τους τόσο στην ημερομηνία ανακοίνωσης όσο και στην ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος.

Οι εταιρίες που έχουν περιληφθεί στο δείγμα μου είναι εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίες έχουν προβεί σε ΑΜΚ με ΔΔΜ κατά τη χρονική περίοδο 2000-2003. Οι πληροφορίες σχετικά με την ημερομηνία ανακοίνωσης της ΔΔΜ καθώς και της αποκοπής του δικαιώματος συγκεντρώθηκαν από τα ημερήσια δελτία τιμών του ΧΑΑ της εξεταζόμενης περιόδου (σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα www.ase.gr), και από συμπληρωματικές ιστοσελίδες οικονομικής ενημέρωσης, όπως οι ιστοσελίδες www.naftemporiki.gr και www.presspoint.gr και www.pressreleases.gr.

Ως ημερομηνία ανακοίνωσης έχουμε θεωρήσει την ημερομηνία έκδοσης του ημερήσιου δελτίου τιμών (ΗΔΤ) του ΧΑΑ, στο οποίο

ανακοινώνεται η πρόσκληση της Γενικής Συνέλευσης και αναφέρεται η πρόθεση της εταιρίας να προβεί σε ΑΜΚ με διανομή δωρεάν μετοχών. Η έκδοση του ΗΔΤ είναι και η πρώτη δημοσιοποίηση της απόφασης της εταιρίας για την ΔΔΜ. Οι αποδόσεις των μετοχών του δείγματος αλλά και του γενικού δείκτη του ΧΑΑ υπολογίστηκαν με βάση τις αναπροσαρμοσμένες τιμές κλεισίματος που συγκεντρώθηκαν από την ειδική βάση δεδομένων του προγράμματος finance που βρίσκεται στο **dealing room** του τμήματος χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2003, τα ΗΔΤ του ΧΑΑ καταγράφουν συνολικά 85 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών. Ο αριθμός αυτός μειώθηκε σε 61 συνολικά ΔΔΜ που θα εξετάσουμε στη μελέτη αυτή. Ο περιορισμός του δείγματος οφείλεται στη δυσκολία άντλησης όλων των απαραίτητων πληροφοριών σχετικά με την ακριβή ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης καθώς και την έλλειψη αναπροσαρμοσμένων τιμών κλεισίματος για το δεύτερο εξάμηνο του 2003. Επιπλέον κάποιες από τις αρχικές εταιρίες είχαν προβεί στην ΑΜΚ πολύ σύντομα μετά την είσοδό τους στο χρηματιστήριο με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να συγκεντρώσουμε τον απαραίτητο αριθμό παρατηρήσεων των αποδόσεων τους (100 τιμές) πριν από την ανακοίνωση, για να σχηματίσουμε την περίοδο προσδιορισμού (*estimation period*). Οφείλουμε να επισημάνουμε, τέλος, ότι για τις δύο διαφορετικές εξεταζόμενες περιόδους το δείγμα διαφοροποιείται ελαφρώς λόγω της δυσκολίας να εντοπίσουμε επιτυχώς την ακριβή ημερομηνία αποκοπής ή εξαιτίας του προηγούμενου λόγου.

Έτσι για την εξέταση του φαινομένου γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης το δείγμα που θα εξεταστεί αποτελείται από 61 εταιρίες, ενώ για την περίοδο της ημερομηνίας αποκοπής θα χρησιμοποιήσω ένα δείγμα 55 συνολικά εταιριών.

Παρακάτω παραθέτω τον πίνακα Α2, ο οποίος παρουσιάζει τις ΔΔΜ του εξεταζόμενου δείγματος (είναι το δείγμα της περιόδου

ανακοίνωσης που περιλαμβάνει όλες τις εταιρίες του δείγματος αποκοπής) ανά έτος της εξεταζόμενης περιόδου και ως ποσοστό του συνόλου. Βλέπουμε ότι από όλο το εξεταζόμενο δείγμα το μεγαλύτερο ποσοστό, περίπου 46%, των ΔΔΜ έχει πραγματοποιηθεί το 2002, και ακολουθούν οι ΔΔΜ του 2001 που αποτελούν σχεδόν το 23% του δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α2		
ΕΤΗΣΙΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΩΝ ΔΙΑΝΟΜΩΝ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ		
ΣΥΝΟΛΟ ΔΔΜ : 61		
ΕΤΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΜΚ	ΠΟΣΟΣΤΟ
2000	11	18.03%
2001	14	22.95%
2002	28	45.90%
2003	8	13.11%
ΣΥΝΟΛΟ	61	100.00%

Στη συνέχεια παραθέτουμε δύο ακόμα πίνακες που παρουσιάζουν κάποια στατιστικά στοιχεία της δομής του δείγματος. Ο πίνακας Α3 δίνει μία εικόνα της κατανομής των ΔΔΜ του δείγματος ανά χρηματιστηριακό κλάδο, όπως είναι καταχωρημένες στην ιστοσελίδα του ΧΑΑ. Σε αυτόν φαίνεται το μεγάλο ποσοστό που κατέχει ο κλάδος χονδρικού εμπορίου με σχεδόν 22% για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Το μεγάλο αυτό ποσοστό εξηγείται από το γεγονός ότι ο κλάδος αυτός είναι από τους μεγαλύτερους, σε πλήθος εταιριών, του ΧΑΑ. Δεύτερος σε ποσοστό κλάδος εμφανίζεται ο κατασκευαστικός με ποσοστό περίπου 13%. Τέλος ο πίνακας Α4 μας δείχνει τον αριθμό των ΑΜΚ ανά είδος κεφαλαιοποίησης. Στον πίνακα αυτό το σύνολο των εταιριών είναι 57, λόγω μερικής έλλειψης των σχετικών πληροφοριών, δηλαδή σε 4 από αυτές δεν μπορέσαμε να εντοπίσουμε την κεφαλαιοποίηση από την οποία προέκυψαν οι νέες μετοχές. Πρέπει επιπλέον να σημειωθεί ότι στις ανακοινώσεις των ΔΔΜ στο ημερήσιο δελτίο τιμών του ΧΑΑ, από

όπου αντλήσαμε τις παρακάτω πληροφορίες, συναντήσαμε συχνά την ΑΜΚ από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών χωρίς διευκρίνιση του είδους, εκτός από τις περιπτώσεις που προέρχονταν από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο. Για το λόγο αυτό, και επειδή κατέχουν ένα σημαντικό μέρος του δείγματος θελήσαμε να κατηγοριοποιήσουμε την κεφαλαιοποίηση αυτή ξεχωριστά. Βλέπουμε λοιπόν στον πίνακα αυτό ότι σχεδόν το 25% των ΑΜΚ με διανομή δωρεάν μετοχών που πραγματοποιήθηκαν εντός της εξεταζόμενης τετραετίας προέρχονταν από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών που είχαν προέλθει από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και το 33% από άλλα αποθεματικά. Αν θεωρήσουμε δε ως μία κατηγορία την κεφαλαιοποίηση όλων των αποθεματικών, τότε το ποσοστό ξεπερνάει το 50% των ΔΔΜ του συνολικού δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α3						
ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΔΜ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ						
ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003						
ΚΛΑΔΟΣ	2000	2001	2002	2003	ΣΥΝΟΛΟ	ΠΟΣΟΣΤΑ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	3		1		4	6.56%
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		1			1	1.64%
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ & ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ		1	3	2	6	9.84%
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ	1		1		2	3.28%
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ		2	10	1	13	21.31%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ	1	2	2	3	8	13.11%
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	1		1		2	3.28%
ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ - ΤΣΙΜΕΝΤΑ			2		2	3.28%
ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	1	1	1		3	4.92%
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ		2			2	3.28%
ΤΡΟΦΙΜΩΝ			2		2	3.28%
ΕΚΔΟΣΕΙΣ & ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	1	2			3	4.92%
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΕΣ		2		1	3	4.92%
ΔΙΑΦΟΡΑ	3	2	4	1	10	16.39%
ΣΥΝΟΛΟ	11	15	27	8	61	
ΠΟΣΟΣΤΑ	18.03%	24.59%	44.26%	13.11%		

ΠΙΝΑΚΑΣ Α4

ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΩΝ ΔΔΜ ΑΝΑ ΕΙΔΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 - 2003

ΚΕΦΑΛ/ΣΗ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ	ΚΕΦΑΛ/ΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	ΚΕΦΑΛ/ΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ	ΚΕΦΑΛ/ΣΗ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	ΣΥΝΣ
		5	6		11
1	1	5	4	2	13
8		6	3	8	25
2	1	3	1	1	8
ΛΟ	11	19	14	11	57

B. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Οι υποθέσεις που αναπτύχθηκαν στο κεφάλαιο IV, αναλύθηκαν μέσω των ημερησίων χρηματιστηριακών αποδόσεων του δείγματος και με τη χρήση της μεθόδου «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» (event study methodology), όπως αυτή περιγράφηκε και δημοσιεύτηκε το 1985 από τους Brown & Warner, η οποία χρησιμοποιείται ευρέως στη διεθνή αρθρογραφία όταν αποσκοπούμε στο να μετρήσουμε την επίδραση ενός οικονομικού ή εταιρικού γεγονότος στη χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας.

Τα βασικά βήματα που ακολουθήσαμε στη μεθοδολογία μας είναι τα ακόλουθα:

1. ορισμός του εξεταζόμενου γεγονότος (event definition).
2. καθορισμός των κριτηρίων επιλογής των δεδομένων (selection criteria)
3. κανονικές και μη – κανονικές αποδόσεις (normal and abnormal returns)
4. διαδικασία επεξεργασίας στοιχείων (estimation procedure)
5. διαδικασία στατιστικού ελέγχου (testing procedure)
6. εμπειρικά αποτελέσματα (empirical results)
7. ερμηνεία αποτελεσμάτων και συμπεράσματα (interpretation and conclusions).

Αναλυτικά λοιπόν η μεθοδολογία της παρούσας εργασίας αναπτύχθηκε ως ακολούθως:

B1. Καθορισμός χρονικών περιόδων

Ονομάσαμε την ημέρα ανακοίνωσης ή αποκοπής ως ημέρα 0, για τον κάθε έλεγχο χωριστά. Στη συνέχεια για να μελετήσουμε το εξεταζόμενο γεγονός ορίσαμε μία μεγάλη χρονική περίοδο μέσα στην οποία επιλέξαμε να παρατηρήσουμε το δείγμα. Η αρχική αυτή περίοδος χωρίστηκε σε δύο υποπεριόδους, την περίοδο εκτίμησης

(estimation period) και την περίοδο του γεγονότος (observation period). Η περίοδος εκτίμησης είναι εκείνη μέσα από την οποία συγκεντρώσαμε τις παρατηρήσεις για τον υπολογισμό των αναμενόμενων /κανονικών αποδόσεων και ως εκ τούτου και των έκτακτων, ενώ η περίοδος του γεγονότος περιλαμβάνει ουσιαστικά τις μέρες στις οποίες με ενδιαφέρει να παρατηρήσω το δείγμα μου και να ελέγξω τις υποθέσεις μου.

Συγκεκριμένα στη μελέτη αυτή συγκεντρώσαμε αρχικά παρατηρήσεις για το χρονικό διάστημα (-140, +10) εργάσιμες μέρες από κάθε μία από τις κρίσιμες ημερομηνίες, δηλαδή 150 συνολικά τιμές κλεισίματος για κάθε εταιρία. Η περίοδος (-140, -41) ημέρες από την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης της ΔΔΜ, όπως αυτή έχει οριστεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, αποτέλεσε την περίοδο προσδιορισμού ενώ οι μέρες (-40, +10) γύρω από τις δύο εξεταζόμενες ημερομηνίες αποτέλεσαν τις δύο ξεχωριστές περιόδους γεγονότος. Από την περίοδο γεγονότος των 41 ημερών, όρισα 5 διαφορετικά event windows στα οποία υπολόγισα τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις (CAAR), ώστε να πετύχω καλύτερο έλεγχο και συγκριτικά στοιχεία. Αυτά είναι τα $[t=0]$, $[-10, +10]$, $[-10, 0]$, $[0, +10]$, $[-40, +10]$ για την ημερομηνία αποκοπής, ενώ στην ημερομηνία ανακοίνωσης αντικαταστήσαμε το $[-10, 0]$ με το $[-5, +5]$.

B2. Υπολογισμός κανονικών και μη-κανονικών αποδόσεων

Για κάθε μέρα της περιόδου προσδιορισμού συγκεντρώσαμε τις ημερήσιες αποδόσεις κάθε μετοχής του δείγματος και στη συνέχεια υπολογίσαμε την αναμενόμενη ή κανονική απόδοση κάθε μετοχής του δείγματος, αυτή δηλαδή που θα επιδείκνυαν χωρίς να έχουμε λάβει υπόψη το επιχειρηματικό γεγονός.

Ο υπολογισμός της αναμενόμενης τιμής κάθε μετοχής έγινε με τρεις διαφορετικές μεθόδους ώστε να μπορούμε να έχουμε συγκριτικά στοιχεία και ως προς την αποδοτικότητα κάθε μεθόδου,

και τον τρόπο που αυτές επηρεάζουν τα τελικά αποτελέσματα. Οι τρεις αυτές μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν περιγράφονται πιο κάτω:

⊆ **Mean adjusted returns method**

Σύμφωνα με την πρώτη αυτή μέθοδο η αναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής είναι ίση με το μέσο όρο όλων των ημερησίων αποδόσεων της περιόδου εκτίμησης [$t = -140, t = -41$], δηλαδή δίνεται από τον τύπο:

$$\hat{R}_{jt} = \frac{\sum R_{jt}}{n}$$

όπου n είναι ο αριθμός παρατηρήσεων δηλαδή ημερησίων αποδόσεων που έχω συγκεντρώσει μέσα στην περίοδο προσδιορισμού (130 τιμές) και R_{jt} είναι η απόδοση της j μετοχής του δείγματος για την t μέρα της περιόδου προσδιορισμού (estimation period).

⊆ **Market model method**

Με τη μέθοδο του μοντέλου της αγοράς, υπολογίσαμε την αναμενόμενη απόδοση εκτιμώντας τους συντελεστές a και b της παρακάτω παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων:

$$\hat{R}_{jt} = a_j + b_j * R_{mt} + \varepsilon_{jt} ,$$

όπου R_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, στην περίπτωση μας η απόδοση του Γ.Δ. του Χ.Α.Α, a_j και b_j είναι οι ελαχίστων τετραγώνων εκτιμητές και ε_{jt} είναι ο παράγοντας σφάλματος για την μετοχή j τη χρονική στιγμή t . Έχοντας εκτιμήσει την παλινδρόμηση υπολογίσαμε για κάθε εταιρία χωριστά και για κάθε μέρα από τις 100 της περιόδου εκτίμησης την αναμενόμενη τιμή με απλή αντικατάσταση στον παραπάνω τύπο.

⊆ **Market adjusted return method**

Τέλος, σύμφωνα με την τρίτη και πιο απλή μέθοδο ως ναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής για τη χρονική στιγμή t θα θεωρήσαμε την απόδοση της αγοράς για την ίδια χρονική στιγμή, δηλαδή του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. Ισχύει δηλαδή :

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Το επόμενο βήμα της μεθοδολογίας είναι η επεξεργασία των στοιχείων και ο υπολογισμός των έκτακτων αποδόσεων του δείγματος. Αφού λοιπόν υπολογίσαμε τις αναμενόμενες αποδόσεις με τις τρεις μεθόδους για τις δύο εξεταζόμενες ημερομηνίες, προχωρήσαμε στον υπολογισμό των καταλοίπων/ έκτακτων αποδόσεων, **για κάθε μέρα των δύο περιόδων γεγονότος και για κάθε εταιρία του δείγματος χωριστά** (τα αρχεία των έκτακτων αποδόσεων κάθε εταιρίας για κάθε μέρα των εξεταζόμενων περιόδων παρατίθενται στους πίνακες 46345 και 4546 στο παράρτημα της εργασία) . Η έκτακτη απόδοση κάθε εταιρίας για κάθε μέρα της περιόδου παρατήρησης (γεγονότος) είναι ουσιαστικά το αποτέλεσμα της αφαίρεσης της κανονικής ή αναμενόμενης απόδοσης από την πραγματοποιηθείσα απόδοση της ίδιας ημέρας , και αντιπροσωπεύει την απόδοση της κάθε μετοχής που μπορεί να αποδοθεί στην ανακοίνωση και την πραγματοποίηση της διανομής δωρεάν μετοχών. Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{jt}$$

Όπου ως AR_{it} ορίζουμε την έκτακτη απόδοση της εταιρίας j για την ημέρα t της περιόδου γεγονότος, και R_{jt} , \hat{R}_{jt} η πραγματική και η αναμενόμενη απόδοση αντίστοιχα για τη μετοχή j κατά την ημέρα t .

Έχοντας συγκεντρώσει τα ημερήσια κατάλοιπα κάθε εταιρίας του δείγματος χωριστά, προσθέτοντας αυτά κατά χρονική στιγμή t

και διαιρώντας με τον αριθμό των εταιριών του δείγματος, πήρα το μέσο όρο όλων των εταιριών –**μέση ημερήσια έκτακτη απόδοση**- για κάθε μέρα (**Average abnormal return - AAR_t**). Το τελικό βήμα των υπολογισμών αυτών ήταν να αθροίσουμε το μέσο όρο (**average abnormal returns , AAR_t**) όλων των ημερών, ώστε να έχω δηλαδή την **αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση** για όλη την περίοδο παρατήρησης αλλά και για τα επιμέρους event windows (**cumulative average abnormal return, CAAR**). Αυτό είναι που αντιστοιχεί στη μέση επίδραση της ανακοίνωσης και πραγματοποίησης της διανομής δωρεάν μετοχών πάνω στις αποδόσεις όλου του δείγματος για όλη την περίοδο γεγονότος (για τα 5 διαφορετικά event windows).

B3. Στατιστικοί έλεγχοι

Για να είναι ολοκληρωμένη και αξιόπιστη η παρούσα ανάλυση, ήταν απαραίτητο να πραγματοποιήσουμε στατιστικό έλεγχο των αποτελεσμάτων, ώστε να μπορούμε να αποφασίσουμε αν τα αποτελέσματα του προηγούμενου σταδίου είναι στατιστικά σημαντικά. Στα πλαίσια του παραπάνω σκοπού πραγματοποιήθηκαν δύο διαφορετικοί έλεγχοι, ένας παραμετρικός και ένας μη – παραμετρικός.

Ο **παραμετρικός έλεγχος** πραγματοποιήθηκε με τη στατιστική **t-student**. Υποθέτοντας κανονική κατανομή για τις αποδόσεις της μετοχής κάθε εταιρίας, ο στατιστικός αυτός έλεγχος εξετάζει την H_0 , ότι η μέση μη-κανονική απόδοση μίας μέρας είναι μηδέν ($H_0: AAR_t=0$) και το ίδιο για τις αθροιστικές αποδόσεις της περιόδου παρατήρησης για όλες τις εταιρίες ($H_0: CAAR=0$). Ουσιαστικά αυτό που κάνουμε στο συγκεκριμένο έλεγχο είναι να συγκρίνουμε την αξία των μη-κανονικών αποδόσεων με την εκτιμηθείσα τυπική απόκλιση του δείγματος. Ο τύπος που χρησιμοποιείται είναι ο ακόλουθος:

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

δαιρούμε δηλαδή, τις μέσες έκτακτες αποδόσεις ολόκληρου του δείγματος κάθε μέρας της περιόδου γεγονότος με το τυπικό σφάλμα που έχουμε υπολογίσει από την περίοδο προσδιορισμού με τον παρακάτω τύπο:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\sum \frac{(AAR_t - \overline{AAR_t})^2}{(t-1)}}$$

όπου το $\overline{AAR_t}$ είναι ο μέσος όρος των μέσων εκτάκτων αποδόσεων του δείγματος για όλη την περίοδο εκτίμησης.

Για το στατιστικό έλεγχο των αθροιστικών μέσων εκτάκτων αποδόσεων (CAAR) η t- statistic δίνεται από τον τύπο:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T \times S(AAR_t)}}$$

, όπου T είναι ο αριθμός των χρονικών σημείων της περιόδου γεγονότος (event window). Ουσιαστικά δαιρούμε την CAAR της περιόδου γεγονότος με το τυπικό σφάλμα της περιόδου προσδιορισμού όπως αυτό δίνεται στον πιο πάνω τύπο.

Εφόσον στην παρούσα εργασία ο παραμετρικός έλεγχος που θέλω να πραγματοποιήσω είναι δίπλευρος ($H_0: AAR_t=0$, $H_0: CAAR=0$), η βασική υπόθεση H_0 θα απορρίπτεται όταν $|t| > 1.96$ για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=5\%$ και όταν $|t| > 2.58$ για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=1\%$. Δηλαδή στις περιπτώσεις που η στατιστική μου ξεπερνάει τις συγκεκριμένες κρίσιμες τιμές, απορρίπτω την υπόθεση περί μηδενικών μέσων και αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων, και

συνεπώς αντιμετωπίζω θετικά την υπόθεση ότι η ΔΔΜ επηρεάζει τη συμπεριφορά της μετοχής.

Ο **μη- παραμετρικός έλεγχος** που εφαρμόσαμε, διαφέρει από τον παραμετρικό ως προς το ότι δεν υποθέτουμε κατανομή για τις έκτακτες αποδόσεις. Η στατιστική που χρησιμοποιήσαμε στο στάδιο αυτό ήταν η J_0 , η οποία ελέγχει την πιθανότητα οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις της περιόδου γεγονότος να είναι μεγαλύτερες ή ίσες του μηδενός ($\rho = \Pr(\text{CAAR} \geq 0)$). Ο τύπος υπολογισμού της στατιστικής J_0 είναι ο:

$$J_0 = \left[\frac{N^+}{N} - 0.5 \right] \times \frac{\sqrt{N}}{0.5}$$

όπου η στατιστική κατανέμεται κανονικά $N(0,1)$ και N είναι ο συνολικός αριθμός των μετοχών του δείγματος ενώ N^+ είναι ο αριθμός των μετοχών που πέτυχαν $\text{AAR}_t > 0$, όπως αυτές υπολογίζονται για κάθε εταιρία και για κάθε μέρα χωριστά για το event window.

Εδώ η υπόθεση που ελέγξαμε είναι:

$$H_0: \rho \leq 0,5$$

$$H_1: \rho > 0,5$$

Δηλαδή πραγματοποιούμε μονόπλευρο έλεγχο και, με βάση τις διατυπωμένες υποθέσεις, ελέγχουμε ουσιαστικά αν η πιθανότητα οι έκτακτες αποδόσεις μου να είναι θετικές είναι μικρότερη από 50%. Η H_0 απορρίπτεται, στο μονόπλευρο αυτό, έλεγχο όταν $J_0 > 1.645$ σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha = 5\%$ και όταν $J_0 > 2.326$ για επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 1\%$. Απορρίπτοντας την H_0 , τείνουμε να θεωρούμε ότι η πιθανότητα οι έκτακτες αποδόσεις να είναι θετικές είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα να έχουμε αρνητικές έκτακτες αποδόσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

A. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη μεθοδολογία που περιγράψαμε στο κεφάλαιο 5. Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου θα παρουσιάσουμε τα εξαγόμενα του παραμετρικού ελέγχου, δηλαδή τις μέσες και αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις μαζί με το συντελεστή στατιστικής σημαντικότητας τους, ενώ στο δεύτερο μέρος παραθέτουμε τα αποτελέσματα του μη – παραμετρικού ελέγχου των παραπάνω αποδόσεων.

Καθώς η μελέτη έχει χρησιμοποιήσει τρεις διαφορετικές μεθόδους ανάπτυξης της μεθοδολογίας, θα προχωρήσουμε στην περιγραφή των αποτελεσμάτων αρχικά ανά περίοδο εξέτασης, παραθέτοντας ξεχωριστούς πίνακες για την κάθε μέθοδο.

1. Περίοδος γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης

Οι πίνακες A5, A6 και A7 που ακολουθούν στις επόμενες σελίδες περιλαμβάνουν τις μέσες έκτακτες αποδόσεις τους δείγματος και τις αντίστοιχες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις, για την περίοδο 50 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της διανομής δωρεάν μετοχών, όπως αυτές προέκυψαν από κάθε μία διαφορετική μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε. Δίπλα από τις έκτακτες αποδόσεις αναγράφεται η στατιστική $t - student$, κι έτσι έχουμε άμεσα μία εικόνα για το αν τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι στατιστικά σημαντικά.

Ο συνολικός αριθμός των εταιριών που συμμετέχουν στον έλεγχο αυτό είναι 61 εταιρίες που πραγματοποίησαν ΔΔΜ στο διάστημα 2000- 2003. Όπως βλέπουμε λοιπόν στους πίνακες, οι

τρεις μέθοδοι δίνουν παρόμοια αποτελέσματα όσον αφορά τη γενική εικόνα του γεγονότος και καμία από τις τρεις δεν εντοπίζει στατιστικά σημαντικές αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου παρατήρησης των 51 ημερών, για επίπεδα σημαντικότητας 1% και 5%. Ωστόσο σε επίπεδο μέσων έκτακτων αποδόσεων ανά κάθε μέρα χωριστά το δείγμα δίνει και με τις τρεις μεθόδους στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις, σε επίπεδο 5%. Οι σημαντικές αυτές μέσες έκτακτες αποδόσεις εμφανίζονται μία μέρα πριν την ανακοίνωση και τη δεύτερη και δέκατη ημέρα μετά, αλλά αποτελούν μεμονωμένο γεγονός το οποίο δεν αντανάκλαται τελικά στις σωρευτικές αποδόσεις του δείγματος. Πραγματοποιώντας έλεγχο στις έκτακτες αποδόσεις κάθε εταιρίας του δείγματος κατά τις ημέρες αυτές παρατηρήσαμε ότι μεμονωμένες περιπτώσεις εταιριών παρουσίαζαν πολύ υψηλή απόδοση και κατά συνέπεια και έκτακτη απόδοση, παρασύροντας το μέσο όρο προς τα πάνω και άρα και τους στατιστικούς συντελεστές. Κατόπιν αυτής της παρατήρησης και εφόσον οι θετικές αυτές έκτακτες αποδόσεις δεν παρουσιάζουν μία συνέχεια η οποία να οδηγεί σε θετικές σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις στην περίοδο αυτή, θεωρούμε ότι τα αποτελέσματα αυτά δεν υποδεικνύουν κάποιο κίνητρο των εταιριών ούτε κάποιο μοντέλο συμπεριφοράς των επενδυτών. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί, τέλος, είναι ότι στη μέθοδο των *mean adjusted returns*, όπου ως αναμενόμενη τιμή χρησιμοποιείται ένας σταθερός μέσος όρος, οι μέσες και αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις είναι σε γενικές γραμμές μεγαλύτερες από τις άλλες δύο μεθόδους. Στους πίνακες που ακολουθούν είναι σημειωμένα με * και ** οι στατιστικοί συντελεστές που εμφανίζονται σημαντικοί για επίπεδα εμπιστοσύνης 1% και 5% αντίστοιχα.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α5 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ**MEAN ADJUSTED RETURNS METHOD****ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t –student****ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ / ΔΕΙΓΜΑ: 61 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 –2003**

DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t –statistic
-40	61	0,0026	0,4825	0,0026	0,0727
-39	61	0,0030	0,5532	0,0056	0,1561
-38	61	0,0126	2,3465**	0,0182	0,5096
-37	61	0,0074	1,3780	0,0257	0,7172
-36	61	-0,0018	-0,3298	0,0239	0,6675
-35	61	-0,0040	-0,7346	0,0199	0,5569
-34	61	0,0008	0,1541	0,0207	0,5801
-33	61	0,0001	0,0225	0,0209	0,5835
-32	61	0,0052	0,9713	0,0261	0,7298
-31	61	-0,0019	-0,3448	0,0242	0,6779
-30	61	0,0087	1,6057	0,0329	0,9198
-29	61	0,0026	0,4753	0,0355	0,9914
-28	61	0,0014	0,2624	0,0369	1,0310
-27	61	0,0014	0,2671	0,0383	1,0712
-26	61	-0,0018	-0,3419	0,0365	1,0197
-25	61	0,0021	0,3975	0,0386	1,0796
-24	61	0,0006	0,1144	0,0392	1,0968
-23	61	0,0079	1,4675	0,0471	1,3179
-22	61	-0,0009	-0,1761	0,0462	1,2914
-21	61	0,0025	0,4688	0,0487	1,3620
-20	61	0,0055	1,0197	0,0542	1,5157
-19	61	-0,0060	-1,1200	0,0482	1,3469
-18	61	-0,0021	-0,3853	0,0461	1,2888
-17	61	0,0006	0,1070	0,0467	1,3050
-16	61	-0,0061	-1,1326	0,0406	1,1343
-15	61	-0,0054	-1,0048	0,0352	0,9829
-14	61	-0,0022	-0,4040	0,0330	0,9221
-13	61	-0,0022	-0,4009	0,0308	0,8617
-12	61	-0,0036	-0,6745	0,0272	0,7600
-11	61	0,0017	0,3083	0,0288	0,8065
-10	61	-0,0047	-0,8762	0,0241	0,6745
-9	61	-0,0044	-0,8075	0,0198	0,5528
-8	61	-0,0027	-0,4925	0,0171	0,4786
-7	61	-0,0060	-1,1110	0,0111	0,3112
-6	61	0,0015	0,2712	0,0126	0,3521
-5	61	0,0065	1,1989	0,0191	0,5327
-4	61	0,0004	0,0798	0,0195	0,5447
-3	61	-0,0022	-0,4119	0,0173	0,4827
-2	61	-0,0052	-0,9688	0,0120	0,3367
-1	61	0,0109	2,0188**	0,0229	0,6409
0	61	0,0079	1,4691	0,0308	0,8622
1	61	0,0015	0,2740	0,0323	0,9035
2	61	0,0122	2,2696**	0,0445	1,2455
3	61	-0,0019	-0,3491	0,0427	1,1929
4	61	0,0009	0,1719	0,0436	1,2188
5	61	-0,0013	-0,2437	0,0423	1,1821

6	61	0,0004	0,0748	0,0427	1,1933
7	61	0,0002	0,0409	0,0429	1,1995
8	61	0,0004	0,0727	0,0433	1,2104
9	61	0,0076	1,4142	0,0509	1,4235
10	61	0,0103	1,9110	0,0612	1,7115

ΠΙΝΑΚΑΣ Α6 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ					
MARKET ADJUSTED RETURNS METHOD					
ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student					
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ / ΔΕΙΓΜΑ: 61 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003					
DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	61	0,0036	0,8548	0,0036	0,1217
-39	61	-0,0034	-0,8125	0,0002	0,0060
-38	61	0,0052	1,2315	0,0053	0,1814
-37	61	0,0016	0,3772	0,0069	0,2351
-36	61	-0,0005	-0,1155	0,0064	0,2186
-35	61	-0,0021	-0,4956	0,0044	0,1481
-34	61	0,0007	0,1627	0,0050	0,1712
-33	61	-0,0019	-0,4484	0,0032	0,1074
-32	61	0,0042	1,0021	0,0074	0,2501
-31	61	-0,0044	-1,0409	0,0030	0,1019
-30	61	0,0079	1,8753	0,0109	0,3688
-29	61	0,0025	0,5968	0,0134	0,4538
-28	61	0,0024	0,5721	0,0158	0,5353
-27	61	-0,0010	-0,2398	0,0148	0,5011
-26	61	-0,0025	-0,5928	0,0123	0,4167
-25	61	0,0007	0,1704	0,0130	0,4410
-24	61	-0,0006	-0,1506	0,0124	0,4196
-23	61	0,0014	0,3440	0,0138	0,4685
-22	61	-0,0021	-0,4958	0,0117	0,3979
-21	61	0,0024	0,5619	0,0141	0,4779
-20	61	0,0045	1,0739	0,0186	0,6308
-19	61	-0,0049	-1,1724	0,0137	0,4639
-18	61	-0,0033	-0,7806	0,0104	0,3528
-17	61	0,0015	0,3587	0,0119	0,4038
-16	61	-0,0067	-1,6086	0,0051	0,1748
-15	61	-0,0004	-0,0986	0,0047	0,1608
-14	61	-0,0032	-0,7516	0,0016	0,0538
-13	61	-0,0032	-0,7697	-0,0016	-0,0558
-12	61	-0,0021	-0,4902	-0,0037	-0,1256
-11	61	0,0019	0,4424	-0,0018	-0,0626
-10	61	-0,0033	-0,7928	-0,0052	-0,1755
-9	61	-0,0022	-0,5296	-0,0074	-0,2509
-8	61	-0,0039	-0,9260	-0,0113	-0,3828
-7	61	-0,0041	-0,9863	-0,0154	-0,5232
-6	61	0,0044	1,0584	-0,0110	-0,3725

-5	61	0,0042	1,0012	-0,0068	-0,2299
-4	61	0,0003	0,0689	-0,0065	-0,2201
-3	61	-0,0019	-0,4617	-0,0084	-0,2859
-2	61	-0,0025	-0,5938	-0,0109	-0,3704
-1	61	0,0073	1,7424	-0,0036	-0,1223
0	61	0,0067	1,6056	0,0031	0,1063
1	61	0,0051	1,2140	0,0082	0,2791
2	61	0,0101	2,4109**	0,0183	0,6224
3	61	-0,0020	-0,4871	0,0163	0,5530
4	61	0,0013	0,2995	0,0175	0,5956
5	61	-0,0050	-1,1831	0,0126	0,4272
6	61	-0,0024	-0,5656	0,0102	0,3467
7	61	-0,0027	-0,6344	0,0075	0,2563
8	61	0,0033	0,7895	0,0109	0,3687
9	61	0,0085	2,0350**	0,0194	0,6585
10	61	0,0091	2,1670**	0,0285	0,9670

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ Α7 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ					
MARKET MODEL METHOD					
ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student					
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ / ΔΕΙΓΜΑ: 61 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003					
DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	61	-0,0003	-0,0785	-0,0003	-0,0108
-39	61	-0,0057	-1,4389	-0,0060	-0,2092
-38	61	0,0025	0,6378	-0,0035	-0,1213
-37	61	0,0005	0,1360	-0,0030	-0,1025
-36	61	-0,0001	-0,0169	-0,0030	-0,1049
-35	61	0,0009	0,2338	-0,0021	-0,0726
-34	61	0,0041	1,0280	0,0020	0,0691
-33	61	-0,0043	-1,0799	-0,0023	-0,0798
-32	61	0,0039	0,9694	0,0016	0,0539
-31	61	-0,0029	-0,7249	-0,0013	-0,0461
-30	61	0,0078	1,9513	0,0064	0,2230
-29	61	0,0018	0,4601	0,0083	0,2864
-28	61	0,0010	0,2406	0,0092	0,3196
-27	61	-0,0003	-0,0685	0,0090	0,3101
-26	61	-0,0015	-0,3836	0,0074	0,2572
-25	61	-0,0013	-0,3366	0,0061	0,2108
-24	61	-0,0008	-0,2126	0,0052	0,1815
-23	61	-0,0007	-0,1730	0,0046	0,1576
-22	61	-0,0020	-0,4958	0,0026	0,0893
-21	61	0,0035	0,8709	0,0060	0,2094
-20	61	0,0033	0,8224	0,0093	0,3227
-19	61	-0,0029	-0,7392	0,0064	0,2208
-18	61	-0,0044	-1,1082	0,0020	0,0680
-17	61	0,0004	0,0917	0,0023	0,0807

-16	61	-0,0058	-1,4582	-0,0035	-0,1204
-15	61	0,0010	0,2418	-0,0025	-0,0870
-14	61	-0,0037	-0,9373	-0,0062	-0,2163
-13	61	-0,0047	-1,1761	-0,0109	-0,3784
-12	61	-0,0029	-0,7325	-0,0139	-0,4794
-11	61	0,0009	0,2321	-0,0129	-0,4474
-10	61	-0,0019	-0,4749	-0,0148	-0,5129
-9	61	-0,0020	-0,4956	-0,0168	-0,5812
-8	61	-0,0023	-0,5662	-0,0190	-0,6593
-7	61	-0,0044	-1,1123	-0,0235	-0,8127
-6	61	0,0050	1,2460	-0,0185	-0,6409
-5	61	0,0056	1,4138	-0,0129	-0,4459
-4	61	-0,0032	-0,8073	-0,0161	-0,5572
-3	61	-0,0003	-0,0646	-0,0164	-0,5661
-2	61	-0,0007	-0,1768	-0,0171	-0,5905
-1	61	0,0101	2,5277**	-0,0070	-0,2420
0	61	0,0040	1,0062	-0,0030	-0,1033
1	61	0,0062	1,5549	0,0032	0,1111
2	61	0,0087	2,1876**	0,0119	0,4127
3	61	-0,0013	-0,3219	0,0106	0,3683
4	61	0,0010	0,2407	0,0116	0,4015
5	61	-0,0038	-0,9495	0,0078	0,2706
6	61	-0,0016	-0,4080	0,0062	0,2144
7	61	-0,0015	-0,3837	0,0047	0,1615
8	61	0,0076	1,8971	0,0122	0,4230
9	61	0,0070	1,7583	0,0192	0,6655
			2,1345**		
10	61	0,0085		0,0277	0,9598
*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%					
** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%					

Τέλος, όσον αφορά στην περίοδο ανακοίνωσης του επιχειρηματικού γεγονότος, παραθέτουμε στον πίνακα A8 τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις του δείγματος για 5 διαφορετικά event windows και με τους αντίστοιχους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας. Και οι τρεις μέθοδοι υπολογίζουν θετικές αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις αλλά καμία δε τις βρίσκει στατιστικά σημαντικές. Εξαίρεση αποτελεί η περίοδος [-40 , +10] στην μέθοδο των μέσων αποδόσεων όπου ο συντελεστής εμφανίζεται σημαντικός το επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=10\%$. Το γεγονός ότι δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές θετικές σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το κίνητρο επαναφοράς της μετοχής σε καλύτερο διάστημα διαπραγμάτευσης, που συχνά συναντάμε στη διεθνή βιβλιογραφία, δεν μπορεί να υποστηριχθεί στην περίπτωση των ελληνικών εταιριών. Συγκεκριμένα, για να υποστηριχθεί το κίνητρο αυτό θα έπρεπε να παρατηρούσαμε στο δείγμα μας μία θετική έκτακτη σωρευτική απόδοση τις ημέρες πριν και μέχρι την ανακοίνωση (περίοδος [-40, +10]) που θα έδειχνε ότι η απόφαση των εταιριών έρχεται ως αποτέλεσμα μίας τέτοιας ανοδικής πορείας.

ΠΙΝΑΚΑΣ A8					
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ					
ΔΕΙΓΜΑ : 61 / ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2003					
EVENT WINDOWS	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	[-40, +10]	[0 , +10]	[-5 , +5]	[-10 , + 10]
mean adjusted return method	0,0079	0,0612	0,0383	0,0297	0,0324
	0,2213	1.7115***	1,0706	0,8300	0,9050
market- adjusted return method	0,0067	0,0285	0,0321	0,0236	0,0303
	0,2286	0,9670	1,0894	0,7997	1,0296
market model method	0,0040	0,0277	0,0347	0,0263	0,0407
	0,1387	0,9598	1,2018	0,9115	1,4072

*** Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%

2. Περίοδος γύρω από την ημερομηνία αποκοπής

Στους πίνακες A9, A10 και A11 που ακολουθούν παραθέτουμε τα αποτελέσματα υπολογισμού των μέσων και αθροιστικών εκτάκτων αποδόσεων για τις τρεις διαφορετικές μεθόδους και για την περίοδο 50 ημερών γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος για τη ΔΔΜ. Το δείγμα μου στον έλεγχο αυτό αποτέλεσαν 55 εταιρίες που πραγματοποίησαν ΔΔΜ, κατά το χρονικό διάστημα 2000- 2003.

Όπως παρατηρείται και στους τρεις πίνακες, όλες οι μέθοδοι δίνουν στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις την ημέρα της αποκοπής του δικαιώματος και μία μέρα πριν, για επίπεδο εμπιστοσύνης 1%(*). Οι θετικές αυτές έκτακτες αποδόσεις εμφανίζουν μία συνέπεια και με τα αποτελέσματα που δίνει ο έλεγχος των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων, οι οποίες εμφανίζουν μία έντονα θετική πορεία σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο και που όσο πλησιάζουμε στην ημερομηνία αποκοπής δίνουν και στατιστικά σημαντικούς συντελεστές, στο επίπεδο 1% (*) και 5% (**). Οι θετικές αυτές σωρευτικές αποδόσεις φαίνεται να αγγίζουν τις μέγιστες τιμές τους κατά την ημέρα της αποκοπής. Η μεγαλύτερη σωρευτική απόδοση υπολογίζεται από τη μέθοδο της μέσης απόδοσης, 12.2% με στατιστικό συντελεστή 2.73, στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%. Αντίθετα, η μικρότερη στατιστικά σημαντική αθροιστική απόδοση δίνεται από τη μέθοδο της αγοράς για τη δεύτερη μέρα πριν την αποκοπή, και είναι 7%, με στατιστικό συντελεστή 1,743 στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 10%. Όσον αφορά τις μέσες έκτακτες αποδόσεις του δείγματος αυτές αγγίζουν τη μέγιστη τιμή την ημέρα της αποκοπής του δικαιώματος και πάλι τη μεγαλύτερη τιμή την δίνει η μέθοδος της μέσης απόδοσης, που υπολογίζει μέση απόδοση του δείγματος 2,1% με συντελεστή 3.76, στατιστικά σημαντικό στο 1%. Αναλυτικότερα τα αποτελέσματα του ελέγχου αυτού δίνονται παρακάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ Α9 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ**MEAN ADJUSTED RETURNS METHOD****ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student****ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ / ΔΕΙΓΜΑ: 55 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003**

DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	55	-0,0013	-0,2344	-0,0013	-0,0293
-39	55	0,0052	0,9325	0,0039	0,0872
-38	55	-0,0070	-1,2562	-0,0031	-0,0697
-37	55	0,0072	1,2862	0,0041	0,0910
-36	55	0,0002	0,0300	0,0042	0,0947
-35	55	-0,0017	-0,3013	0,0026	0,0571
-34	55	0,0080	1,4251	0,0105	0,2351
-33	55	0,0047	0,8420	0,0152	0,3403
-32	55	-0,0053	-0,9462	0,0099	0,2221
-31	55	0,0043	0,7619	0,0142	0,3173
-30	55	0,0003	0,0624	0,0145	0,3251
-29	55	-0,0015	-0,2766	0,0130	0,2905
-28	55	0,0057	1,0263	0,0187	0,4187
-27	55	0,0006	0,0989	0,0193	0,4311
-26	55	0,0010	0,1745	0,0203	0,4529
-25	55	-0,0048	-0,8506	0,0155	0,3466
-24	55	0,0010	0,1703	0,0165	0,3679
-23	55	0,0026	0,4633	0,0191	0,4258
-22	55	-0,0030	-0,5404	0,0160	0,3582
-21	55	0,0009	0,1558	0,0169	0,3777
-20	55	0,0025	0,4449	0,0194	0,4333
-19	55	0,0006	0,1135	0,0200	0,4475
-18	55	0,0089	1,5836	0,0289	0,6453
-17	55	0,0038	0,6771	0,0327	0,7299
-16	55	0,0036	0,6369	0,0362	0,8094
-15	55	0,0044	0,7804	0,0406	0,9069
-14	55	0,0012	0,2223	0,0418	0,9347
-13	55	-0,0012	-0,2063	0,0407	0,9089
-12	55	0,0039	0,6910	0,0445	0,9953
-11	55	0,0025	0,4450	0,0470	1,0509
-10	55	-0,0019	-0,3426	0,0451	1,0081
-9	55	0,0041	0,7259	0,0492	1,0987
-8	55	-0,0054	-0,9687	0,0438	0,9777
-7	55	0,0005	0,0960	0,0443	0,9897
-6	55	0,0031	0,5464	0,0473	1,0580
-5	55	0,0091	1,6247	0,0564	1,2609
-4	55	0,0072	1,2864	0,0636	1,4216
-3	55	0,0093	1.6549***	0,0729	1,6284
-2	55	0,0097	1.7419***	0,0826	1.8460***
-1	55	0,0211	3.7671*	0,1037	2.3166**
0	55	0,0184	3.2850*	0,1220	2.7270*
1	55	-0,0030	-0,5428	0,1190	2.6591*
2	55	-0,0053	-0,9443	0,1137	2.5412**
3	55	0,0029	0,5144	0,1166	2.6054*
4	55	-0,0031	-0,5536	0,1135	2.5367**
5	55	-0,0003	-0,0545	0,1132	2.5295**

6	55	-0,0144	-2,5794	0,0988	2.2072*8
7	55	0,0044	0,7842	0,1032	2.3052**
8	55	-0,0036	-0,6519	0,0995	2.2238**
9	55	-0,0052	-0,9339	0,0943	2.1071**
10	55	-0,0038	-0,6795	0,0905	2.0222**

ΠΙΝΑΚΑΣ Α10 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

MARKET ADJUSTED RETURNS METHOD

ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ / ΔΕΙΓΜΑ: 55 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003

DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	55	0,0018	0,4069	0,0018	0,0449
-39	55	0,0095	2.1297**	0,0114	0,2798
-38	55	-0,0044	-0,9779	0,0070	0,1719
-37	55	0,0017	0,3696	0,0086	0,2127
-36	55	0,0011	0,2410	0,0097	0,2393
-35	55	-0,0028	-0,6169	0,0070	0,1712
-34	55	0,0063	1,3989	0,0132	0,3255
-33	55	0,0048	1,0799	0,0181	0,4446
-32	55	-0,0024	-0,5357	0,0157	0,3855
-31	55	0,0011	0,2551	0,0168	0,4137
-30	55	0,0026	0,5802	0,0194	0,4776
-29	55	-0,0021	-0,4794	0,0173	0,4248
-28	55	0,0066	1,4711	0,0238	0,5870
-27	55	-0,0053	-1,1810	0,0186	0,4568
-26	55	0,0018	0,4110	0,0204	0,5021
-25	55	-0,0005	-0,1199	0,0199	0,4889
-24	55	0,0022	0,4997	0,0221	0,5440
-23	55	0,0001	0,0313	0,0222	0,5474
-22	55	-0,0007	-0,1548	0,0215	0,5304
-21	55	0,0003	0,0623	0,0218	0,5372
-20	55	0,0026	0,5788	0,0244	0,6011
-19	55	-0,0002	-0,0414	0,0242	0,5965
-18	55	0,0080	1.7824***	0,0322	0,7931
-17	55	0,0059	1,3165	0,0381	0,9383
-16	55	0,0017	0,3898	0,0399	0,9813
-15	55	0,0012	0,2731	0,0411	1,0114
-14	55	0,0045	0,9984	0,0456	1,1215
-13	55	-0,0007	-0,1482	0,0449	1,1051
-12	55	0,0033	0,7280	0,0482	1,1854
-11	55	0,0054	1,2010	0,0535	1,3179
-10	55	-0,0006	-0,1246	0,0530	1,3041
-9	55	0,0034	0,7697	0,0564	1,3890
-8	55	-0,0037	-0,8249	0,0527	1,2981
-7	55	-0,0002	-0,0412	0,0525	1,2935
-6	55	0,0009	0,1916	0,0534	1,3146
-5	55	0,0016	0,3491	0,0550	1,3531
-4	55	0,0055	1,2370	0,0605	1,4896

-3	55	0,0072	1,6057	0,0677	1,6667
-2	55	0,0031	0,6955	0,0708	1.7434***
-1	55	0,0196	4.3795*	0,0904	2.2263**
0	55	0,0199	4.4377*	0,1103	2.7158*
1	55	-0,0044	-0,9735	0,1060	2.6084*
2	55	-0,0040	-0,8822	0,1020	2.5111**
3	55	0,0001	0,0128	0,1021	2.5125**
4	55	-0,0039	-0,8695	0,0982	2.4166**
5	55	-0,0026	-0,5750	0,0956	2.3532**
6	55	-0,0141	-3,1388	0,0815	2.0070**
7	55	0,0045	1,0049	0,0860	2.1179**
8	55	-0,0041	-0,9252	0,0819	2.0159**
9	55	-0,0030	-0,6754	0,0789	1.9413**
10	55	-0,0020	-0,4479	0,0769	1.8920***

ΠΙΝΑΚΑΣ Α11 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

MARKET MODEL METHOD

ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ / ΔΕΙΓΜΑ: 55 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003

DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	55	0,0012	0,2806	0,0012	0,0295
-39	55	0,0093	2.1776**	0,0105	0,2587
-38	55	-0,0043	-1,0078	0,0062	0,1527
-37	55	0,0043	0,9962	0,0105	0,2575
-36	55	0,0019	0,4537	0,0124	0,3053
-35	55	-0,0010	-0,2314	0,0114	0,2809
-34	55	0,0055	1,2971	0,0169	0,4175
-33	55	0,0058	1,3565	0,0227	0,5602
-32	55	-0,0030	-0,6928	0,0198	0,4873
-31	55	0,0012	0,2719	0,0209	0,5159
-30	55	0,0007	0,1596	0,0216	0,5327
-29	55	-0,0021	-0,4988	0,0195	0,4802
-28	55	0,0069	1,6132	0,0264	0,6500
-27	55	-0,0071	-1,6714	0,0192	0,4741
-26	55	0,0015	0,3413	0,0207	0,5100
-25	55	-0,0011	-0,2464	0,0196	0,4841
-24	55	0,0012	0,2863	0,0209	0,5142
-23	55	0,0014	0,3376	0,0223	0,5498
-22	55	-0,0020	-0,4579	0,0204	0,5016
-21	55	0,0001	0,0320	0,0205	0,5050
-20	55	0,0029	0,6780	0,0234	0,5763
-19	55	-0,0008	-0,1849	0,0226	0,5569
-18	55	0,0103	2.4052**	0,0329	0,8100
-17	55	0,0063	1,4817	0,0392	0,9660
-16	55	0,0053	1,2509	0,0445	1,0977
-15	55	0,0040	0,9263	0,0485	1,1952
-14	55	0,0036	0,8488	0,0521	1,2845
-13	55	0,0006	0,1436	0,0527	1,2996

-12	55	0,0035	0,8150	0,0562	1,3854
-11	55	0,0079	1.8386***	0,0641	1,5789
-10	55	0,0005	0,1054	0,0645	1,5900
-9	55	0,0039	0,9192	0,0685	1,6868
-8	55	-0,0025	-0,5788	0,0660	1,6259
-7	55	-0,0006	-0,1480	0,0654	1,6103
-6	55	0,0004	0,0888	0,0657	1,6196
-5	55	-0,0006	-0,1303	0,0652	1,6059
-4	55	0,0060	1,3969	0,0711	1.7530***
-3	55	0,0066	1,5510	0,0778	1.9162***
-2	55	0,0041	0,9713	0,0819	2.0184**
-1	55	0,0165	3.8696*	0,0984	2.4258**
0	55	0,0190	4.4375*	0,1174	2.8929*
1	55	-0,0048	-1,1352	0,1126	2.7733*
2	55	-0,0055	-1,2941	0,1070	2.6371*
3	55	0,0009	0,2012	0,1079	2,6584
4	55	-0,0046	-1,0748	0,1033	2.5459**
5	55	-0,0020	-0,4588	0,1013	2.4969**
6	55	-0,0133	-3,1060	0,0881	2.1670*8
7	55	0,0039	0,9139	0,0920	2.2662**
8	55	-0,0028	-0,6633	0,0891	2.1963**
9	55	-0,0037	-0,8558	0,0855	2.1062**
10	55	-0,0009	-0,2221	0,0845	2.0829**

Στη συνέχεια παραθέτουμε τον πίνακα A12 όπου καταγράφονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του δείγματος για 6 διαφορετικές περιόδους. Είναι σημαντικό το αποτέλεσμα που παρουσιάζεται εδώ και άξιο διερεύνησης καθώς στον πίνακα αυτό έχουμε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα στις περιόδους $[-40, +10]$ και $[-40, 0]$ και από τις τρεις μεθόδους υπολογισμού σε επίπεδο 5% και 1% κυρίως. Η μεγαλύτερη τιμή υπολογίζεται από την πρώτη μέθοδο για το διάστημα $[-40, 0]$ και είναι 12.2% με συντελεστή 2,72, στατιστικά σημαντικό στο 1%.

Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα κάνουν προφανές ότι υπάρχει μία μη κανονική κινητικότητα της μετοχής και άρα του επενδυτικού κοινού κατά τη συγκεκριμένη εξεταζόμενη περίοδο σε αντίθεση με την περίοδο ανακοίνωσης που εξετάσαμε πιο πάνω. Το γεγονός ότι οι σωρευτικές αποδόσεις δείχνουν να κορυφώνονται καθώς πλησιάζουν την ημερομηνία αποκοπής δημιουργεί υπόνοιες για τα κίνητρα αυτής της συμπεριφοράς. Μία σημαντική υπόθεση που μπορούμε να κάνουμε είναι ότι οι επενδυτές από την ανακοίνωση της διανομής και μετά αποκτούν ενδιαφέρον για την μετοχή αποσκοπώντας στον να αποκτήσουν τις νέες δωρεάν μετοχές λίγο μετά. Αυτή η υπόθεση στηρίζεται και από το γεγονός ότι δικαιούχοι των δωρεάν μετοχών είναι όλοι όσοι είναι μέτοχοι μέχρι και την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος, καθώς επίσης και από το ότι το διάστημα $[-40, 0]$, το οποίο εμφανίζει τις μέγιστες αθροιστικές αποδόσεις, περιλαμβάνει για πολλές από τις εταιρίες του δείγματος και το διάστημα μεταξύ ανακοίνωσης της ΔΔΜ και αποκοπής του δικαιώματος. Κατά συνέπεια κάποιος ο οποίος θέλει να πάρει δωρεάν μετοχές θα προσπαθούσε να αποκτήσει μετοχές την εταιρίας πριν από την αποκοπή. Είναι σημαντικό να σημειώσουμε επίσης ότι οι αθροιστικές αποδόσεις του δείγματος στο διάστημα $[-40, +10]$ εμφανίζονται πολύ μικρότερες σε σχέση με το διάστημα $[-40, 0]$, υποδεικνύοντας έτσι μία αρνητική επίδραση των 10 επιπλέον ημερών πάνω στις έκτακτες αποδόσεις, και επιβεβαιώνοντας ότι το ενδιαφέρον των επενδυτών

επικεντρώνεται στις ημέρες πριν αλλά και μέχρι την αποκοπή του δικαιώματος. Η συμπεριφορά αυτή βέβαια δεν είναι ορθολογική καθώς σε μία αποτελεσματική αγορά, οι δωρεάν μετοχές δεν αποτελούν ευκαιρία έκτακτου κέρδους για τους μετόχους, καθώς η συνολική τους θέση (αριθμός μετοχών Χ τιμή) δε θα πρέπει να μεταβληθεί. Κατά συνέπεια μία τέτοια αντίδραση των επενδυτών αποτελεί κατά κύριο λόγο ψυχολογικό φαινόμενο, που μας κάνει να υποθέτουμε ότι η προοπτική απόκτησης επιπλέον δωρεάν μετοχών κάνει τη μετοχή ελκυστική. Επειδή μία τέτοια υπόθεση αποκτά ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρακάτω θα την εξετάσουμε με τη χρήση ενός ξεχωριστού δείγματος. Ακολουθεί ο πίνακας με τα αποτελέσματα του παραμετρικού ελέγχου των σωρευτικών αποδόσεων για τα διαφορετικά χρονικά διαστήματα:

ΠΙΝΑΚΑΣ Α12						
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ						
ΔΕΙΓΜΑ : 55 / ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 - 2003						
EVENT WINDOWS	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	[-40, +10]	[0 , +10]	[-5 , +5]	[-10 , + 10]	[-40, 0]
mean adjusted return method	0.0184	0.0905	-0.0132	0.0659	0.0435	0.1220
	0.4104	2.022**	-0.2944	1.4715	0.9714	2.7269*
market- adjusted return method	0.0199	0.0769	-0.0136	0.0422	0.0233	0.1103
	0.4894	1.8919***	-0.3344	1.0386	0.5741	2.7158*
market model method	0.0190	0.0845	-0.0139	0.0533	0.0205	0.1174
	0.4671	2.0829**	-0.3429	1.3139	0.5039	2.8929*
* Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%						
** Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%						
*** Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%						

3. Αποτελέσματα του μη -παραμετρικού ελέγχου

Το τελευταίο στάδιο επεξεργασίας των δεδομένων περιλαμβάνει τον μη – παραμετρικό έλεγχο, ή έλεγχο πρόσημου που πραγματοποιήθηκε. Χρησιμοποιήσαμε τον έλεγχο αυτό για να ελέγξουμε το πρόσημο των ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων κάθε εταιρίας του δείγματος για τις δύο εξεταζόμενες περιόδους. Οι πίνακες που ακολουθούν μας δίνουν μία εικόνα των θετικών μέσων εκτάκτων αποδόσεων που εμφανίστηκαν στο δείγμα σε κάθε εξεταζόμενη περίοδο και με τη βοήθεια του συντελεστή j_0 μπορούμε να δούμε αν υπάρχει μία στατιστικά σημαντική πιθανότητα να έχουμε θετικές έκτακτες αποδόσεις.

A. περίοδος ανακοίνωσης

Τα αποτελέσματα της περιόδου αυτής φαίνονται στους πίνακες A13, A14 και A15 όπου παρουσιάζονται ο αριθμός των εταιριών με θετική μέση έκτακτη απόδοση και με αρνητική, καθώς και ο συντελεστής ελέγχου όπως τον υπολόγισα με τον τύπο που καταγράφω στη μεθοδολογία.

Όπως βλέπουμε στα αποτελέσματα των τριών πρώτων πινάκων, η μέθοδος της μέσης τιμής μας δίνει στατιστικά σημαντικούς συντελεστές στις ημέρες -20 , $+2$ και $+8$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Και οι άλλες δύο μέθοδοι μας δίνουν στατιστικά σημαντικού συντελεστές περίπου στις ίδιες μέρες με τη διαφορά ότι η μέθοδος του μοντέλου της αγοράς δίνει σημαντικότητα σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%. Αυτό που είναι παρ' όλα αυτά κοινός τόπος και στους τρεις παρακάτω πίνακες είναι ότι δύο μέρες μετά την ανακοίνωση της διανομής δωρεάν μετοχών υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να έχουμε θετικές παρά αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, ενώ οι πρώτη και η τρίτη μέθοδος δείχνουν το ίδιο και για την ημέρα της ανακοίνωσης. Σε γενικές γραμμές οι παρακάτω

πίνακες φαίνεται να συμφωνούν με τα αποτελέσματα του παραμετρικού ελέγχου.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α13 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
mean adjusted returns method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	61	30	-0,1280
-39	61	34	0,8963
-38	61	35	1,1523
-37	61	39	2.1766**
-36	61	29	-0,3841
-35	61	31	0,1280
-34	61	33	0,6402
-33	61	31	0,1280
-32	61	36	1,4084
-31	61	24	-1,6645
-30	61	35	1,1523
-29	61	31	0,1280
-28	61	26	-1,1523
-27	61	33	0,6402
-26	61	27	-0,8963
-25	61	33	0,6402
-24	61	32	0,3841
-23	61	33	0,6402
-22	61	31	0,1280
-21	61	35	1,1523
-20	61	38	1.9206**
-19	61	27	-0,8963
-18	61	28	-0,6402
-17	61	34	0,8963
-16	61	22	-2,1766
-15	61	28	-0,6402
-14	61	33	0,6402
-13	61	29	-0,3841
-12	61	31	0,1280
-11	61	32	0,3841
-10	61	24	-1,6645
-9	61	29	-0,3841
-8	61	22	-2,1766
-7	61	24	-1,6645
-6	61	31	0,1280
-5	61	28	-0,6402
-4	61	32	0,3841
-3	61	31	0,1280
-2	61	27	-0,8963
-1	61	33	0,6402
0	61	35	1,1523
1	61	31	0,1280
2	61	39	2.1766**
3	61	26	-1,1523

4	61	27	-0,8963
5	61	33	0,6402
6	61	30	-0,1280
7	61	26	-1,1523
8	61	27	-0,8963
9	61	38	1.9206**
10	61	32	0,3841

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ Α14 – ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
market adjusted returns method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	61	34	0,8963
-39	61	27	-0,8963
-38	61	32	0,3841
-37	61	33	0,6402
-36	61	33	0,6402
-35	61	31	0,1280
-34	61	33	0,6402
-33	61	32	0,3841
-32	61	29	-0,3841
-31	61	24	-1,6645
-30	61	34	0,8963
-29	61	22	-2,1766
-28	61	32	0,3841
-27	61	29	-0,3841
-26	61	24	-1,6645
-25	61	29	-0,3841
-24	61	24	-1,6645
-23	61	28	-0,6402
-22	61	22	-2,1766
-21	61	32	0,3841
-20	61	34	0,8963
-19	61	24	-1,6645
-18	61	23	-1,9206
-17	61	32	0,3841
-16	61	23	-1,9206
-15	61	28	-0,6402
-14	61	33	0,6402
-13	61	33	0,6402
-12	61	28	-0,6402
-11	61	28	-0,6402
-10	61	23	-1,9206
-9	61	30	-0,1280
-8	61	19	-2,9448
-7	61	28	-0,6402
-6	61	34	0,8963
-5	61	27	-0,8963
-4	61	33	0,6402

-3	61	32	0,3841
-2	61	29	-0,3841
-1	61	35	1,1523
0	61	36	1.4084***
1	61	34	0,8963
2	61	39	2.1766**
3	61	25	-1,4084
4	61	34	0,8963
5	61	29	-0,3841
6	61	25	-1,4084
7	61	23	-1,9206
8	61	28	-0,6402
9	61	38	1.9206**
10	61	38	1.9206**

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

*** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%

ΠΙΝΑΚΑΣ Α15 – ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
market model method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	61	25	-1,2910
-39	61	25	-1,2910
-38	61	29	-0,2582
-37	61	29	-0,2582
-36	61	31	0,2582
-35	61	35	1.2910***
-34	61	39	2.3237**
-33	61	25	-1,2910
-32	61	33	0,7746
-31	61	21	-2,3238
-30	61	32	0,5164
-29	61	27	-0,7746
-28	61	25	-1,2910
-27	61	30	0,0000
-26	61	21	-2,3238
-25	61	24	-1,5492
-24	61	25	-1,2910
-23	61	25	-1,2910
-22	61	27	-0,7746
-21	61	31	0,2582
-20	61	30	0,0000
-19	61	27	-0,7746
-18	61	26	-1,0328
-17	61	27	-0,7746
-16	61	25	-1,2910
-15	61	27	-0,7746
-14	61	28	-0,5164
-13	61	26	-1,0328
-12	61	27	-0,7746

-11	61	28	-0,5164
-10	61	25	-1,2910
-9	61	25	-1,2910
-8	61	22	-2,0656
-7	61	22	-2,0656
-6	61	32	0,5164
-5	61	28	-0,5164
-4	61	26	-1,0328
-3	61	31	0,2582
-2	61	31	0,2582
-1	61	35	1.2910***
0	61	31	0,2582
1	61	34	1,0328
2	61	36	1.5492***
3	61	25	-1,2910
4	61	32	0,5164
5	61	28	-0,5164
6	61	25	-1,2910
7	61	27	-0,7746
8	61	34	1,0328
9	61	33	0,7746
10	61	33	0,7746

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

*** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%

B. περίοδος αποκοπής

Οι πίνακες A16, A17 και A18 αμέσως μετά καταγράφουν τις αντίστοιχες τιμές που μας δίνει ο έλεγχος πρόσημου για το δείγμα της περιόδου αποκοπής. Σε αυτούς παρατηρούμε ότι η πρώτη και τρίτη μέθοδος δίνουν πολύ κοινά αποτελέσματα, αφού σημειώνουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές κατά τις ημέρες -3, -1 και 0 (αποκοπής) της εξεταζόμενης περιόδου, επιβεβαιώνοντας έτσι τα συμπεράσματα του παραμετρικού ελέγχου ότι κατά τις ημέρες εκείνες είναι πιθανό οι θετικές έκτακτες αποδόσεις να ξεπερνούν τις αρνητικές. Εξαιρέση παρουσιάζει η μέθοδος *market adjusted* η οποία δίνει στατιστικά σημαντική τιμή μόνο την τρίτη μέρα πριν από την αποκοπή και μόνο σε επίπεδο 10%. Αυτό που φαίνεται και σε αυτό τον έλεγχο, ωστόσο, είναι ότι το φαινόμενο των θετικών έκτακτων αποδόσεων γίνει αντιληπτό πριν και μέχρι την ημέρα αποκοπής ενώ στη συνέχεια δεν παρατηρείται κάποια ιδιαίτερη συμπεριφορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ A16 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
mean adjusted returns method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	55	26	-0,4045
-39	55	27	-0,1348
-38	55	22	-1,4832
-37	55	39	3,1013*
-36	55	28	0,1348
-35	55	24	-0,9439
-34	55	29	0,4045
-33	55	27	-0,1348
-32	55	25	-0,6742
-31	55	22	-1,4832
-30	55	31	0,9439
-29	55	24	-0,9439
-28	55	31	0,9439
-27	55	29	0,4045
-26	55	29	0,4045
-25	55	26	-0,4045
-24	55	27	-0,1348
-23	55	30	0,6742

-22	55	25	-0,6742
-21	55	27	-0,1348
-20	55	28	0,1348
-19	55	27	-0,1348
-18	55	28	0,1348
-17	55	34	1.7529**
-16	55	28	0,1348
-15	55	30	0,6742
-14	55	25	-0,6742
-13	55	26	-0,4045
-12	55	30	0,6742
-11	55	29	0,4045
-10	55	26	-0,4045
-9	55	31	0,9439
-8	55	27	-0,1348
-7	55	29	0,4045
-6	55	33	1,4832
-5	55	33	1,4832
-4	55	32	1,2136
-3	55	34	1.7529**
-2	55	39	3.1013*
-1	55	37	2.5620*
0	55	39	3.1013*
1	55	23	-1,2136
2	55	23	-1,2136
3	55	30	0,6742
4	55	23	-1,2136
5	55	28	0,1348
6	55	20	-2,0226
7	55	26	-0,4045
8	55	22	-1,4832
9	55	23	-1,2136
10	55	22	-1,4832

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ Α17 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
market adjusted returns method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	58	26	-0,7878
-39	58	34	1,3131
-38	58	20	-2,3635
-37	58	28	-0,2626
-36	58	28	-0,2626
-35	58	24	-1,3131
-34	58	28	-0,2626
-33	58	28	-0,2626
-32	58	27	-0,5252
-31	58	22	-1,8383

-30	58	34	1,3131
-29	58	30	0,2626
-28	58	33	1,0505
-27	58	22	-1,8383
-26	58	34	1,3131
-25	58	27	-0,5252
-24	58	30	0,2626
-23	58	30	0,2626
-22	58	23	-1,5757
-21	58	29	0,0000
-20	58	26	-0,7878
-19	58	30	0,2626
-18	58	35	1,5757
-17	58	33	1,0505
-16	58	30	0,2626
-15	58	26	-0,7878
-14	58	34	1,3131
-13	58	28	-0,2626
-12	58	28	-0,2626
-11	58	32	0,7878
-10	58	31	0,5252
-9	58	32	0,7878
-8	58	26	-0,7878
-7	58	28	-0,2626
-6	58	32	0,7878
-5	58	29	0,0000
-4	58	28	-0,2626
-3	58	34	1,3131***
-2	58	32	0,7878
-1	58	22	-1,8383
0	58	22	-1,8383
1	58	26	-0,7878
2	58	29	0,0000
3	58	23	-1,5757
4	58	29	0,0000
5	58	16	-3,4140
6	58	30	0,2626
7	58	23	-1,5757
8	58	25	-1,0505
9	58	26	-0,7878
10	58	26	-0,7878

*** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%
** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ Α18 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
market model method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	53	22	-1,2362
-39	53	30	0,9615

-38	53	22	-1,2362
-37	53	30	0,9615
-36	53	30	0,9615
-35	53	25	-0,4121
-34	53	26	-0,1374
-33	53	28	0,4121
-32	53	25	-0,4121
-31	53	21	-1,5110
-30	53	29	0,6868
-29	53	29	0,6868
-28	53	27	0,1374
-27	53	23	-0,9615
-26	53	28	0,4121
-25	53	25	-0,4121
-24	53	25	-0,4121
-23	53	32	1,5110
-22	53	19	-2,0604
-21	53	26	-0,1374
-20	53	24	-0,6868
-19	53	28	0,4121
-18	53	31	1,2362
-17	53	29	0,6868
-16	53	29	0,6868
-15	53	24	-0,6868
-14	53	29	0,6868
-13	53	30	0,9615
-12	53	30	0,9615
-11	53	34	2.060**
-10	53	32	1,5110
-9	53	30	0,9615
-8	53	27	0,1374
-7	53	23	-0,9615
-6	53	28	0,4121
-5	53	28	0,4121
-4	53	31	1,2362
-3	53	33	1.7857**
-2	53	27	0,1374
-1	53	36	2.6099*
0	53	38	3.1593*
1	53	21	-1,5110
2	53	23	-0,9615
3	53	31	1,2362
4	53	21	-1,5110
5	53	25	-0,4121
6	53	14	-3,4340
7	53	26	-0,1374
8	1	21	-1,5110
9	53	21	-1,5110
10	53	24	-0,6868

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

4. Εξετάζοντας το κίνητρο απόκτησης των νέων μετοχών.

Όπως είδαμε νωρίτερα στο κεφάλαιο αυτό, τα αποτελέσματα της περιόδου αποκοπής έδειχναν μία σαφή ανοδική σωρευτική έκτακτη απόδοση καθώς πλησιάζαμε στην αποκοπή του δικαιώματος, και κατά συνέπεια και στη λήξη της δυνατότητας απόκτησης των δωρεάν μετοχών. Επειδή μία τέτοια παρατήρηση γέννησε υποθέσεις σχετικά με την ψυχολογία των επενδυτών και της συμπεριφοράς τους, θελήσαμε να διερευνήσουμε την υπόθεση ότι η διανομή δωρεάν μετοχών τείνει να κάνει ελκυστικότερη την μετοχή για το διάστημα που διαρκεί το δικαίωμα προτίμησης. Για το λόγο αυτό διαμορφώσαμε ένα ειδικό δείγμα, που αποτελείται μόνο από τις εταιρίες οι οποίες είχαν χρονικό διάστημα μικρότερο ή ίσο των 40 ημερών από την ανακοίνωση και μέχρι την αποκοπή. Με άλλα λόγια θελήσαμε να πραγματοποιήσουμε εκ νέου τον έλεγχο της περιόδου αποκοπής, διατηρώντας ως δείγμα μόνο τις εταιρίες των οποίων η ανακοίνωση περιλαμβανόταν στο διάστημα $[-40, 0]$. Οι εταιρίες που πληρούσαν την προϋπόθεση αυτή είναι 34 και παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που πήραμε από αυτό το δείγμα.

A. Παραμετρικός έλεγχος

Όπως μπορούμε να δούμε καθαρά στον πίνακα A19, ο οποίος παρουσιάζει τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις του ειδικού δείγματος για 6 διαφορετικά event windows, βλέπουμε ότι οι υποθέσεις μας για το κίνητρο των δωρεάν μετοχών φαίνεται να επαληθεύεται. Οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις για τα δύο event windows, στα οποία αντανakλάται το εξεταζόμενο κίνητρο (δηλαδή το $[-40, 0]$ και το $[-40, 10]$), εμφανίζουν πολύ μεγαλύτερες τιμές από εκείνες του γενικού δείγματος στον πίνακα A12 του παρόντος κεφαλαίου. Συγκεκριμένα η μέθοδος του μέσου δίνει τη μέγιστη τιμή για την περίοδο των 40 ημερών πριν την αποκοπή, καταγράφοντας

αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις περίπου 16% (ενώ στο συνολικό δείγμα η αντίστοιχη τιμή ήταν 12%), με στατιστικό συντελεστή 2.89, στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%. Το γεγονός ότι οι τιμές των αθροιστικών αποδόσεων εμφανίζονται αυξημένες μετά την αφαίρεση των εταιριών που δεν έχουν την ανακοίνωση της ΔΔΜ εντός της περιόδου των 40 ημερών πριν την αποκοπή, επιβεβαιώνει το γεγονός ότι μεταξύ ανακοίνωσης και αποκοπής οι μετοχές τείνουν να εμφανίζουν σωρευτικά θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, αυξάνοντας έτσι τον πλούτο των επενδυτών. Επίσης, οι αυξημένες τιμές του ειδικού αυτού ελέγχου των 34 εταιριών, ενισχύει την υπόθεσή μας ότι η ανακοίνωση μίας ΔΔΜ τείνει να κάνει ελκυστικότερη τη μετοχή εν όψει των δωρεάν μετοχών, δημιουργώντας μία αυξημένη ζήτηση κατά το διάστημα μέχρι και τη λήξη του δικαιώματος (ημερομηνία αποκοπής) η οποία οδηγεί σε έκτακτες αποδόσεις. Ακολουθεί ο πίνακας με τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α19						
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ						
ΕΙΔΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ : 34 / ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 - 2003						
EVENT WINDOWS	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	[-40, +10]	[0 , +10]	[-5 , +5]	[-10 ,+ 10]	[-40, 0]
mean adjusted return method	0,0114	0,1532	0,0035	0,0946	0,0865	0,1612
	0,2051	2.747*	0,0619	1,6953	1,5512	2.89*
market- adjusted return method	0,0122	0,1368	0,0061	0,0563	0,0604	0,1428
	0,2858	3.2121*	0,1437	1,3212	1,4193	3.3542*
market model method	0,0090	0,1022	-0,0157	0,0486	0,0240	0,1268
	0,2213	2.5225**	-0,3864	1,1989	0,5912	3.1302*

* Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

*** Στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%

Στη συνέχεια θα παραθέσουμε τους πίνακες A20, A21, A22, με τις μέσες έκτακτες αποδόσεις του ειδικού δείγματος, όπου παρατηρούμε στατιστικά σημαντικές τιμές την ημέρα της αποκοπής και μία μέρα μετά σε επίπεδο 5% (**) και 1% (*). Βλέπουμε επίσης στους παρακάτω πίνακες πώς εξελίσσονται αυξητικά οι αθροιστικές αποδόσεις σε όλο το διάστημα πριν την αποκοπή και στη συνέχεια, αμέσως μετά ή ύστερα από 4, 5 μέρες αρχίζει να εξασθενεί το φαινόμενο. Αυτό επιβεβαιώνεται και από τον παραπάνω πίνακα από τη διαφορά που υπάρχει μεταξύ των σωρευτικών αποδόσεων του διαστήματος [-40, 0] και του [-40, +10]. Τέλος και σε αυτούς τους πίνακες μπορεί να παρατηρήσει κανείς τις τιμές που είναι όλες αυξημένες σε σχέση με τα αποτελέσματα του γενικού δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ A20 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ					
MEAN ADJUSTED RETURNS METHOD					
ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t –student					
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ / ΕΙΔΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ: 34 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 –2003					
DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t –statistic
-40	34	-0,0006	-0,0807	-0,0006	-0,0105
-39	34	0,0009	0,1183	0,0003	0,0049
-38	34	-0,0075	-1,0312	-0,0072	-0,1290
-37	34	0,0112	1,5498	0,0040	0,0722
-36	34	-0,0064	-0,8858	-0,0024	-0,0428
-35	34	-0,0016	-0,2178	-0,0040	-0,0711
-34	34	0,0134	1,8535	0,0095	0,1696
-33	34	0,0050	0,6899	0,0145	0,2591
-32	34	-0,0137	-1,8984	0,0007	0,0127
-31	34	0,0107	1,4730	0,0114	0,2039
-30	34	0,0034	0,4717	0,0148	0,2652
-29	34	-0,0012	-0,1599	0,0136	0,2444
-28	34	0,0099	1,3615	0,0235	0,4212
-27	34	0,0100	1,3825	0,0335	0,6007
-26	34	-0,0025	-0,3475	0,0310	0,5555
-25	34	-0,0023	-0,3123	0,0287	0,5150
-24	34	0,0034	0,4722	0,0322	0,5763
-23	34	0,0046	0,6353	0,0368	0,6588
-22	34	-0,0034	-0,4702	0,0333	0,5977
-21	34	0,0017	0,2386	0,0351	0,6287
-20	34	0,0031	0,4296	0,0382	0,6845
-19	34	0,0003	0,0372	0,0385	0,6893
-18	34	0,0046	0,6398	0,0431	0,7724

-17	34	0,0097	1,3354	0,0528	0,9458
-16	34	0,0055	0,7615	0,0583	1,0446
-15	34	0,0034	0,4683	0,0617	1,1054
-14	34	-0,0032	-0,4391	0,0585	1,0484
-13	34	0,0030	0,4178	0,0615	1,1027
-12	34	0,0063	0,8703	0,0678	1,2157
-11	34	-0,0011	-0,1551	0,0667	1,1955
-10	34	-0,0028	-0,3823	0,0639	1,1459
-9	34	0,0057	0,7874	0,0696	1,2481
-8	34	-0,0057	-0,7845	0,0639	1,1463
-7	34	0,0050	0,6901	0,0689	1,2359
-6	34	0,0062	0,8550	0,0751	1,3469
-5	34	0,0161	2.2290**	0,0913	1,6363
-4	34	0,0087	1,2028	0,1000	1,7924
-3	34	0,0128	1,7672	0,1128	2.0218**
-2	34	0,0165	2.2774**	0,1293	2.3175**
-1	34	0,0205	2.8286*	0,1498	2.6848*
0	34	0,0114	1,5801	0,1612	2.8899*
1	34	0,0022	0,3036	0,1634	2.9293*
2	34	-0,0020	-0,2724	0,1615	2.8940*
3	34	0,0058	0,8066	0,1673	2.9987*
4	34	-0,0034	-0,4738	0,1639	2.9372*
5	34	0,0059	0,8082	0,1697	3.0421*
6	34	-0,0156	-2,1522	0,1541	2.7627*
7	34	0,0081	1,1186	0,1622	2.9079*
8	34	-0,0042	-0,5828	0,1580	2.8323*
9	34	-0,0004	-0,0483	0,1577	2.8260*
10	34	-0,0044	-0,6104	0,1532	2.7467*

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ 21 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ					
MARKET ADJUSTED RETURNS METHOD					
ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student					
ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ / ΕΙΔΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ: 34 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003					
DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	34	0,0012	0,2087	0,0012	0,0279
-39	34	0,0049	0,8619	0,0061	0,1431
-38	34	-0,0041	-0,7287	0,0019	0,0457
-37	34	0,0026	0,4523	0,0045	0,1062
-36	34	-0,0018	-0,3099	0,0028	0,0647
-35	34	0,0000	0,0083	0,0028	0,0659
-34	34	0,0115	2.0160**	0,0143	0,3354
-33	34	0,0059	1,0384	0,0202	0,4742
-32	34	-0,0070	-1,2307	0,0132	0,3097
-31	34	0,0070	1,2274	0,0202	0,4738
-30	34	0,0026	0,4596	0,0228	0,5352
-29	34	-0,0009	-0,1556	0,0219	0,5144

-28	34	0,0102	1,7979	0,0321	0,7548
-27	34	-0,0004	-0,0702	0,0317	0,7454
-26	34	-0,0020	-0,3560	0,0297	0,6978
-25	34	0,0034	0,6017	0,0331	0,7783
-24	34	0,0037	0,6505	0,0368	0,8652
-23	34	0,0020	0,3585	0,0389	0,9132
-22	34	-0,0004	-0,0669	0,0385	0,9042
-21	34	0,0002	0,0378	0,0387	0,9093
-20	34	0,0032	0,5599	0,0419	0,9841
-19	34	-0,0020	-0,3516	0,0399	0,9371
-18	34	0,0093	1,6263	0,0492	1,1545
-17	34	0,0101	1,7659	0,0592	1,3906
-16	34	0,0056	0,9893	0,0648	1,5229
-15	34	0,0018	0,3145	0,0666	1,5650
-14	34	0,0015	0,2649	0,0681	1,6004
-13	34	0,0021	0,3625	0,0702	1,6488
-12	34	0,0037	0,6486	0,0739	1,7356
-11	34	0,0024	0,4282	0,0763	1,7928
-10	34	0,0009	0,1590	0,0772	1,8141
-9	34	0,0062	1,0934	0,0835	1,9602
-8	34	-0,0038	-0,6669	0,0797	1,8711
-7	34	0,0025	0,4342	0,0821	1,9291
-6	34	0,0031	0,5450	0,0852	2.0020**
-5	34	0,0040	0,7071	0,0893	2.0965**
-4	34	0,0074	1,2931	0,0966	2.2694**
-3	34	0,0093	1,6392	0,1060	2.4886**
-2	34	0,0088	1,5371	0,1147	2.6941*
-1	34	0,0159	2.7997*	0,1307	3.0684*
0	34	0,0122	2.1375**	0,1428	3.3542*
1	34	0,0013	0,2238	0,1441	3.3841*
2	34	-0,0030	-0,5279	0,1411	3.3135*
3	34	0,0019	0,3369	0,1430	3.3586*
4	34	-0,0039	-0,6933	0,1391	3.2658*
5	34	0,0024	0,4287	0,1415	3.3239*
6	34	-0,0162	-2,8414	0,1253	2.9433*
7	34	0,0087	1,5342	0,1341	3.1484*
8	34	-0,0019	-0,3259	0,1322	3.1048*
9	34	0,0027	0,4768	0,1349	3.1686*
10	34	0,0019	0,3257	0,1368	3.2121*

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ 22 - ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

MARKET MODEL METHOD

ΜΕΣΕΣ ΚΑΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ t -student

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ / ΕΙΔΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ: 34 / ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 -2003

DAY	N	AAR	t -statistic	CAAR	t -statistic
-40	34	0,0004	0,0736	0,0004	0,0098
-39	34	0,0073	1,3626	0,0077	0,1910
-38	34	-0,0033	-0,6070	0,0045	0,1103

-37	34	0,0013	0,2482	0,0058	0,1433
-36	34	0,0001	0,0223	0,0059	0,1462
-35	34	-0,0018	-0,3271	0,0042	0,1027
-34	34	0,0106	1,9722	0,0148	0,3650
-33	34	0,0065	1,2098	0,0213	0,5258
-32	34	-0,0065	-1,2144	0,0148	0,3644
-31	34	0,0055	1,0294	0,0203	0,5013
-30	34	0,0032	0,5936	0,0235	0,5802
-29	34	-0,0003	-0,0529	0,0232	0,5732
-28	34	0,0098	1,8173	0,0330	0,8148
-27	34	-0,0033	-0,6040	0,0298	0,7345
-26	34	-0,0022	-0,4169	0,0275	0,6790
-25	34	0,0028	0,5209	0,0303	0,7483
-24	34	0,0030	0,5503	0,0333	0,8215
-23	34	0,0019	0,3436	0,0351	0,8672
-22	34	0,0005	0,0894	0,0356	0,8790
-21	34	0,0004	0,0662	0,0360	0,8879
-20	34	0,0028	0,5240	0,0388	0,9575
-19	34	-0,0035	-0,6467	0,0353	0,8715
-18	34	0,0089	1,6426	0,0442	1,0899
-17	34	0,0095	1,7556	0,0536	1,3234
-16	34	0,0092	1,7045	0,0628	1,5500
-15	34	0,0028	0,5229	0,0656	1,6196
-14	34	0,0010	0,1904	0,0667	1,6449
-13	34	0,0019	0,3560	0,0686	1,6922
-12	34	0,0032	0,6009	0,0718	1,7721
-11	34	0,0065	1,1974	0,0783	1,9313
-10	34	0,0016	0,2908	0,0798	1.9700**
-9	34	0,0082	1,5149	0,0880	2.1714**
-8	34	-0,0023	-0,4352	0,0857	2.1135**
-7	34	0,0001	0,0153	0,0857	2.1156**
-6	34	0,0008	0,1566	0,0866	2.1364*8
-5	34	-0,0026	-0,4752	0,0840	2.0732**
-4	34	0,0064	1,1840	0,0904	2.2306**
-3	34	0,0077	1,4315	0,0981	2.4210**
-2	34	0,0060	1,1071	0,1041	2.5682**
-1	34	0,0138	2.5620**	0,1179	2.9089*
0	34	0,0090	1,6643	0,1268	3.1302*
1	34	-0,0025	-0,4577	0,1244	3.0693*
2	34	-0,0055	-1,0136	0,1189	2.9345*
3	34	-0,0023	-0,4253	0,1166	2.8780*
4	34	-0,0042	-0,7755	0,1125	2.7749*
5	34	-0,0004	-0,0807	0,1120	2.7642*
6	34	-0,0164	-3,0370	0,0957	2.3603**
7	34	0,0061	1,1259	0,1017	2.5100**
8	34	-0,0016	-0,2937	0,1001	2.4710**
9	34	0,0030	0,5597	0,1032	2.5454**
10	34	-0,0009	-0,1720	0,1022	2.5225**

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

B. Μη – παραμετρικός έλεγχος

Τα αποτελέσματα του ελέγχου αυτού παρουσιάζονται στους πίνακες A23, A24 και A25. Εδώ βλέπουμε ότι οι δύο τελευταίες μέθοδοι συμφωνούν, υπολογίζοντας στατιστικά σημαντικούς συντελεστές μόνο κατά την ημέρα της αποκοπής καθώς και μέχρι 3 μέρες μετά, σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 10% , υποδεικνύοντας έτσι ότι κατά τις ημέρες εκείνες η πιθανότητα να έχουμε θετικές έκτακτες αποδόσεις είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα για αρνητικές. Από την άλλη η μέθοδος της μέσης τιμής , εμφανίζει επιπλέον στατιστικά σημαντικές τιμές και την πέμπτη ημέρα πριν και μέχρι την αποκοπή για $\alpha=1\%$. Ο μη – παραμετρικός έλεγχος συνάδει με τα αποτελέσματα του παραμετρικού ελέγχου όσον αφορά στη συμπεριφορά της μετοχής κατά την ημέρα της αποκοπής όπου οι μέσες έκτακτες αποδόσεις του δείγματος εμφανίζουν στατιστική σημαντικότητα το δυήμερο $[-1, 0]$ της περιόδου αποκοπής.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α23 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
mean adjusted returns method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ			
DAY	N	N+	j_0
-40	34	16	-0,3430
-39	34	16	-0,3430
-38	34	13	-1,3720
-37	34	28	3.7730*
-36	34	15	-0,6860
-35	34	16	-0,3430
-34	34	22	1.7150*8
-33	34	15	-0,6860
-32	34	10	-2,4010
-31	34	16	-0,3430
-30	34	21	1,3720
-29	34	15	-0,6860
-28	34	21	1,3720
-27	34	22	1.7150**
-26	34	16	-0,3430
-25	34	16	-0,3430
-24	34	19	0,6860
-23	34	19	0,6860
-22	34	16	-0,3430

-21	34	18	0,3430
-20	34	19	0,6860
-19	34	16	-0,3430
-18	34	14	-1,0290
-17	34	23	2.0580**
-16	34	18	0,3430
-15	34	18	0,3430
-14	34	13	-1,3720
-13	34	20	1,0290
-12	34	20	1,0290
-11	34	16	-0,3430
-10	34	16	-0,3430
-9	34	19	0,6860
-8	34	17	0,0000
-7	34	21	1,3720
-6	34	22	1,7150
-5	34	24	2.4010*
-4	34	18	0,3430
-3	34	23	2.0580*
-2	34	25	2.7440*
-1	34	24	2.4010*
0	34	25	2.7440*
1	34	17	0,0000
2	34	14	-1,0290
3	34	19	0,6860
4	34	14	-1,0290
5	34	20	1,0290
6	34	13	-1,3720
7	34	18	0,3430
8	34	14	-1,0290
9	34	16	-0,3430
10	34	13	-1,3720

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΠΙΝΑΚΑΣ Α24 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
market adjusted returns method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ			
DAY	N	N+	j₀
-40	34	15	-0,6860
-39	34	19	0,6860
-38	34	15	-0,6860
-37	34	19	0,6860
-36	34	17	0,0000
-35	34	17	0,0000
-34	34	19	0,6860
-33	34	17	0,0000
-32	34	16	-0,3430
-31	34	15	-0,6860

-30	34	22	1.7150**
-29	34	19	0,6860
-28	34	21	1,3720
-27	34	15	-0,6860
-26	34	18	0,3430
-25	34	18	0,3430
-24	34	19	0,6860
-23	34	19	0,6860
-22	34	15	-0,6860
-21	34	17	0,0000
-20	34	17	0,0000
-19	34	17	0,0000
-18	34	22	1.7150**
-17	34	20	1,0290
-16	34	20	1,0290
-15	34	15	-0,6860
-14	34	19	0,6860
-13	34	18	0,3430
-12	34	19	0,6860
-11	34	17	0,0000
-10	34	20	1,0290
-9	34	19	0,6860
-8	34	15	-0,6860
-7	34	19	0,6860
-6	34	19	0,6860
-5	34	19	0,6860
-4	34	16	-0,3430
-3	34	21	1,3720***
-2	34	21	1,3720***
-1	34	21	1,3720***
0	34	24	2.7440*
1	34	17	0,0000
2	34	13	-1,3720
3	34	17	0,0000
4	34	13	-1,3720
5	34	22	1,7150
6	34	8	-3,0870
7	34	18	0,3430
8	34	12	-1,7150
9	34	19	0,6860
10	34	14	-1,0290

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%

** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΙΝΑΚΑΣ Α25 - ΜΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ			
market model method			
ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ			
DAY	N	N+	j_α
-40	34	12	-1,7150
-39	34	19	0,6860
-38	34	16	-0,3430

-37	34	19	0,6860
-36	34	19	0,6860
-35	34	15	-0,6860
-34	34	18	0,3430
-33	34	18	0,3430
-32	34	14	-1,0290
-31	34	16	-0,3430
-30	34	20	1,0290
-29	34	20	1,0290
-28	34	18	0,3430
-27	34	16	-0,3430
-26	34	15	-0,6860
-25	34	18	0,3430
-24	34	18	0,3430
-23	34	21	1,3720
-22	34	14	-1,0290
-21	34	16	-0,3430
-20	34	15	-0,6860
-19	34	18	0,3430
-18	34	20	1,0290
-17	34	18	0,3430
-16	34	22	1.7150**
-15	34	14	-1,0290
-14	34	17	0,0000
-13	34	20	1,0290
-12	34	19	0,6860
-11	34	20	1,0290
-10	34	22	1.7150**
-9	34	20	1,0290
-8	34	17	0,0000
-7	34	14	-1,0290
-6	34	16	-0,3430
-5	34	19	0,6860
-4	34	19	0,6860
-3	34	21	1,3720***
-2	34	18	0,3430
-1	34	21	1,3720***
0	34	24	2.4010*
1	34	14	-1,0290
2	34	13	-1,3720
3	34	18	0,3430
4	34	13	-1,3720
5	34	17	0,0000
6	34	8	-3,0870
7	34	16	-0,3430
8	34	13	-1,3720
9	34	18	0,3430
10	34	15	-0,6860

*στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%
** στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα μελέτη ασχολήθηκε με την επίδραση των διανομών δωρεάν μετοχών, που προκύπτουν από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών, πάνω στην απόδοση της μετοχής. Αφού περιγράψαμε το θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο πραγματοποιούνται οι ΔΔΜ καθώς και τη διαδικασία συνοπτικά, συγκεντρώσαμε ένα δείγμα ελληνικών εταιριών θέλοντας να διερευνήσουμε κατά πόσο τα συμπεράσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας μπορούν να υιοθετηθούν και στην ελληνική αγορά.

Η ανάλυσή μας έδειξε ότι όσον αφορά το κίνητρο των εταιριών για επαναφορά της τιμή της μετοχής σε καλύτερο διάστημα διαπραγμάτευσης, τα αποτελέσματα δεν το υποστηρίζουν. Κι αυτό γιατί το δείγμα δεν παρουσιάζει στατιστικά σημαντικές θετικές αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο πριν την ανακοίνωση της ΔΔΜ. Επιπλέον, καθώς τι περισσότερες ΑΜΚ με κεφαλαιοποίηση επιβάλλονται από το νόμο, δεν μπορεί να υποστηριχθεί η υπόθεση ότι η ανακοίνωση των ΔΔΜ αποτελεί διοχέτευση ιδιωτικής πληροφόρησης προς το επενδυτικό κοινό.

Από την άλλη η περίοδος αποκοπής παρουσίασε στατιστικά σημαντικές και θετικές αθροιστικές και μέσες έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες μάλιστα έγιναν πιο έντονες όταν περιορίσαμε το δείγμα στις εταιρίες που πραγματοποίησαν την αποκοπή του δικαιώματος μέχρι και 40 μέρες από την ανακοίνωση της ΔΔΜ. Τα αποτελέσματα αυτά μας οδηγούν στο να υποθέσουμε ότι η ανακοίνωση της ΔΔΜ καθιστά τη μετοχή ελκυστικότερη, και έτσι μέσα από την αυξημένη ζήτηση οδηγούμαστε σε θετικές έκτακτες αποδόσεις. Οι επενδυτές τείνουν ίσως να θεωρούν ότι οι νέες μετοχές που θα αποκτήσουν δωρεάν θα έχουν θετικό αποτέλεσμα στη συνολική τους θέση και κινούνται να

αποκτήσουν τη μετοχή αυτή (και άρα και το δικαίωμα στη ΔΔΜ) μέχρι και την αποκοπή. Η υπόθεσή μας ότι οι θετικές αθροιστικές αποδόσεις αποτελούν αποτέλεσμα τις μη – ορθολογικής αυτής συμπεριφοράς των επενδυτών, υποστηρίζεται και από το γεγονός ότι μετά την αποκοπή του δικαιώματος το ενδιαφέρον για τη μετοχή περιορίζεται κατά πολύ με αποτέλεσμα να έχουμε μειούμενες αθροιστικές αποδόσεις. Ονομάζουμε τη συμπεριφορά αυτή μη – ορθολογική καθώς υπό κανονικές συνθήκες, οι νέες μετοχές δε θα έπρεπε να θεωρούνται ως κίνητρο, καθώς σε μία αποτελεσματική αγορά η συνολική θέση των μετόχων κατά την αποκοπή θα έπρεπε να παραμένει σταθερή, και επιπλέον η μετοχή καθίσταται φθηνότερη μετά την αποκοπή όπου η τιμή προσαρμόζεται στον νέο αριθμό κυκλοφορούντων μετοχών.

Τέλος όσον αφορά τα συμπεράσματα τις εργασίας από τη σύγκριση των τριών διαφορετικών μεθόδων, αξίζει να σημειωθούν δύο σημεία. Το πρώτο είναι ότι και οι τρεις μέθοδοι συμφωνούν στα συμπεράσματα τους ως προς τις χρονικές στιγμές στις οποίες εντοπίζουν τις στατιστικά σημαντικές τιμές, με ελάχιστες εξαιρέσεις. Το δεύτερο έχει να κάνει με τη μέθοδο της μέσης τιμής (*mean – adjusted returns method*), η οποία δίνει σε όλες τις περιπτώσεις μεγαλύτερες τιμές μέσων και αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων όχι όμως και στατιστικών συντελεστών. Αυτό υποθέτουμε ότι έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται με βάση ένα σταθερό μέσο όρο, κι έτσι ίσως η μέθοδος τείνει να διατηρεί περισσότερο από τις άλλες δύο τις πιο ακραίες τιμές στο δείγμα.

Συνοψίζοντας θεωρούμε ότι η συμπεριφορά του δείγματος κατά την περίοδο πριν την αποκοπή του δικαιώματος παρουσιάζει ενδιαφέρον και ότι χρήζει μελλοντικής διερεύνησης, καθώς μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικά συμπεράσματα όσον αφορά την ψυχολογία και τη αντίδραση των επενδυτών έναντι αυτού του επιχειρηματικού γεγονότος.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΑΡΘΡΑ

1. J. Lakonishok and B. Lev, 1987, stock splits and stock dividends: why, who, and when, *The Journal of Finance* vol XLII, 913 –932.
2. M. McNichols and A. Dravis, 1990, stock dividends, stock splits and signaling, *The Journal of Finance* , vol XLV, 857 – 879.
3. M. Grinblatt, R. Masulis and S. Titman, 1984, the valuation effect of stock dividends, *Journal of financial economics*, vol 13, 461 – 490.
4. C. Lamoureux and P.Poon, 1987, the market reaction to stock splits, *The Journal of Finance*, vol XLII, 1347 – 1370.
5. K. Eades, P. Hess and E. Kim, 1984, On interpreting security returns during the ex – dividend period, *Journal of financial economics*, vol 13, 3 – 34.
6. T. Copeland, 1979, liquidity changes following stock splits, *The Journal of Finance*, vol XXXIV, 115 –141.
7. R. Woolridge, 1983, ex – date price adjustment to stock dividends : a note, *The Journal of Finance*, vol XXXVIII, 247 – 255.
8. K. Baker, A. Philips and G. Powell, 1996, stock splits and stock dividends: An analysis of trends and characteristics of distributing firms, *Journal of economics and finance*, vol 4, 15 – 25.
9. G. Rankine and E. Stice, 1997, the market reaction to the choice of accounting method for stock splits and large stock dividends, *Journal of finance and quantitative analysis*, vol 32, 162 – 181.

10. E. Pilotte and T. Manuel, 1996, the market response to recurring events: the case of stock splits, *Journal of financial economics*, vol 41, 111 –127.
11. Γ .Παπαϊωάννου, Ν. Τραυλός, Ν. Τσαγκαράκης, 1997, έκδοση του Πανεπιστημίου Πειραιώς, 45 – 85.
12. S. Brown and J. Warner, 1985, using daily stock returns, *journal of financial economics*, vol 14, 3 –31.

B . ΑΛΛΑ ΣΥΓΓΡΑΜΜΑΤΑ

1. Ι. Παπαγιάννης, Δίκαιο Ανωνύμων Εταιριών, εκδόσεις Σακκούλα, 1997.
2. Γ. Καραθανάσης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές.
3. J. Campell, A. Lo and C. McKinlay, *The econometrics of financial markets*, 149 – 179.
4. E. Donaldson, J. Pfahl, P. Mullins, *Corporate /finance*, 4th edition.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β2
ΔΕΙΓΜΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΠΟΚΟΠΗΣ
ΣΥΝΟΛΟ: 57 ΕΤΑΙΡΙΕΣ / ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 2000- 2003

Α/Α	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΙΔΟΣ ΚΕΦΑΛ/ΣΗΣ	ΕΤΟΣ ΔΜΚ	ΑΝΑΛΟΓΙΑ	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ
1	ALPHA LEASING	1+2	2002	1 ΠΡΟΣ 20	10/05/02	14/06/02
2	AS COMPANY	1	2001	4 ΠΡΟΣ 1	11/05/01	11/06/01
3	BYTE COMP	1	2000	2 ΠΡΟΣ 1	12/06/00	17/07/00
4	C.P.I A.E.	1	2002	1 ΠΡΟΣ 1	10/12/01	12/02/02
5	EFG EUROBANK	1	2000	3 ΠΡΟΣ 10	23/10/00	12/12/00
6	EGNATIA BANK S.A (ΚΟ)	3	2000	1 ΠΡΟΣ 10	15/06/00	24/07/00
7	EGNATIA BANK S.A (ΠΟ)	3	2000	1 ΠΡΟΣ 10	15/06/00	24/07/00
8	EURODRIP A.B.E.Γ.Ε	3	2001	5 ΠΡΟΣ 10	08/06/01	03/08/01
9	F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	1+2	2002	1 ΠΡΟΣ 10	14/06/02	05/08/02
10	FINTEXPORT ABEE	1+2	2001	4 ΠΡΟΣ 10	22/06/01	24/07/01
11	HELLAS CAN A.E.	1+2	2002	4 ΠΡΟΣ 10	13/6/2002	22/07/02
12	JUMBO A.E	3	2001	1 ΠΡΟΣ 10	09/10/01	05/11/01
13	J & P - ΑΒΑΞ Α.Ε	1	2003	1 ΠΡΟΣ 1	14/01/2003	21/02/03
14	KEGO A.E	1+2	2002	2 ΠΡΟΣ 1	12/06/02	10/07/02
15	MARFIN COMM A.E.		2001	2 ΠΡΟΣ 10	23/01/2001	15/05/01
16	NEXANS ΕΛΛΑΣ ΑΒΕ	2	2001	1 ΠΡΟΣ 10	11/05/01	19/06/01
17	QUALITY & RELIABILITY	3	2002	1 ΠΡΟΣ 1	10/12/01	12/02/02
18	SEAFARM	3	2000	2 ΠΡΟΣ 10	15/06/00	31/07/00
19	SPIDER	1	2001	3 ΠΡΟΣ 1	18/9/01	24/10/02
20	UNISYSTEM	3	2000	2 ΠΡΟΣ 1	15/06/00	21/07/00
21	ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε	1	2001	1 ΠΡΟΣ 1	9/11/01	12/12/01
22	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	1+3	2003	2 ΠΡΟΣ 1	14/3/03	24/04/03
23	ΔΡΟΜΕΑΣ ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΣ	1+2	2002	10 ΠΡΟΣ 10	17/5/02	28/06/02
24	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ	1+3	2003	2 ΠΡΟΣ 1	12/09/03	21/10/03
25	ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΙΔΑΣ	1+2	2001	1 ΠΡΟΣ 10	12/06/01	25/07/01
26	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	1	2000	2 ΠΡΟΣ 1	25/09/00	23/10/00
27	ΕΛΜΠΙΣΚΟ	1	2002	4 ΠΡΟΣ 10	13/06/02	20/08/02
28	ΕΛΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ	1+2	2002	1 ΠΡΟΣ 1	19/06/02	25/10/02
29	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	3	2002	3 ΠΡΟΣ 10	21/08/02	17/10/02
30	ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε	4	2001	1 ΠΡΟΣ 10	13/06/01	30/07/01
31	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΕΣ	4	2003	1 ΠΡΟΣ 10	18/10/02	17/01/03
32	ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε	3	2001	2 ΠΡΟΣ 10	13/06/01	26/07/01
33	ΕΤΜΑ (ΠΟ)	2	2002	1 ΠΡΟΣ 15	12/07/02	16/09/02
34	ΕΤΜΑ Α.Ε (ΚΟ)	2	2002	1 ΠΡΟΣ 15	12/07/02	16/09/02
35	ΕΥΔΑΠ		2002	4 ΠΡΟΣ 10	09/10/02	27/01/03
36	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	1	2002	1 ΠΡΟΣ 2	06/06/02	26/07/02
37	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	1	2000	5 ΠΡΟΣ 40	16/06/00	24/07/00
38	ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	1	2002	3 ΠΡΟΣ 10	14/05/02	25/07/02
39	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ		2002	2 ΠΡΟΣ 10	20/06/02	30/12/02
40	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.	2	2003	1 ΠΡΟΣ 4	23/04/03	04/06/03
41	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.	2	2003	1 ΠΡΟΣ 4	23/04/03	04/06/03
42	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΠΟ)	2	2002	15 ΠΡΟΣ 100	5/10/2001	03/01/02
43	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	2	2002	15 ΠΡΟΣ 100	5/10/2001	03/01/02
44	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	2+1	2002	2 ΠΡΟΣ 10	12/6/2001	26/07/02
45	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε (ΚΟ)	1	2003	2 ΠΡΟΣ 10	19/3/2003	21/05/03
46	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε (ΠΟ)	1	2003	2 ΠΡΟΣ 10	19/3/2003	21/05/03
47	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	1	2000	1 ΠΡΟΣ 3	28/05/00	21/06/00
48	ΜΙΠΕΝΡΟΥΜΠΗΣ		2002	1 ΠΡΟΣ 20	25/09/01	22/07/02
49	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε	3	2003	2 ΠΡΟΣ 10	21/10/02	23/01/03
50	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε	3	2001	1 ΠΡΟΣ 10	05/06/01	26/07/01
51	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΚΟ)	2	2002	1 ΠΡΟΣ 5	24/10/02	12/12/02
52	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΠΟ)	2	2002	1 ΠΡΟΣ 5	24/10/02	12/12/02
53	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ	1	2002	1 ΠΡΟΣ 10	4/7/2002	16/08/02
54	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	1	2001	1 ΠΡΟΣ 1	29/01/2001	06/03/01
55	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	2	2002	1 ΠΡΟΣ 3	15/04/02	31/05/02
56	ΦΟΥΡΛΗΣ	1	2002	10 ΠΡΟΣ 10	11/06/02	16/07/02
57	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ ΑΕΒΕ	1	2001	1 ΠΡΟΣ 10	20/06/01	30/07/01

¹ κεφαλαιοποίηση διαφόρων αποθεματικών

² κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων στοιχείων

³ κεφαλαιοποίηση αποθεματικών από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο

⁴ κεφαλαιοποίηση κερδών προηγούμενης χρήσης

ΠΙΝΑΚΑΣ Β1
ΔΕΙΓΜΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ
ΣΥΝΟΛΟ: 61 ΕΤΑΙΡΙΕΣ / ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 2000- 2003

A/A	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΚΛΑΔΟΣ	ΕΙΔΟΣ ΚΕΦΑΛΗΣ	ΕΤΟΣ ΑΜΚ	ΑΝΑΛΟΓΙΑ	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ
1	ALPHA LEASING	ΧΡΗΜ/ΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ	1+2	2002	1 ΠΡΟΣ 20	10/05/02	14/06/02
2	AS COMPANY	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	1	2001	4 ΠΡΟΣ 1	11/05/01	11/06/01
3	C.P.I A.E.	ΕΙΔΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	1	2002	1 ΠΡΟΣ 1	10/12/01	12/02/02
4	EFG EUROBANK	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1	2000	3 ΠΡΟΣ 10	23/10/00	12/12/00
5	EGNATIA BANK S.A (ΚΟ)	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	3	2000	1 ΠΡΟΣ 10	15/06/00	24/07/00
6	EGNATIA BANK S.A (ΠΟ)	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	3	2000	1 ΠΡΟΣ 10	15/06/00	24/07/00
7	EURODRIP A.B.E.Γ.Ε	ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ	3	2001	5 ΠΡΟΣ 10	08/06/01	03/08/01
8	F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	ΜΗ - ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΤΣΙΜΕΝΤΑ	1+2	2002	1 ΠΡΟΣ 10	14/06/02	05/08/02
9	FINTECHPORT ΑΒΕΕ	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	1+2	2001	4 ΠΡΟΣ 10	22/06/01	24/07/01
10	HELLAS CAN A.E.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	1+2	2002	4 ΠΡΟΣ 10	13/6/2002	22/07/02
11	JUMBO A.E	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	3	2001	1 ΠΡΟΣ 10	09/10/01	05/11/01
12	J & P - ΑΒΑΞ Α.Ε	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1	2003	1 ΠΡΟΣ 1	14/01/03	21/02/03
13	KEGO A.E	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	1+2	2002	2 ΠΡΟΣ 1	12/06/02	10/07/02
14	MARFIN COMM A.E.	ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		2001	2 ΠΡΟΣ 10	23/01/01	15/05/01
15	NEXANS ΕΛΛΑΣ ΑΒΕ	ΚΑΛΩΔΙΑ	2	2001	1 ΠΡΟΣ 10	11/05/01	19/06/01
16	QUALITY & RELIABILITY	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	3	2002	1 ΠΡΟΣ 1	10/12/01	12/02/02
17	SEAFARM	ΙΧΘΥΟΡΤΟΦΙΑ	3	2000	2 ΠΡΟΣ 10	15/06/00	31/07/00
18	SPIDER	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	1	2001	3 ΠΡΟΣ 1	18/9/2001	24/10/02
19	UNISYSTEM	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	3	2000	2 ΠΡΟΣ 1	15/06/00	21/07/00
20	ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	1	2001	1 ΠΡΟΣ 1	9/11/2001	12/12/01
21	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	ΙΧΘΥΟΡΤΟΦΙΑ	1+4	2003	2 ΠΡΟΣ 1	14/03/03	24/04/03
22	ΔΡΟΜΕΑΣ ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΣ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΟΥ	1+2	2002	10 ΠΡΟΣ 10	17/5/2002	28/06/02
23	ΕΔΡΑΣΗ - ΦΑΛΙΔΑΣ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1+2	2001	1 ΠΡΟΣ 10	12/06/01	25/07/01
24	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	1	2000	2 ΠΡΟΣ 1	25/09/00	23/10/00
25	ΕΛΜΠΙΣΚΟ	ΤΡΟΦΙΜΩΝ	1	2002	4 ΠΡΟΣ 10	13/06/02	20/08/02
26	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	ΚΑΛΩΔΙΑ	1	2000		30/06/00	-
27	ΕΛΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	1+2	2002	1 ΠΡΟΣ 1	19/06/02	25/10/02
28	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	3	2002	3 ΠΡΟΣ 10	21/08/02	17/10/02
29	ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	4	2001	1 ΠΡΟΣ 10	13/06/01	30/07/01
30	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΕΣ	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	4	2003	1 ΠΡΟΣ 10	18/10/02	17/01/03
31	ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	3	2001	2 ΠΡΟΣ 10	13/06/01	26/07/01
32	ΕΤΜΑ (ΠΟ)	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	2002	1 ΠΡΟΣ 15	12/07/02	16/09/02
33	ΕΤΜΑ Α.Ε (ΚΟ)	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	2002	1 ΠΡΟΣ 15	12/07/02	16/09/02
34	ΕΥΔΑΠ	ΥΔΡΕΥΣΗΣ		2002	4 ΠΡΟΣ 10	09/10/02	27/01/03
35	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	1	2002	1 ΠΡΟΣ 2	06/06/02	26/07/02
36	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	3	2000	5 ΠΡΟΣ 40	16/06/00	24/07/00
37	ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	ΓΕΩΡΓΙΑ - ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑ	3	2002	3 ΠΡΟΣ 10	14/05/02	25/07/02
38	ΚΕΡΑΜΕΙΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ	ΜΗ - ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΤΣΙΜΕΝΤΑ		2002	2 ΠΡΟΣ 10	20/06/02	30/12/02
39	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	2	2003	1 ΠΡΟΣ 4	23/04/03	04/06/03
40	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	2	2003	1 ΠΡΟΣ 4	23/04/03	04/06/03
41	ΚΥΛΙΝΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	ΤΡΟΦΙΜΩΝ	1+2	2002	2 ΠΡΟΣ 5	19/11/01	05/03/02
42	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΠΟ)	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	2002	15 ΠΡΟΣ 100	5/10/2001	03/01/02
43	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	2002	15 ΠΡΟΣ 100	5/10/2001	03/01/02
44	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1	2000		02/06/00	δεν έγινε τελικά
45	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε (ΚΟ)	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1	2003	2 ΠΡΟΣ 10	19/3/2003	21/05/03
46	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε (ΠΟ)	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1	2003	2 ΠΡΟΣ 10	19/03/03	21/05/03
47	ΜΟΧΛΟΣ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	2	2002		11/12/02	-
48	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗΣ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ		2002	1 ΠΡΟΣ 20	25/09/01	22/07/02 -
49	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	1	2002		09/10/02	-
50	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	3	2003	2 ΠΡΟΣ 10	21/10/02	23/01/03
51	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	3	2001	1 ΠΡΟΣ 10	05/06/01	26/07/01
52	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΚΟ)	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	2002	1 ΠΡΟΣ 5	24/10/02	12/12/02
53	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΠΟ)	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	2002	1 ΠΡΟΣ 5	24/10/02	12/12/02
54	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	ΧΡΗΜ/ΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ	1	2000	1 ΠΡΟΣ 2	28/11/2000	29/12/00
55	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	2+1	2002		09/04/02	-
56	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	1	2002	1 ΠΡΟΣ 10	4/7/2002	16/08/02
57	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	1	2001	1 ΠΡΟΣ 1	29/01/2001	06/03/01
58	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	2	2002	1 ΠΡΟΣ 3	15/04/02	31/05/02
59	ΦΟΥΡΛΗΣ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ	1	2002	10 ΠΡΟΣ 10	11/06/02	16/07/02
60	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	3	2000		20/07/00	-
61	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ ΑΕΒΕ	ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	1	2001	1 ΠΡΟΣ 10	20/06/01	30/07/01

¹ κεφαλαιοποίηση διαφόρων αποθεματικών

² κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων στοιχείων

³ κεφαλαιοποίηση αποθεματικών από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο

⁴ κεφαλαιοποίηση κερδών προηγούμενης χρήσης