

**Η ΑΝΤΛΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ  
ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ**

**ΝΙΚΟΛΑΟΣ Β. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ**

**Διδακτορική Διατριβή  
Υποβληθείσα στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς  
Σεπτέμβριος 1993**

Αφιερώνεται στους γονείς μου

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εκπόνηση κάθε Διδακτορικής Διατριβής διευκολύνεται σημαντικά από τα σχόλια, παρατηρήσεις, συμβουλές και βοήθεια πολλών ατόμων και παραγόντων. Τον κανόνα αυτό ακολούθησε και η δική μου Διατριβή και με ιδιαίτερη ευγνωμοσύνη επιθυμώ να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν στην ολοκλήρωσή της.

Κατ' αρχήν θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή κ. Παναγιώτη Αθανασόπουλο για την ευκαιρία που μου έδωσε αλλά και την αμέριστη ηθική υποστήριξη και βοήθεια που μου πρόσφερε όλα αυτά τα χρόνια. Επίσης, τον Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Νίκο Τραυλό για την επιστημονική βοήθεια, καθοδήγηση και ενθάρρυνση καθ' όλη τη διάρκεια της προσπάθειάς μου. Το σημερινό αποτέλεσμα δεν θα ήταν εφικτό χωρίς τη δική του βοήθεια και παρότρυνση.

Επιθυμώ ακόμα να αναγνωρίσω με εκτίμηση την προσφορά των υπόλοιπων μελών της Συμβουλευτικής Επιτροπής: του Καθηγητή κ. Γκίκα Χαρδούβελη, του Καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών κ. Γιώργου Καραθανάση και του Επίκουρου Καθηγητή κ. Ανδρέα Μερικά για τις χρήσιμες παρατηρήσεις τους, του Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Γιώργου Διακογιάννη και του Επίκουρου Καθηγητή κ. Μανώλη Τσιριτάκη για τις προτάσεις και διευκρινήσεις σε θέματα οικονομετρίας και στατιστικής, του Επίκουρου Καθηγητή κ. Μιχάλη Γκλεζάκου του οποίου η εμπειρία και γνώση σε θέματα κεφαλαιαγοράς συντέλεσαν στη βελτίωση της Διατριβής.

Τον Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Γιώργο Παπαϊωάννου του Πανεπιστημίου Hofstra (Η.Π.Α.) για το ενδιαφέρον του από την αρχή αυτής της προσπάθειας και τη συμβολή του έργου του στη διαμόρφωση των ερευνητικών στόχων της Διατριβής.

Πολύτιμη ήταν η βοήθεια του αδερφού μου Γιάννη στην ανάπτυξη προγραμμάτων που απλοποίησαν την επεξεργασία των στοιχείων στον Ηλεκτρονικό Υπολογιστή και της κας Τίνας Τσίγκανου της οποίας το ενδιαφέρον και οι προτάσεις σχετικά με την παρουσίαση της διατριβής συνέβαλαν στη σύνθεση της τελικής μορφής του κειμένου.

Η Διατριβή έχει αντλήσει σημαντικό αριθμό χρηματιστηριακών στοιχείων από τη σχετική Τράπεζα Πληροφοριών του Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Νίκου Τραυλού που δημιουργήθηκε με χρηματοδότηση της "ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ". Επιθυμώ να ευχαριστήσω την Διοίκηση της Τράπεζας για τη συμβολή της, κατ' αυτόν τον τρόπο, στην εκπόνηση της Διατριβής.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την Διοίκηση και τους συναδέλφους μου στην "ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ" για τις διευκολύνσεις που μου πρόσφεραν ώστε απερίσπαστα να εργαστώ για την ολοκλήρωση του έργου αυτού καθώς και τους αρμόδιους της Α.Ε. "ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ" που ευγενικά χρηματοδότησαν την αγορά του στατιστικού προγράμματος SAS, για λογαριασμό του Τμήματος "Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής", απαραίτητου για την ανάλυση των στοιχείων.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	<b>IV</b>
<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>X</b>
<b>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>1</b>
1.1. Θέμα Διατριβής.....	3
1.2. Οργάνωση Διατριβής.....	5
<b>2. ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b>	<b>8</b>
2.1. Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου .....	9
2.1.1. Δημόσια Εγγραφή .....	10
2.1.2. Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης .....	12
2.2. Λογιστική - "Εικονική" Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου .....	19
2.2.1. Κεφαλαιοποίηση Κερδών .....	26
2.2.2. Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Πάγιων Περιουσιακών Στοιχείων .....	29
2.2.3. Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών .....	31
2.2.4. Κεφαλαιοποίηση Χρεών .....	32
2.2.5. Επιπτώσεις Λογιστικής - "Εικονικής Αύξησης με Διανομή Νέων Μετοχών .....	32
2.3. Διαδικασία Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης .....	35
2.4. Ανάδοχος Εκδόσης Μετοχών (Underwriter) .....	37
2.5. Συμπεράσματα .....	41
Παράρτημα Α : Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .....	44
Παράρτημα Β : Νομικό Πλαίσιο .....	47
Β.1. Νόμος 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών" .....	47
Β.2. Προεδρικό Διάταγμα 348/1985 .....	62
Β.3. Προεδρικό Διάταγμα 350/1985 .....	62
<b>3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ) ΤΩΝ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ (ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990)</b>	<b>63</b>
3.1. Ανάλυση Στοιχείων .....	64
3.2. Θεσμικές Αλλαγές .....	69
3.3. Συμπεράσματα .....	70
<b>4. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ</b>	<b>76</b>
4.1. Η Θεωρία των Modigliani και Miller .....	76

4.2.	Επίδραση της Φορολογίας .....	80
4.3.	Επίδραση του Κόστους Πτώχευσης .....	83
4.4.	Πληροφορίες που έχουν μόνο τα Διευθυντικά Στελέχη .....	84
4.5.	Επίδραση του Κόστους Αντιπροσώπησης .....	90
4.6.	Προσφορά Αντικατάστασης Χρεογράφων .....	95
4.7.	Συμπεράσματα .....	98
<b>5.</b>	<b>ΣΥΝΟΨΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΠΟΡΙΣΜΑΤΩΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b>	<b>102</b>
5.1.	Μελέτες Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με Καταβολή Μετρητών .....	103
5.1.1.	Αύξηση με Δημόσια Εγγραφή .....	103
5.1.2.	Αύξηση με Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης .....	108
5.1.3.	Αδυναμίες Μελετών που εξετάζουν Αυξήσεις με Δικαιώματα Προτίμησης .....	113
5.2.	Μελέτες Κεφαλαιακής Αναδιάρθρωσης .....	115
5.2.1.	Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου .....	116
5.2.2.	Μείωση Μετοχικού Κεφαλαίου .....	116
5.3.	Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις .....	117
5.4.	Συμπεράσματα .....	124
<b>6.</b>	<b>ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΘΑ ΕΞΕΤΑΣΤΟΥΝ</b>	<b>127</b>
<b>7.</b>	<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΥΞΗΣΕΩΝ</b>	<b>131</b>
7.1.	Περίοδος Μελέτης - Στοιχεία - Πηγές Στοιχείων .....	131
7.2.	Ημερομηνίες Ανακοινώσεων .....	134
7.3.	Δείγμα .....	137
7.4.	Συγκεντρωτικά Στατιστικά Στοιχεία και Χαρακτηριστικά Δείγματος .....	140
<b>8.</b>	<b>ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ</b>	<b>150</b>
8.1.	Υπολογισμός της Αντίδρασης των Τιμών των Μετοχών σε Νέες Πληροφορίες .....	151
8.1.1.	Το Υπόδειγμα της Αγοράς .....	153
8.1.2.	Το Υπόδειγμα της Μέσης Προσαρμοσμένης Απόδοσης .....	157
8.1.3.	Το Υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης - με το Δείκτη της Αγοράς - Απόδοσης .....	157
8.1.4.	Ελεγχος για Στατιστικά Σημαντικές Αποδόσεις .....	158
8.2.	Μέθοδος Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων .....	160

<b>9.</b>	<b>ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b>	<b>166</b>
9.1.	Αποτελέσματα Συνολικού Δείγματος .....	168
9.1.1.	Διάκριση Συνολικού Δείγματος κατά Ημερομηνία Ανακοίνωσης .....	168
9.1.2.	Διάκριση Συνολικού Δείγματος κατά Τύπο Ανακοίνωσης .....	174
9.1.3.	Διάκριση Συνολικού Δείγματος κατά Κλάδο Επιχείρησης .....	176
9.2.	Αποτελέσματα Αυξήσεων με Εκδοση μόνο Κοινών Μετοχών	179
9.2.1.	Επίδραση Αύξησης με Εκδοση μόνο Κοινών Μετοχών	180
9.2.2.	Επίδραση Αύξησης με Εκδοση μόνο Κοινών Μετοχών κατά Κλάδο ("Τραπεζικός" ή "Βιομηχανικός") .....	181
9.2.3.	Επίδραση Αύξησης με Εκδοση μόνο Κοινών Μετοχών κατά Τύπο Ανακοίνωσης ("Καθαρή" ή "Σύνθετη") .....	182
9.2.4.	Συνδυασμένη Επίδραση Αύξησης με Εκδοση μόνο Κοινών Μετοχών κατά Τύπο Ανακοίνωσης και Κλάδο Επιχείρησης .....	184
9.3.	Αποτελέσματα Αυξήσεων με Εκδοση Κοινών και Προνομιούχων Μετοχών .....	186
9.3.1.	Επίδραση Αύξησης με Εκδοση Κοινών και Προνομιούχων Μετοχών στις Τιμές των Κοινών Μετοχών .....	187
9.3.2.	Επίδραση Αύξησης με Εκδοση Κοινών και Προνομιούχων Μετοχών στις Τιμές των Προνομιούχων Μετοχών .....	187
9.4.	Συμπεράσματα .....	188
<b>10.</b>	<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ</b>	<b>227</b>
10.1.	Αποτελέσματα .....	227
10.2.	Στατιστικοί Ελεγχοί Πιθανής Παραβίασης Υποθέσεων Κλασσικής Παλινδρόμησης .....	231
10.2.1.	Ετεροσκεδαστικότητα (Heteroskedasticity) .....	231
10.2.2.	Πολυσυγγραμμικότητα (Multicollinearity) .....	233
10.3.	Συμπεράσματα .....	235
<b>11.</b>	<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ</b>	<b>238</b>
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>244</b>

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

### ΠΙΝΑΚΑΣ:

2.1	Συνοπτική Παρουσίαση Τρόπων Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και Συνθήκες/Παράγοντες που πρέπει να ικανοποιούν οι Επιχειρήσεις όταν αυξάνουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο .....	43
3.1	Ετήσιος Αριθμός Εταιριών που αύξησαν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο στην Περίοδο 1981-1990 .....	72
3.2	Σύνολο Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου στην Περίοδο 1981 - 1990 .....	72
3.3	Πραγματικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης στην Περίοδο 1981-1990 .....	73
3.4	Πραγματικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά Κλάδο Δραστηριότητας στην Περίοδο 1981-1990 .....	73
3.5	Λογιστικές-"Εικονικές" Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση (Κερδών, Αποθεματικών, Υπεραξίας Παγίων, Χρεών) στην Περίοδο 1981-1990 .....	74
3.6	Κεφάλαια που αντλήθηκαν με Εκδοση Νέων Μετοχών στην Περίοδο 1981-1990 .....	74
3.7	Κεφάλαια σε Σταθερές Τιμές (1982=100) που αντλήθηκαν ανά Εταιρία στην Περίοδο 1981-1990 .....	75
4.1	Συνοπτική Παρουσίαση των Επιπτώσεων πάνω στις τιμές των Μετοχών από την Εκδοση Νέων Χρεογράφων όταν η Επιχείρηση κάνει Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ....	100
5.1	Εμπειρικές Μελέτες της Διεθνούς Βιβλιογραφίας που ερευνούν τη Μεταβολή των Τιμών των Μετοχών όταν γίνεται Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου .....	125
5.2	Μεταβλητές που ελέγχουν οι Εμπειρικές Μελέτες της Διεθνούς Βιβλιογραφίας με τη Μέθοδο της Διαστρωματικής Παλινδρόμησης και επηρεάζουν την Τιμή της Μετοχής όταν γίνεται Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου .....	126
7.1	Πραγματικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης στην Περίοδο 1981-1990 .....	144

7.2	Πραγματικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά Κλάδο Δραστηριότητας στην Περίοδο 1981-1990 .....	144
7.3	Κατανομή 59 Αυξήσεων του Τελικού Δείγματος ανά Έτος και Είδος Μετοχών που εκδίδουν οι Επιχειρήσεις για την Περίοδο 1981-1990 .....	145
7.4	Τελικό Δείγμα 59 Πραγματικών Αυξήσεων κατά Κλάδο Δραστηριότητας και Έτος για την Περίοδο 1981-1990 .....	146
7.5	Χαρακτηριστικά 59 Αυξήσεων του Τελικού Δείγματος για την Περίοδο 1981-1990 .....	147
7.6	Συγκεντρωτικά Στατιστικά Στοιχεία Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου για την Περίοδο 1981-1990 .....	148
9.1	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t$ [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 59 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 .....	192
9.2	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t$ [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 59 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 .....	193
9.3	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t$ [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 59 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 (Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της "Αγοράς") .....	194



- 9.4 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 59 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990. (Ο υπολογισμός των μέσων έκτακτων αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της "Αγοράς") ..... 195
- 9.5 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με μοναδικό θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης ("Καθαρή" Ανακοίνωση) για 31 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990..... 196
- 9.6 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. που περιέχει επιπλέον θέματα εκτός της Πραγματικής Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης ("Σύνθετη" Ανακοίνωση) για 27 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 ..... 197
- 9.7 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 32 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" Κλάδου. Περίοδος 1981-1990 ..... 198

- 9.8 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 27 αυξήσεις με έκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. από επιχειρήσεις του "Βιομηχανικού" Κλάδου. Περίοδος 1981-1990 .. 199
- 9.9 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 38 αυξήσεις με έκδοση Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 ..... 200
- 9.10 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 29 αυξήσεις με έκδοση Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" Κλάδου. Περίοδος 1981-1990 ..... 201
- 9.11 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με μοναδικό θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης ("Καθαρή" Ανακοίνωση) για 21 αυξήσεις με έκδοση Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 .... 202
- 9.12 Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά  $t$  [ $t(AR)$ ] δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. που περιέχει επιπλέον θέματα εκτός της Πραγματικής Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης ("Σύνθετη" Ανακοίνωση) για 17

	αυξήσεις με έκδοση Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 .....	203
9.13	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t [t(AR)]$ δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με μοναδικό θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης ("Καθαρή" Ανακοίνωση) για 14 αυξήσεις με έκδοση Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" Κλάδου. Περίοδος 1981-1990 .....	204
9.14	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t [t(AR)]$ δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. που περιέχει επιπλέον θέματα εκτός της Πραγματικής Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης ("Σύνθετη" Ανακοίνωση) για 15 αυξήσεις με έκδοση Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" Κλάδου. Περίοδος 1981-1990 .....	205
9.15	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t [t(AR)]$ δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 17 αυξήσεις με ταυτόχρονη έκδοση Κοινών & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 .....	206
9.16	Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις Προνομιούχων Μετοχών (AR), Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) και Στατιστικά $t [t(AR)]$ δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. με θέμα την Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δικαιώματα Προτίμησης για 17 αυξήσεις με ταυτόχρονη έκδοση Κοινών & Προνομιούχων Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Περίοδος 1981-1990 .....	207

- 10.1 Υπολογισμός Συντελεστών Ανεξάρτητων Μεταβλητών και Στατιστικών  $t$  (στις παρενθέσεις) από τη Διαστρωματική Παλινδρόμηση των Αθροιστικών Μέσων Εκτακτων Αποδόσεων Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. για Δύο Ημέρες [CAR (-1,0)] σε Διάφορες Μεταβλητές για 55 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά την Περίοδο 1981-1990 ..... 236
- 10.2 Υπολογισμός Συντελεστών Ανεξάρτητων Μεταβλητών και Στατιστικών  $t$  (στις παρενθέσεις) από τη Διαστρωματική Παλινδρόμηση των Αθροιστικών Μέσων Εκτακτων Αποδόσεων Κοινών Μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. για Εντεκα Ημέρες [CAR (-10,0)] σε Διάφορες Μεταβλητές για 55 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά την Περίοδο 1981-1990 ..... 237

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ:

9.1	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.1) .....	208
9.2	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Συνεδρίασης του Δ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.2) .....	209
9.3	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.3) (Ο Υπολογισμός των Μέσων Εκτακτων Αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της "Αγοράς") .....	210
9.4	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Συνεδρίασης του Δ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.4) (Στοιχεία Πίνακα 9.3) (Ο Υπολογισμός των Μέσων Εκτακτων Αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της "Αγοράς") .....	211
9.5	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 31 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.5) .....	212
9.6	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 27 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.6) .....	213
9.7	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 32 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.7) .....	214
9.8	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 27 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.8) .....	215
9.9	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 38 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.9) .....	216

9.10	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 29 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.10) .....	217
9.11	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 21 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.11) .....	218
9.12	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 17 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.12) .....	219
9.13	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 14 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.13) .....	220
9.14	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 15 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.14) .....	221
9.15	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 17 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.15) .....	222
9.16	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 17 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.16) .....	223
9.17	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) των Πινάκων 9.1 έως 9.8 (Αυξήσεις με Εκδοση Κοινών, Κοινών & Προνομιούχων & Προνομιούχων Μετοχών) .....	224
9.18	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) των Πινάκων 9.9 έως 9.14 (Αυξήσεις με Εκδοση Κοινών Μετοχών) .....	225
9.19	Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) των Πινάκων 9.15 & 9.16 (Αυξήσεις με Εκδοση Κοινών & Προνομιούχων Μετοχών) .....	226

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια επιχείρηση κατά τη διάρκεια της οικονομικής ζωής της βρίσκεται στην ανάγκη εξεύρεσης νέων κεφαλαίων για την κάλυψη οικονομικών αναγκών (επενδύσεις, Κεφάλαια Κίνησης) ή οικονομικών υποχρεώσεων (τοκοχρεολύσια). Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να προέλθουν από εσωτερικές ή εξωτερικές πηγές ή και συνδυασμό αυτών των δύο. Αναφορικά με τις εξωτερικές πηγές, στις προηγμένες οικονομικά χώρες, η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών έναντι μετρητών αποτελεί σημαντική πηγή νέων κεφαλαίων μιας επιχείρησης.

Η απόφαση της επιχείρησης να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο μεταβάλλει την κεφαλαιακή της διάρθρωση και συνήθως επηρεάζει την τιμή της μετοχής της δηλαδή αποτελεί μια σημαντική απόφαση για την επιχείρηση αλλά και για τους μετόχους της. Στη διεθνή βιβλιογραφία πολλές εμπειρικές μελέτες ερευνούν την επίδραση που έχει η απόφαση αυτή στον πλούτο των μετόχων (αξία μετοχών). Η πλειοψηφία των ερευνητικών προσπαθειών εξετάζει την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής και συμπεραίνουν ότι η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών προκαλεί μείωση στην τιμή τους. Ένας πολύ μικρότερος αριθμός εργασιών (βλέπε σχετική αναφορά Κεφάλαιο 5.1.2.) ερευνά αυξήσεις που γίνονται με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης που δεν καταλήγουν όμως όλες στο ίδιο συμπέρασμα υποδηλώνοντας έτσι την ανάγκη για περαιτέρω έρευνα.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει γνωρίσει ελάχιστη εμπειρική έρευνα εξαιτίας των δυσκολιών συλλογής μεγάλου όγκου στοιχείων, που απαιτούνται για εκτεταμένες έρευνες, και συγκέντρωσης πληροφοριών<sup>1</sup> που, αν και δημοσιευμένες, μέχρι σήμερα δεν έχουν ταξινομηθεί από κάποιο φορέα.

Στην έρευνά μας το πρώτο εμπόδιο ξεπεράστηκε με τη βοήθεια της μελέτης: "Χρηματιστήριο Αθηνών: Δημιουργία Τράπεζας Πληροφοριών Χρηματιστηριακών Στοιχείων και Χαρακτηριστικά Απόδοσης και Κινδύνου Μετοχών για την περίοδο 1981-1990", που αποτελεί μια ολοκληρωμένη πηγή ημερήσιων αποδόσεων μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)<sup>2</sup> και έδωσε τη δυνατότητα εξέτασης όλων των πραγματικών αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που έγιναν σε διάστημα δέκα ετών (1981-1990). Το δεύτερο εμπόδιο ξεπεράστηκε μόνο μετά από αναζήτηση και διασταύρωση των στοιχείων.

Στη χώρα μας η χρηματοδότηση επιχειρήσεων, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, βασίζεται στα εσωτερικά κεφάλαια (αδιανέμητα κέρδη), στον τραπεζικό δανεισμό και κατά ένα πολύ μικρότερο ποσοστό σε κεφάλαια από την έκδοση νέου Μετοχικού Κεφαλαίου (πώληση νέων μετοχών με δικαιώματα προτίμησης). Στην περίοδο που εξετάζεται (1981-1990) παρατηρήθηκε έντονη στροφή προς την κεφαλαιαγορά μετά το 1987. Ο αριθμός αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 300% (από 9 αυξήσεις που έγιναν το 1980 σε 37 το 1990), το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν αυξήθηκε κατά 2.500% (από 1,6 δις το 1981 σε 41,6 δις το 1990, σε σταθερές τιμές 1982) και ο αριθμός των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α. αυξήθηκε κατά 30% (από 111 επιχειρήσεις που υπήρχαν το 1981 σε 145 το 1990).

---

<sup>1</sup> Νόμοι, ημερομηνίες ανακοινώσεων και έντυπα όπου δημοσιεύτηκαν.

<sup>2</sup> Βλέπε Τραυλός [1992].



Η στροφή των επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο για νέα κεφάλαια και η έλλειψη τόσο εμπειρικής έρευνας όσο και μιας συνολικής θεωρητικής παρουσίασης του όλου θέματος των αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης ήταν τα βασικά κίνητρα εκπόνησης αυτής της διατριβής.

## **1.1. ΘΕΜΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ**

Θέμα της διατριβής είναι η καταγραφή των διαδικασιών έκδοσης νέου Μετοχικού Κεφαλαίου, των μεταβολών των τιμών των μετοχών όταν ανακοινώνονται αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης και η έρευνα των πιθανών αιτιών αυτών των μεταβολών.

Αρχικά τέθηκαν δύο γενικοί στόχοι:

- Η συστηματική παρουσίαση της διαδικασίας αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης στην Ελλάδα.
- Η συνέχιση και ο εμπλουτισμός του έργου άλλων ερευνητών.

Αυτό που επιχειρείται είναι μια λεπτομερής εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των έκτακτων ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών γύρω από την ημερομηνία που ανακοινώνεται η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης.

Ειδικότερα αναλύονται:

- Οι έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις κοινών μετοχών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. κατά την ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης.
- Οι παράγοντες που ερμηνεύουν την αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών στην ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου (αριθμός νέων

μετοχών, αξία νέων μετοχών, κλάδος επιχείρησης, μεταβολή δανειακής επιβάρυνσης από πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, αποδόσεις μετοχών πριν την ανακοίνωση αύξησης, αποδόσεις "αγοράς" πριν την ανακοίνωση αύξησης, διακύμανση αποδόσεων, τύπος ανακοίνωσης, διασπορά μετοχών και τύπος μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση).

- Ο έλεγχος υποθέσεων που βασίζονται στις υπάρχουσες θεωρίες και οι οποίες προβλέπουν τις πιθανές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης.

Οι απαντήσεις που θα προκύψουν θα βοηθήσουν στην κατανόηση: α) των πιθανών αιτιών των μεταβολών των τιμών των μετοχών β) του είδους των πληροφοριών που ενδεχομένως μεταδίδονται στους επενδυτές με τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου και γ) της σύνδεσης των χρηματοοικονομικών αποφάσεων της επιχείρησης με τις αντιδράσεις της αγοράς και τους χρηματοδοτικούς της στόχους.

Εφόσον στο παρελθόν δεν έχει γίνει εμπειρική έρευνα στην περιοχή αυτή τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται (αν και εξαρτώνται από τα συγκεκριμένα στοιχεία, τη μεθοδολογία και την περίοδο που εξετάζεται) πιθανόν περιέχουν χρήσιμες πληροφορίες που ενδιαφέρουν όχι μόνο ακαδημαϊκούς και σπουδαστές της χρηματοοικονομικής, αλλά και επενδυτές, στελέχη επενδυτικών εταιριών, οικονομικούς διευθυντές και γενικότερα όλους όσους αναζητούν πηγές νέων χρηματοδοτήσεων.

## 1.2. ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Η διατριβή αποτελείται από έντεκα (11) Κεφάλαια. Στο Κεφάλαιο 2 αποτυπώνεται η διαδικασία αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στην Ελλάδα. Παρουσιάζονται οι δύο τρόποι αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου (πραγματική και λογιστική - "εικονική" αύξηση), γίνεται λεπτομερής περιγραφή όλων των μεθόδων με τις οποίες πραγματοποιούνται οι αυξήσεις (δημόσια εγγραφή, χρήση δικαιωμάτων προτίμησης, κεφαλαιοποίηση κερδών, κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων, κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και κεφαλαιοποίηση χρεών) και αναλύονται οι επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών από τη λογιστική - "εικονική" αύξηση με διανομή νέων μετοχών. Στη συνέχεια αναλύεται ο ρόλος του αναδόχου στην έκδοση νέων μετοχών, παρουσιάζονται οι κυριότερες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και το Νομικό Πλαίσιο που διέπει τη διαδικασία αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου.

Στο Κεφάλαιο 3 αποτυπώνονται σε πίνακες συχνοτήτων οι αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (πραγματικές και λογιστικές - "εικονικές") που πραγματοποιήθηκαν στη χώρα μας την περίοδο 1981-1990 από εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α., αναλύονται τα στοιχεία των αυξήσεων και καταγράφονται οι κυριότερες θεσμικές αλλαγές της περιόδου αυτής.

Στο Κεφάλαιο 4 γίνεται αναφορά στις πέντε πιο πιθανές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης και στον τρόπο που επηρεάζεται η αξία της επιχείρησης από την έκδοση μετοχών ή δανειακών χρεογράφων. Θα δούμε ότι η ύπαρξη φορολογίας, το κόστος πτώχευσης, η ασυμμετρία πληροφοριών, το κόστος αντιπροσώπευσης και η αντικατάσταση αξιογράφων επηρεάζουν τη μορφή χρηματοδότησης (την απόφαση έκδοσης μετοχών ή δανειακών χρεογράφων) της επιχείρησης και την

κατευθύνουν στην επιλογή ενός συνδυασμού που μεγιστοποιεί την αξία των μετοχών.

Στο Κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα κύρια πορίσματα εμπειρικών μελετών που ερευνούν τις αποδόσεις των μετοχών όταν οι επιχειρήσεις αποφασίζουν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με διάφορες μεθόδους. Θα διαπιστώσουμε ότι: α) η αύξηση με δημόσια εγγραφή στις προηγμένες οικονομίες οδηγεί σε μείωση των τιμών των μετοχών ενώ στις αναπτυσσόμενες οδηγεί σε αύξηση, β) οι αυξήσεις με τη χρήση δικαιωμάτων δεν καταλήγουν σε ομοιόμορφα αποτελέσματα (αναφέρονται οι πιθανές αδυναμίες των μελετών που δίνουν τα αποτελέσματα αυτά) και γ) στις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με αντικατάσταση δανειακών χρεογράφων με μετοχές (έκδοση μετοχών) μειώνονται οι τιμές των μετοχών. Επιπλέον, από τη διεθνή βιβλιογραφία, καταγράφουμε τις σημαντικότερες μεταβλητές που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών, κατά την ανακοίνωση άντλησης κεφαλαίων, όπως αυτές προκύπτουν από τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Θα δούμε ότι η μεταβολή των τιμών των μετοχών επηρεάζεται από τη μόχλευση, τις συνθήκες της αγοράς, την κερδοφορία της επιχείρησης, την ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού των μετοχών και το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα διευθυντικά στελέχη.

Στο Κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται οι υποθέσεις που αναφέρονται στη μεταβολή της τιμής των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης.

Στο Κεφάλαιο 7 περιγράφονται τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται στην έρευνα, οι πηγές των στοιχείων, οι ημερομηνίες των ανακοινώσεων αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου που ελέγχονται, ο τρόπος επιλογής του τελικού δείγματος και τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στο τελικό δείγμα.

Στο Κεφάλαιο 8 παρουσιάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των έκτακτων ημερήσιων αποδόσεων και για τον έλεγχο των υποθέσεων του Κεφαλαίου 6.

Στο Κεφάλαιο 9 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης των αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε με τη μεθοδολογία που αναλύεται στο Κεφάλαιο 8 και έχοντας υπόψη τις υποθέσεις του Κεφαλαίου 6.

Στο Κεφάλαιο 10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου των διαστρωματικών παλινδρομήσεων μεταξύ των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων των μετοχών και άλλων ανεξάρτητων μεταβλητών που παρουσιάζονται στο Κεφάλαιο 8.

Τέλος, στο Κεφάλαιο 11 συνοψίζονται οι λόγοι για τους οποίους εκπονείται η παρούσα διατριβή, τα θέματα που διερευνήθηκαν, τα κυριότερα συμπεράσματα και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στο Κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιαστούν οι μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο. Επίσης, για να υπάρξει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα, περιγράφεται η διαδικασία που ακολουθεί μία επιχείρηση για να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο όταν χρησιμοποιεί δικαιώματα προτίμησης και γίνεται αναφορά στον Ανάδοχο Εκδοσης. Τέλος, στα δύο Παραρτήματα γίνεται αναφορά στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στη Νομοθεσία που διέπει τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου.

Κάθε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μιας επιχείρησης πρέπει πρώτα να εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) και στη συνέχεια να επικυρωθεί από τη Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) των μετόχων με συγκρότηση ανάλογη για τη μεταβολή του Καταστατικού (γι' αυτό λέγεται και καταστατική Γ.Σ.) εκτός από ειδικές περιπτώσεις που προβλέπει ο Νόμος 2190/1920<sup>3</sup>.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο μιας επιχείρησης είναι το γινόμενο της ονομαστικής αξίας της μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών που η εταιρία έχει εκδόσει, δηλαδή:

$$\text{Μετοχικό Κεφάλαιο} = \text{Ονομαστική Αξία Μετοχής} \times \text{Αριθμός Μετοχών}$$

Για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου πρέπει να αυξηθεί η ονομαστική αξία της μετοχής ή ο αριθμός των μετοχών ή και οι δύο αυτοί παράμετροι.

<sup>3</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε Παράρτημα Β.

Τέλος, το Μετοχικό Κεφάλαιο θα αυξηθεί αν η μία παράμετρος αυξηθεί και η άλλη μειωθεί κατά τέτοιο τρόπο που το γινόμενο να είναι μεγαλύτερο απ' ό τι ήταν πριν τις οποιεσδήποτε μεταβολές.

Με βάση τους λόγους και τη μέθοδο που επιλέγει η επιχείρηση για να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο διακρίνουμε δύο κατηγορίες αυξήσεων (Ν.2190/1920):

- Πραγματική Αύξηση (έκδοση μετοχών για άντληση νέων κεφαλαίων)
- Λογιστική - "Εικονική" Αύξηση (κεφαλαιοποίηση έκτακτων αποθεματικών κ.α.)<sup>4</sup>.

## 2.1. ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Μια επιχείρηση που κατά την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου εκδίδει νέες μετοχές, τις οποίες διαθέτει στους υπάρχοντες ή σε νέους μετόχους, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων κάνει πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Δηλαδή, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται αφού στην τρέχουσα αξία της (αξία της επιχείρησης πριν την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου) προσθέτονται τα μετρητά που συγκεντρώθηκαν από την πώληση των νέων μετοχών. Κυριότεροι λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση αναζητά νέα κεφάλαια είναι η ανάγκη πραγματοποίησης νέων επενδύσεων για επέκταση και εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεών της, κάλυψη αναγκών σε κεφάλαια κίνησης, εισαγωγή της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)<sup>5</sup>, κ.α.

Η επιχείρηση που αυξάνει το Μετοχικό της Κεφάλαιο με καταβολή μετρητών (πραγματική αύξηση) θα χρησιμοποιήσει μια από τις παρακάτω μεθόδους<sup>6</sup>:

<sup>4</sup> Βλέπε Σαρσέντης - Παπαναστασάτος [1990].

<sup>5</sup> Βλέπε Παράρτημα Β και Ν.2190/1920.

<sup>6</sup> Βλέπε Smith [1986] και Shapiro [1989].

- Δημόσια Εγγραφή
- Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης

Η επιλογή της μιας ή της άλλης μεθόδου δεν είναι ελεύθερη αλλά περιορίζεται από τον Ν.2190/1920 και έχει σαφείς συνέπειες σχετικά με τον καθορισμό της τιμής έκδοσης και την εξασφάλιση των συμφερόντων των παλιών και νέων κατόχων μετοχών (Παπαϊωάννου [1986]).

### **2.1.1. ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ**

Όταν το Μετοχικό Κεφάλαιο αυξάνεται με καταβολή μετρητών, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής, οι νέες μετοχές μπορούν να αγοραστούν τόσο από παλιούς μετόχους όσο και από νέους επενδυτές.

Η Νομοθεσία (Ν.2190/1920) ορίζει ότι η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής γίνεται πάντα με τη μεσολάβηση και τη βοήθεια Τραπεζών ή Χρηματιστηριακών Εταιριών που ενεργούν ως ανάδοχοι έκδοσης των νέων μετοχών (underwriters).

Εργο του αναδόχου έκδοσης νέων μετοχών είναι να συμβουλεύει τις επιχειρήσεις (εκδότες μετοχών) και να αναλαμβάνει τις νομικές, τεχνικές και άλλες γραφειοκρατικές διατυπώσεις που απαιτούνται για τη νέα έκδοση. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει και τη διάθεση των νέων μετοχών στην προκαθορισμένη τιμή καθώς επίσης και την κάλυψη του κινδύνου σε περίπτωση που οι μετοχές μείνουν αδιάθετες γεγονός που θα συμβεί αν η τρέχουσα τιμή των παλιών πέσει κάτω από την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών στο χρονικό διάστημα που γίνονται οι εγγραφές. Μ' αυτόν τον τρόπο ο ανάδοχος εγγυάται ότι η επιχείρηση θα συγκεντρώσει τα



κεφάλαια που αναμένει από την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου<sup>7</sup>.

Η έκδοση νέων μετοχών για εισαγωγή εταιρίας στο Χ.Α.Α. μπορεί να γίνει μόνο με τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής ενώ αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου από εταιρία που είναι ήδη εισηγμένη πρέπει να γίνει υποχρεωτικά με τη χρήση δικαιωμάτων<sup>8</sup>.

Το Π.Δ. 350/1985 καθορίζει τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών μιας εταιρίας στο Χ.Α.Α. και τις υποχρεώσεις της εταιρίας μετά την εισαγωγή. Επιπλέον ορίζει ότι η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών καθορίζεται από τον ανάδοχο μετά από σχετική μελέτη. Αν η τιμή αυτή είναι μικρότερη από την "πραγματική" αξία της μετοχής της εταιρίας οι αγοραστές των νέων μετοχών κερδίζουν σε βάρος των παλιών μετόχων. Αντίθετα αν η τιμή είναι μεγαλύτερη οι παλιοί μέτοχοι κερδίζουν σε βάρος των αγοραστών των νέων μετοχών και τότε είναι ενδεχόμενο να μη διατεθούν όλες οι μετοχές. Δηλαδή, σε καμία από τις δύο περιπτώσεις η τιμή έκδοσης δεν αντανakλά την "πραγματική" (αγοραία) αξία της επιχείρησης που αναλογεί στο Μετοχικό Κεφάλαιο. Επομένως, είναι ανάγκη να υπάρχει μηχανισμός έκδοσης νέων μετοχών που να εξασφαλίζει τη διάθεση των τίτλων σε "δίκαιες τιμές" <sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες στο Κεφάλαιο 2.4.

<sup>8</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες στο Παράρτημα Β και στον Ν. 2190/1920.

<sup>9</sup> Βλέπε Παπαϊωάννου [1986].

### 2.1.2. ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

Όταν γίνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων η επιχείρηση δίνει τη δυνατότητα στους υπάρχοντες μετόχους να αγοράσουν νέες μετοχές σε μια προκαθορισμένη τιμή (Ν.2190/1920). Συνήθως η τιμή αυτή, δηλαδή η τιμή εγγραφής ή άσκησης του δικαιώματος, είναι χαμηλότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών ώστε να περιοριστεί το ενδεχόμενο μη-άσκησης των δικαιωμάτων από τους μετόχους γεγονός που θα συμβεί αν στο μεταξύ μειωθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Ο αριθμός των μετοχών που μπορούν να αγοράσουν οι μέτοχοι είναι ανάλογος με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν σε μια δεδομένη ημερομηνία. Η ημερομηνία αυτή ονομάζεται "*ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος*". Οι μετοχές που μεταβιβάζονται (αγοράζονται ή πωλούνται) πριν την ημερομηνία αποκοπής, λέγεται ότι μεταβιβάζονται "*με το δικαίωμα*" ενώ οι μεταβιβάσεις που γίνονται μετά από αυτήν την ημερομηνία λέγεται ότι γίνονται "*χωρίς το δικαίωμα*" <sup>10</sup>. Την ημερομηνία αποκοπής την ορίζει η Γ.Σ. όταν αποφασίζει την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Αν οι μέτοχοι δεν ασκήσουν τα δικαιώματά τους έχουν την ευχέρεια να τα πουλήσουν στην τρέχουσα τιμή τους<sup>11</sup> διατηρώντας έτσι τον πλούτο τους

<sup>10</sup> Βλέπε Brigham [1985].

<sup>11</sup> Η θεωρητική αξία ενός δικαιώματος υπολογίζεται ως εξής (Brealey and Myers [1991]): Αν  $N$  ο αριθμός των δικαιωμάτων που χρειάζεται για να αγοραστεί μια νέα μετοχή, η τιμή του δικαιώματος  $R$  θα είναι:

$$R = \frac{P - S}{N + 1} = \frac{T - S}{N}$$

Η τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος  $T$  είναι:

$$T = \frac{1}{N + 1} \times (N \times P + S)$$

όπου:

$T$  = η τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος

$P$  = η τιμή της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος

$S$  = η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών

και εμποδίζοντας τη μεταβίβασή του από τους παλιούς στους νέους μετόχους<sup>12</sup>.

Γενικά, αν τα δικαιώματα δεν ασκηθούν ή δεν πουληθούν ο πλούτος των μετόχων μειώνεται κατά την αξία των δικαιωμάτων (Smith [1977]).

Στην Ελλάδα ο Ν.2190/1920 ορίζει ότι είναι υποχρεωτική η προτίμηση των παλιών μετόχων όταν γίνεται έκδοση νέων μετοχών εκτός αν η έκδοση γίνεται για την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α. Δηλαδή, οι παλιοί μέτοχοι έχουν το προνόμιο να συμμετέχουν σε μια αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, πριν δοθεί στο υπόλοιπο επενδυτικό κοινό η δυνατότητα να αποκτήσει μέρος από τις νέες μετοχές, διατηρώντας σταθερή την αναλογία προτίμησης τους στο Μετοχικό Κεφάλαιο της εταιρίας. Ο Νόμος όμως προβλέπει ότι με απόφαση της Γ.Σ. το δικαίωμα προτίμησης μπορεί να περιοριστεί ή και να καταργηθεί. Για να ληφθεί τέτοια απόφαση το Δ.Σ. είναι υποχρεωμένο να υποβάλλει στην Γ.Σ. γραπτή έκθεση που θα αναφέρει τους λόγους που επιβάλλουν τον περιορισμό ή την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης και θα δικαιολογεί την τιμή που προτείνεται για την έκδοση των νέων μετοχών<sup>13</sup>.

Σε μια αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων συμμετοχής ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά μιας νέας μετοχής, η τιμή αγοράς και η περίοδος εγγραφών για συμμετοχή (η ημερομηνία λήξης άσκησης του δικαιώματος) καθορίζονται από τη Γ.Σ. των μετόχων.

---

<sup>12</sup> Αυτή η διαπίστωση ισχύει εφόσον υπάρχει οργανωμένη και ορθολογική αγορά δικαιωμάτων, κάτι που σήμερα δεν υφίσταται στην Ελλάδα, δηλαδή, δεν είναι πάντα δυνατή η πώληση των δικαιωμάτων κι έτσι υπάρχει μεταβολή του πλούτου των μετόχων που δεν έκαναν χρήση των δικαιωμάτων τους. Συνήθως τα δικαιώματα δεν πωλούνται και με το τέλος της προθεσμίας όσα δεν ασκήθηκαν χάνονται.

Στις περισσότερες προσκλήσεις προς τους μετόχους για συμμετοχή στην αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου αναφέρεται με σαφήνεια ότι τα δικαιώματα χάνουν την αξία τους αν δεν ασκηθούν μέσα στην προκαθορισμένη ημερομηνία.

<sup>13</sup> Η "Ετήσια Έκδοση του Χρηματιστηρίου 1991" αναφέρει δύο περιπτώσεις εταιριών όπου οι παλιοί μέτοχοι παραιτήθηκαν από το δικαίωμα προτίμησης που είχαν. Οι εταιρίες αυτές είναι: "Εταιρία Τσιμέντων ΧΑΛΥΨ Α.Ε." και "ΒΙΑΜΥΛ".

Ο Ν.2190/1920 ορίζει ότι η περίοδος εγγραφών για συμμετοχή δε μπορεί να είναι μικρότερη από ένα μήνα ώστε να δοθεί αρκετός χρόνος στο μέτοχο να αξιολογήσει και να αποφασίσει αν θα συμμετέχει ή όχι στην αύξηση.

Σημειώνεται ότι αν η χρηματιστηριακή τιμή γίνει μικρότερη από την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών, πριν τη λήξη της προθεσμίας εγγραφών, οι μέτοχοι δε θα κάνουν χρήση του δικαιώματός τους αφού θα μπορούν να αγοράσουν τις μετοχές σε χαμηλότερη τιμή στο Χρηματιστήριο. Για τον περιορισμό αυτού του κινδύνου (μη άσκησης όλων των δικαιωμάτων) πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν αναδόχους Τράπεζες (underwriters). Η χρησιμοποίησή τους, αν και συνηθίζεται, δεν είναι υποχρεωτική στην περίπτωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων. Πολλές φορές, επειδή το κόστος για τις υπηρεσίες του αναδόχου μπορεί να αποδειχτεί υψηλό, οι εταιρίες καθορίζουν την τιμή της νέας μετοχής σε τέτοιο επίπεδο<sup>14</sup> που να είναι σχεδόν απίθανο να φθάσει η χρηματιστηριακή τιμή κατά την περίοδο εγγραφών εξασφαλίζοντας έτσι τη διάθεση των νέων μετοχών. Δηλαδή, μια πολύ χαμηλή τιμή διάθεσης της νέας μετοχής αυξάνει την αξία του δικαιώματος και μειώνει την πιθανότητα, όταν λήξουν οι εγγραφές συμμετοχής, η τιμή της μετοχής να είναι χαμηλότερη από την τιμή εγγραφής (Smith [1977]).

Στο τέλος της περιόδου των εγγραφών παρατηρείται μείωση της τιμής των μετοχών που δεν επηρεάζει όμως τον πλούτο των παλιών μετόχων της επιχείρησης όπως συμβαίνει και στην περίπτωση της δωρεάν διανομής ή/και της διάσπασης μετοχών (Smith [1977]).

---

<sup>14</sup> Θα δείξουμε στη συνέχεια ότι η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών είναι αδιάφορη.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένα παράδειγμα που περιγράφει πώς επηρεάζεται η τιμή της μετοχής από την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης<sup>15</sup>.

Η Ανώνυμος Εταιρία "X" (Α.Ε.Χ.) θέλει να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο με τη χρήση δικαιωμάτων. Οι όροι της αύξησης και άλλα χρήσιμα στοιχεία αναφέρονται στον παρακάτω Πίνακα:

**ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
ΣΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ  
ΟΡΟΙ: 1 ΝΕΑ ΜΕΤΟΧΗ ΓΙΑ ΚΑΘΕ 11 ΠΑΛΙΕΣ ΠΡΟΣ ΔΡΧ. 2.200**

<b>ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ:</b>	
Αριθμός Μετοχών που έχει ο επενδυτής	11
Τιμή Μετοχής (με το δικαίωμα προτίμησης)	2.400
Αξία Μετοχών	$11 \times 2.400 = 26.400$
<b>ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ:</b>	
Αριθμός Νέων Μετοχών	1
Αξία Νέας Μετοχής	2.200
Συνολική Αξία Μετοχών	$26.400 + 2.200 = 28.600$
Συνολικός Αριθμός Μετοχών	12
Νέα Τιμή Μετοχής (χωρίς το δικαίωμα)	$28.600 : 12 = 2.383$
Τιμή Δικαιώματος	$\frac{2.383 - 2.200}{11} = 17$ <sup>16</sup>

Ο παραπάνω Πίνακας απεικονίζει την περίπτωση ενός επενδυτή που έχει έντεκα (11) μετοχές τις Α.Ε.Χ. πριν την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου. Η χρηματιστηριακή τιμή τη στιγμή εκείνη είναι 2.400 δρχ. και έτσι η αξία της επένδυσής του είναι  $11 \times 2.400 = 26.400$  δρχ.

<sup>15</sup> Βλέπε επίσης Brealey and Myers [1991], Κεφάλαιο 15.

<sup>16</sup> Στο ίδιο αποτέλεσμα καταλήγουμε και με τη χρησιμοποίηση του άλλου τύπου της υποσημείωσης 12 ή με τον υπολογισμό της διαφοράς  $2.400 - 2.383 = 17$ .

Η Α.Ε.Χ. αποφασίζει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης. Οι όροι της αύξησης δίνουν το δικαίωμα στον παλιό μέτοχο να αγοράσει μία (1) νέα μετοχή στην τιμή των 2.200 δρχ. Αν αγοράσει τη νέα μετοχή τότε ο συνολικός αριθμός μετοχών που θα κατέχει είναι δώδεκα (12) και (εφόσον δε μεταβληθούν τα άλλα στοιχεία) η αξία τους θα είναι  $26.400 + 2.200 = 28.600$  δρχ.

Όταν λήξει η περίοδος των εγγραφών η τιμή ανά μετοχή δε θα είναι πλέον 2.400 δρχ. αλλά  $28.600 : 12 = 2.383$  δρχ.

Η μόνη διαφορά μεταξύ των παλιών μετοχών (που η τιμή τους ήταν 2.400 δρχ.) και των νέων μετοχών (που η τιμή τους είναι 2.383 δρχ.) είναι ότι οι παλιές μετοχές περιλάμβαναν και το δικαίωμα προτίμησης για την αγορά των νέων μετοχών. Γι' αυτό οι παλιές μετοχές λέγονται "μετοχές με δικαίωμα" ενώ οι νέες "μετοχές χωρίς δικαίωμα". Η διαφορά των 17 δρχ. μεταξύ των τιμών των μετοχών αντιπροσωπεύει την τιμή του δικαιώματος.

Μπορούμε να επαληθεύσουμε ότι αυτή είναι η σωστή τιμή του δικαιώματος αν θεωρήσουμε κάποιον επενδυτή που δεν έχει μετοχές της Α.Ε.Χ. και θέλει να αγοράσει μία νέα. Αυτό μπορεί να γίνει αγοράζοντας έντεκα (11) δικαιώματα με 17 δρχ. το ένα και χρησιμοποιώντας τα να συμμετάσχει στην αύξηση αγοράζοντας μία νέα μετοχή στην τιμή των 2.200 δρχ. Το συνολικό κόστος για να αποκτήσει ο νέος επενδυτής μία μετοχή της Α.Ε.Χ. θα είναι:  $11 \times 17 \delta\text{ρχ.} + 2.200 \delta\text{ρχ.} = 2.387 \delta\text{ρχ.}$  που λόγω στρογγυλοποιήσεων είναι ακριβώς το ίδιο με το να αγοράσει μία μετοχή μέσω του Χρηματιστηρίου στη νέα τιμή των 2.383 δρχ. (χωρίς το δικαίωμα).

Η μείωση της τιμής (από 2.400 σε 2.383 δρχ.), κατά την αξία του δικαιώματος (17 δρχ.), είναι η φυσιολογική αναπροσαρμογή της "αγοράς"

εξαιτίας της αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου και δε μεταβάλλει τον πλούτο των μετόχων εφόσον συμμετέχουν στην αύξηση (ο πλούτος των παλιών μετόχων θα μεταβληθεί μόνο αν δε συμμετέχουν στην αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου ή δεν πουλήσουν τα δικαιώματά τους).

Πρέπει όμως να τονιστεί ότι με τη χρήση δικαιωμάτων οι όροι έκδοσης και η τιμή της νέας μετοχής είναι αδιάφορα. Στο παράδειγμα που ακολουθεί θα δούμε ότι με δεδομένο το ύψος των κεφαλαίων που θα αντληθούν, οι συνδυασμοί με τους οποίους μπορεί να συγκεντρωθεί το ίδιο ποσό είναι απεριόριστοι. Δηλαδή, υποθέτοντας ότι η Α.Ε.Χ. θέλει να αντλήσει 110.000.000 δρχ. από την αγορά, μπορεί να συγκεντρώσει το ποσό αυτό με οποιοδήποτε συνδυασμό όρων και τιμής διάθεσης αποφασίσει να ορίσει<sup>17</sup>.

Με τους όρους του προηγούμενου παραδείγματος (1 νέα μετοχή για 11 παλιές προς 2.200 δρχ.) η Α.Ε.Χ. θα έπρεπε να εκδόσει 50.000<sup>18</sup> νέες μετοχές. Μεταβάλλοντας τους όρους σε 1 νέα μετοχή για 5½<sup>19</sup> παλιές

<sup>17</sup> Οι συνδυασμοί τιμής νέων μετοχών και όρων έκδοσης καθορίζονται από τους τύπους που αναφέρονται στις υποσημειώσεις 18 και 19.

<sup>18</sup> Ο αριθμός των νέων μετοχών  $K$  που πρέπει να εκδόσει μια επιχείρηση υπολογίζεται ως εξής (Brigham [1985]):

$$K = \frac{\text{Κεφάλαια που θέλει να αντλήσει}}{\text{Τιμή Πώλησης Νέων Μετοχών}}$$

δηλαδή, στην περίπτωση της Α.Ε.Χ. με τους αρχικούς όρους θα είναι:

$$K = \frac{110.000.000}{2.200} = 50.000 \text{ νέες μετοχές}$$

και με τους νέους όρους:

$$K = \frac{110.000.000}{1.100} = 100.000 \text{ νέες μετοχές}$$

<sup>19</sup> Ο αριθμός των δικαιωμάτων  $\Delta$  που απαιτούνται για την αγορά μιας νέας μετοχής υπολογίζεται ως εξής (Brigham [1985]):

$$\Delta = \frac{\text{Αριθμός μετοχών πριν την αύξηση του ΜΚ.}}{\text{Αριθμός νέων μετοχών που θα εκδόσει}}$$

Υποθέτοντας ότι η εταιρία Α.Ε.Χ. έχει 550.000 μετοχές πριν την αύξηση μπορούμε να υπολογίσουμε τον αριθμό των δικαιωμάτων:

$$\Delta = \frac{550.000}{50.000} = 11 \text{ δικαιώματα όταν ισχύουν οι αρχικοί όροι της έκδοσης και}$$

$$\Delta = \frac{550.000}{100.000} = 5\frac{1}{2} \text{ δικαιώματα όταν οι όροι μεταβληθούν.}$$

προς 1.100 δρχ. θα πρέπει να εκδόσει διπλάσιες μετοχές, δηλαδή 100.000, στη μισή τιμή.

Υποθέτοντας ότι οι όροι της αύξησης μεταβάλλονται ο Πίνακας του προηγούμενου παραδείγματος γίνεται:

**ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΙΜΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΣΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΟΡΟΙ: 1 ΝΕΑ ΜΕΤΟΧΗ ΓΙΑ ΚΑΘΕ 5½ ΠΑΛΙΕΣ ΠΡΟΣ ΔΡΧ. 1.100**

<b>ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ:</b>	
Αριθμός Μετοχών που έχει ο επενδυτής	11
Τιμή Μετοχής (με το δικαίωμα προτίμησης)	2.400
Αξία Μετοχών	$11 \times 2.400 = 26.400$
<b>ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ:</b>	
Αριθμός Νέων Μετοχών	2
Αξία Νέων Μετοχών	$2 \times 1.100 = 2.200$
Συνολική Αξία Μετοχών	$26.400 + 2.200 = 28.600$
Συνολικός Αριθμός Μετοχών	13
Νέα Τιμή Μετοχής (χωρίς το δικαίωμα)	$28.600 : 13 = 2.200$
Τιμή Δικαιώματος	$\frac{2.200 - 1.100}{5,5} = 200$

Ο παραπάνω Πίνακας απεικονίζει τον ίδιο επενδυτή που κατέχει 11 μετοχές της Α.Ε.Χ. πριν την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η αξία της επένδυσης συνεχίζει να είναι  $11 \times 2.400 = 26.400$  δρχ. οι όροι όμως της αύξησης έχουν μεταβληθεί και ο επενδυτής τώρα μπορεί να αγοράσει 2 νέες μετοχές προς 1.100 δρχ. τη μία.



Αν αγοράσει τις νέες μετοχές θα έχει συνολικά 13 μετοχές και η αξία τους θα είναι και πάλι  $26.400 + 2.200 = 28.600$  δρχ. Με τη λήξη της περιόδου εγγραφών η τιμή της μετοχής μεταβάλλεται και γίνεται  $28.600 : 13 = 2.200$  δρχ. και η τιμή του δικαιώματος αυξάνεται στις 200 δρχ.<sup>20</sup>. Η μείωση αυτή της τιμής αντισταθμίζεται ακριβώς από την αύξηση της τιμής του δικαιώματος<sup>21</sup>. Επομένως, η μείωση της τιμής αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι στους μετόχους έχει δοθεί ένα πολύτιμο στοιχείο, το δικαίωμα προτίμησης (Smith [1977]). Φυσικά, ο κάθε συνδυασμός θα μεταβάλλει σε διαφορετικό βαθμό την τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος αλλά δε θα έχει καμιά επίπτωση στο συνολικό πλούτο των μετόχων (στα παραδείγματα παραμένει 28.600 δρχ.).

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τη μέθοδο της Λογιστικής - "Εικονικής" Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου όπου δε γίνεται καταβολή μετρητών αλλά απλώς λογιστική μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ λογαριασμών.

## 2.2. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ - "ΕΙΚΟΝΙΚΗ" ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Όταν γίνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών έχουμε "*πραγματική - ουσιαστική*" αύξηση γιατί η πραγματική αξία της επιχείρησης αυξάνεται κατά το ύψος των νέων κεφαλαίων που εισρέουν σ' αυτήν.

Όμως, η συνεδρίαση της Γ.Σ. της επιχείρησης μπορεί να αποφασίσει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και χωρίς την καταβολή μετρητών οπότε

---

<sup>20</sup> Μπορούμε να επαληθεύσουμε τα αποτελέσματα αυτά όπως κάναμε και στο αρχικό παράδειγμα για την εταιρία Α.Ε.Χ.

<sup>21</sup> Ο Smith [1977] αναφέρει ότι: "Κερδοσκοπία δεν πρέπει να είναι δυνατή. Την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος η αναμενόμενη μεταβολή της τιμής της μετοχής θα πρέπει να είναι ίση με την αναμενόμενη αξία του δικαιώματος διαφορετικά θα υπάρχουν ευκαιρίες για κερδοσκοπία. Αν το άθροισμα της τιμής της μετοχής χωρίς το δικαίωμα συν (+) την αξία του δικαιώματος την ημέρα αποκοπής του ήταν συστηματικά διαφορετικό από την αξία της μετοχής την ημέρα πριν την αποκοπή του δικαιώματος τότε θα μπορούσε κάποιος να κερδίσει ακολουθώντας κατάλληλη τακτική όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου".

μετά την πραγματοποίησή της δε θα επέλθει καμιά μεταβολή στα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας. Η αύξηση που γίνεται με τον τρόπο αυτό ονομάζεται *λογιστική - "εικονική"* αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη μέθοδο αυτή αποφασίζονται είτε από τη Γ.Σ., διότι εξυπηρετούν την επιχείρηση, είτε επιβάλλονται από Νόμους που εκδίδονται σε τακτικά χρονικά διαστήματα.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο σπάνια ταυτίζεται με τα ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης. Συνήθως αποτελεί τμήμα των Ιδίων Κεφαλαίων που περιλαμβάνουν, εκτός των άλλων, αποθεματικά, αδιανέμητα κέρδη, ποσά προς κεφαλαιοποίηση, διαφορές αποτιμήσεων, κλπ.<sup>22</sup>.

Στη λογιστική - "εικονική" αύξηση η επιχείρηση μετατρέπει σε Μετοχικό Κεφάλαιο μέρος των Ιδίων Κεφαλαίων όπως είναι τα αποθεματικά<sup>23</sup>, τα κέρδη προς διανομή και η διαφορά προσαρμογής που προκύπτει από την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Δηλαδή, γίνεται κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών ή των κερδών ή της υπεραξίας ή τέλος και συνδυασμός αυτών. Επίσης, λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μπορεί να γίνει με κεφαλαιοποίηση χρεών. Στην τελευταία αυτή περίπτωση η επιχείρηση εκδίδει μετοχές που διανέμει στους πιστωτές της.

Η λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου πραγματοποιείται με την έκδοση νέων μετοχών που διανέμονται δωρεάν στους παλιούς μετόχους ή με την αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής ή τέλος με συνδυασμό και των δύο αυτών μεταβολών. Όμως, όποιο τρόπο κι αν επιλέξει η επιχείρηση δε θα υπάρξει καταβολή μετρητών από μέρος των

<sup>22</sup> Βλέπε Σαρσέντης - Παπαναστασάτος [1990].

<sup>23</sup> Υπάρχουν αποθεματικά που δεν επιτρέπεται η κεφαλαιοποίησή τους (τακτικά) και άλλα που μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν σύμφωνα με το καταστατικό ή με απόφαση της Γ.Σ. Υποστηρίζεται όμως και η άποψη ότι όταν η επιχείρηση σχηματίσει τακτικό αποθεματικό μεγαλύτερο από το όριο που ορίζει ο Νόμος (1/3 του Μετοχικού Κεφαλαίου) ή το καταστατικό, το επιπλέον ποσό μπορεί να αποχαρακτηριστεί με απόφαση της Γ.Σ. και να κεφαλαιοποιηθεί (βλέπε Σαρσέντης-Παπαναστασάτος [1990]).

μετόχων (εκτός ίσως από ένα ελάχιστο ποσό για λόγους στρογγυλοποίησης)<sup>24</sup>, δηλαδή δε θα προστεθεί αξία στην επιχείρηση.

Στην αύξηση αυτή μπορούν να συμμετέχουν μόνο οι παλιοί μέτοχοι (τη στιγμή που ανακοινώνεται η αύξηση) και ανάλογα με τον αριθμό μετοχών που κατέχουν (όπως και στην περίπτωση πραγματικής αύξησης με τη χρήση δικαιωμάτων με τη διαφορά ότι εδώ δεν υπάρχουν μετρητά). Η άσκηση του δικαιώματος γίνεται με την προσκόμιση στην εταιρία της απαιτούμενης μερισματαπόδειξης για την παραλαβή των νέων μετοχών (ή με την προσκόμιση του σώματος της μετοχής για αντικατάσταση ή σφράγιση με τη νέα ονομαστική αξία). Σημειώνεται ότι τα δικαιώματα που αφορούν τη συμμετοχή σε αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών έχουν περιορισμένη διάρκεια ζωής δηλαδή αν δεν ασκηθούν μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα δεν έχουν καμία απολύτως αξία. Αντίθετα, τα δικαιώματα που αφορούν τη δωρεάν διανομή νέων μετοχών από κεφαλαιοποιήσεις διατηρούν την αξία τους.

Κάθε λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου είναι απλά αναγνώριση ότι υπάρχει υπεραξία ή έγινε κεφαλαιοποίηση<sup>25</sup>, δηλαδή, μια αλλαγή της διάρθρωσης των Ιδίων Κεφαλαίων που πραγματοποιείται με μετακίνηση κονδυλίων από ένα λογαριασμό σε άλλο. Ετσι, δεν υπάρχουν πραγματικές ροές μετρητών αλλά μόνο λογιστικές ανακατατάξεις μεταξύ των λογαριασμών που περιλαμβάνονται στα Ιδια Κεφάλαια ή σε άλλη κατηγορία λογαριασμών<sup>26</sup>. Αλλωστε, μ' αυτές τις αυξήσεις καμιά αλλαγή

<sup>24</sup> Στα Δελτία του Χ.Α.Α. αναφέρονται περιπτώσεις που ενώ έχουν χαρακτηριστεί σαν "Αυξήσεις με καταβολή μετρητών" το ποσό που αναφέρεται ότι κατέβαλαν οι μέτοχοι ήταν πάρα πολύ μικρό. Μετά από προσωπική επικοινωνία με αρμόδιους αυτών των εταιριών διαπιστώθηκε ότι στην πραγματικότητα πρόκειται για λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και η κατάταξή τους στην κατηγορία των πραγματικών αυξήσεων οφειλόταν μόνο στο ότι υπήρχε καταβολή κάποιου ποσού, έστω κι αν αυτό ήταν πολύ μικρό και γινόταν αποκλειστικά για λόγους στρογγυλοποίησης. Μας ανέφεραν μάλιστα ότι επειδή το ποσό ήταν πάρα πολύ μικρό το κατέβαλαν οι ίδιοι οι επιχειρήσεις.

<sup>25</sup> Αναφερόμαστε στο μέρος των κερδών, αποθεματικών, κ.α., που μετατράπηκε σε Μετοχικό Κεφάλαιο.

<sup>26</sup> Βλέπε επίσης Παπούλιας [1985].

δεν επέρχεται στην κερδοφόρα δύναμη της επιχείρησης.

Η κεφαλαιοποίηση των κερδών της χρήσης, των αποθεματικών και της υπεραξίας είναι οι τρεις συνηθέστερες μορφές λογιστικής - "εικονικής" αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου.

Λόγοι λογιστικής - "εικονικής" αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου που αναφέρονται στη βιβλιογραφία είναι<sup>27</sup>:

- Η ανάγκη να αυξηθεί η πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας.
- Η πολιτική κερδών και μερισμάτων.
- Η διατήρηση ρευστότητας.
- Η διεύρυνση της διασποράς μετοχών.
- Η ψυχολογική επίδραση στους μετόχους.

Η πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης καθορίζεται και από τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεών της με τον υπολογισμό διαφόρων αριθμοδεικτών. Μεταβάλλοντας κατάλληλα τους όρους των δεικτών ενδέχεται να βελτιωθούν τα περιθώρια δανειοδότησης της επιχείρησης. Για παράδειγμα οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης<sup>28</sup> περιέχουν τα "Ίδια Κεφάλαια" της επιχείρησης. Έτσι, αυξάνοντας τον όρο αυτό με οποιοδήποτε τρόπο (π.χ. κεφαλαιοποίηση υπεραξίας ή χρεών ή κερδών) βελτιώνουμε τους παραπάνω δείκτες και κατ'επέκταση την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Επιπλέον, επειδή το Μετοχικό Κεφάλαιο αποτελεί την εγγύηση της επιχείρησης προς τους δανειστές της οποιαδήποτε αύξησή του προσφέρει περισσότερη εξασφάλιση. Οι

<sup>27</sup> Βλέπε Σαρσέντης-Παπαναστασάτος [1990] και Παπούλιας [1985].

<sup>28</sup> Ίδια Κεφάλαια = Μετοχικό Κεφάλαιο + Αποθεματικά

$$\text{Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Χρέους}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

$$\text{Δείκτης Μακροπρόθεσμου Δανεισμού προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμο Χρέος}}{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}$$

Βλέπε Φιλιππάτος-Αθανασόπουλος [1985].

επιχειρήσεις μπορούν να προβούν σε λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (όπως κεφαλαιοποίηση κερδών) όμως ο σκοπός αυτός εξυπηρετείται ουσιαστικότερα με πραγματική αύξηση.

Η επιδίωξη συγκεκριμένης πολιτικής κερδών και μερισμάτων οδηγεί συνήθως σε λογιστική - "εικονική" αύξηση επειδή η επιχείρηση επιδιώκει να προσαρμόσει τον αριθμό των μετοχών, μεταβάλλοντάς τον, σε μια συγκεκριμένη σχέση προς τα κέρδη αν αυτά προβλέπονται αυξημένα, δηλαδή, την επάνοδο της τιμής της μετοχής σ' ένα "κανονικό" επίπεδο.

Η διατήρηση ρευστότητας σε επιχειρήσεις με επενδυτικές ευκαιρίες μπορεί να επιτευχθεί με τη διανομή μερίσματος σε μετοχές (κεφαλαιοποίηση κερδών) ή αν δεν είναι επιθυμητή η έκδοση νέων μετοχών με το σχηματισμό μεγαλύτερων αποθεματικών. Όμως ο Ν.2190/1920<sup>29</sup> και

---

<sup>29</sup> Διανομή καθαρών κερδών (μερίσματα, αποθεματικά, κλπ.):

Το άρθρο 44 του Ν.2190/1920 ορίζει ότι: "Παρακρατείται το 1/20 τουλάχιστον των καθαρών κερδών για σχηματισμό τακτικού αποθεματικού. Η παρακράτηση αυτή σταματά να είναι υποχρεωτική αν το τακτικό αποθεματικό φθάσει το 1/3 του εταιρικού κεφαλαίου.

Επίσης το άρθρο 45 ορίζει:

I. Καθαρά κέρδη της εταιρίας είναι αυτά που προκύπτουν μετά την αφαίρεση από τα μικτά κέρδη όλων των εξόδων, ζημιών, των νόμιμων αποσβέσεων και κάθε άλλου εταιρικού βάρους.

II. Τα καθαρά κέρδη διανέμονται με την εξής σειρά:

α) Αφαιρείται το τακτικό αποθεματικό που ορίζεται από το Ν.2190/1920 άρθρο 44 ή το Καταστατικό.

β) Κρατείται ένα ποσό για το πρώτο μέρισμα, τουλάχιστον 6% του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου.

γ) Το υπόλοιπο διατίθεται όπως ορίζεται στο Καταστατικό της κάθε εταιρίας.

III. Με απόφαση της Γ.Σ. είναι δυνατόν τα προς διανομή κέρδη που περισσεύουν μετά τη διανομή του πρώτου μερίσματος να διατεθούν για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών που διανέμονται δωρεάν στους μετόχους αντί πρόσθετου μερίσματος.

Η παραπάνω παράγραφος IIβ αντικαταστάθηκε με το άρθρο 1 του Ν.876/1979 που ορίζει τα εξής:

i. Οι Ανώνυμες Εταιρίες υποχρεούνται να διανείμουν σε μετρητά, κάθε χρόνο, στους μετόχους 35% τουλάχιστον των καθαρών κερδών - μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού μόνο - εφόσον το τμήμα των κερδών που διανέμεται, σύμφωνα με το άρθρο αυτό, είναι μεγαλύτερο απ' αυτό που προκύπτει από την εφαρμογή της διάταξης της περίπτωσης (β) του άρθρου 45 του Ν.2190/1920.

ii. Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου δεν εφαρμόζονται αν η Γ.Σ. των μετόχων, με πλειοψηφία της τάξης του 80% του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου, αποφασίσει ανάλογα. Στην περίπτωση αυτή το μέρισμα που δε διανέμεται, τουλάχιστον μέχρι το ποσοστό που προβλέπει η προηγούμενη παράγραφος (35%), κεφαλαιοποιείται με την έκδοση νέων μετοχών που διανέμονται στους παλιούς μετόχους.

iii. Οι διατάξεις των παραπάνω παραγράφων I και II δεν εφαρμόζονται αν αυτό αποφασιστεί από τη Γ.Σ. με πλειοψηφία του 95% τουλάχιστον του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου.

τα Καταστατικά των εταιριών συνήθως καθορίζουν το μέγιστο ύψος αποθεματικών που μπορεί να σχηματίσει η επιχείρηση. Όταν τα αποθεματικά φτάσουν αυτό το ανώτατο όριο η επιχείρηση θα υποχρεωθεί να διανείμει μεγαλύτερο μέρος των κερδών σε μέρισμα μειώνοντας τη ρευστότητά της. Αν όμως προηγουμένως έχει προβεί σε κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, μειώνοντας τα συσσωρευμένα αποθεματικά, θα έχει τη δυνατότητα να παρακρατήσει και πάλι αυξημένα ποσοστά κερδών. Επομένως, αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών μπορεί να βελτιώσει τη ρευστότητα της επιχείρησης.

Οι κεφαλαιοποιήσεις με έκδοση και δωρεάν διανομή νέων μετοχών αυξάνουν το συνολικό αριθμό των μετοχών ενώ παράλληλα μειώνουν τη χρηματιστηριακή τιμή τους. Η μεταβολή στην τιμή είναι ανάλογη με τον αριθμό των νέων μετοχών. Οι λογιστικές - "εικονικές" αυξήσεις έχουν κοινά στοιχεία με τις διασπάσεις μετοχών (stock splits) και τα μερίσματα σε μετοχές (stock dividends) και ως ένα βαθμό έχουν και παρόμοια αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής. Οι Lakonishok και Lev [1987] ερεύνησαν μεταξύ άλλων τις διασπάσεις μετοχών και τα αποτελέσματά τους μάλλον ενισχύουν την άποψη πως οι λογιστικές - "εικονικές" αυξήσεις επηρεάζουν τη διασπορά των μετοχών. Διαπίστωσαν ότι μάλλον επηρεάζεται η σύνθεση των μετόχων (θεσμικοί ή μικροεπενδυτές), ο αριθμός των μετόχων και τέλος το κόστος συναλλαγών. Δηλαδή, η μείωση της τιμής από την έκδοση νέων μετοχών πιθανό να διευρύνει τον κύκλο των μετόχων αφού κάνει πιο προσιτή τη μετοχή σε υποψήφιους επενδυτές που πριν τη λογιστική - "εικονική" αύξηση δεν είχαν τη δυνατότητα να την αποκτήσουν. Επίσης, επηρεάζει τη σύνθεση των μετόχων και πιθανόν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης.

Για να κατανοήσουμε πώς είναι δυνατό να διευρυνθεί ο κύκλος των μετόχων, υποθέτουμε ότι η τιμή της μετοχής της εταιρίας "Α" είναι 45.000 δρχ. και η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι δέκα (10) μετοχές. Για να γίνει κάποιος μέτοχος της εταιρίας αυτής θα πρέπει να έχει τουλάχιστον 450.000 δρχ. Αν η "Α" κεφαλαιοποιήσει κέρδη ή αποθεματικά κ.λ.π. και διανείμει υποθετικά μία (1) νέα μετοχή για κάθε παλιά η τιμή της μετοχής αναμένεται να γίνει 22.500 δρχ. και μέτοχος θα μπορεί να γίνει κάποιος που έχει τουλάχιστον 225.000 δρχ. Αυτό ενδέχεται να διευρύνει τον κύκλο των πιθανών μετόχων και τη διασπορά των μετοχών. Τέλος, η επιχείρηση μπορεί να κάνει λογιστική - "εικονική" αύξηση όταν θέλει να δώσει την εντύπωση ότι ενδιαφέρεται για τους μετόχους της ή αναμένει καλύτερα αποτελέσματα<sup>30</sup> στο μέλλον.

Οι πιο συνηθισμένοι τρόποι λογιστικής - "εικονικής" αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου είναι:

- Κεφαλαιοποίηση κερδών.
- Κεφαλαιοποίηση υπεραξίας πάγιων περιουσιακών στοιχείων.
- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών.
- Κεφαλαιοποίηση χρεών.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστεί σύντομα κάθε τύπος λογιστικής - "εικονικής" αύξησης αναφέροντας τους λόγους που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση να την επιλέξει και τον τρόπο που αυτή πραγματοποιείται.

Τα αποτελέσματα που προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και των αποθεματικών είναι ανάλογα με εκείνα που προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση κερδών που αναπτύσσεται παρακάτω και στην οποία δίνεται μεγαλύτερη έκταση απ' ότι στους άλλους τρόπους αύξησης.

---

<sup>30</sup> Βλέπε McNichols and Dravid [1990].

### 2.2.1. ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μπορεί να γίνει με την κεφαλαιοποίηση κερδών (πληρωτέων μερισμάτων) που πραγματοποιείται μόνο με τη διανομή μετοχών (όμοιων μ' αυτές που ήδη υπάρχουν) αντί μερίσματος σε μετρητά. Αυτό σημαίνει ότι δίνονται περισσότερες μετοχές στους ήδη μετόχους όχι όμως και περισσότερη αξία.

Λόγοι αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη διανομή μερίσματος σε μετοχές αναφέρονται οι εξής<sup>31</sup>:

1. Η επιθυμία της επιχείρησης να αποφύγει την εκροή μετρητών. Είναι ένα φαινόμενο συνηθισμένο σε επιχειρήσεις που έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες και στις οποίες η εκροή μετρητών για την πληρωμή μερίσματος θα μείωνε τα διαθέσιμα κεφάλαια για την υλοποίησή τους. Χρησιμοποιείται όμως και από επιχειρήσεις με σκοπό την κάλυψη οικονομικών δυσκολιών.
2. Η προσαρμογή της τιμής της μετοχής σε επίπεδο όπου η διοίκηση της εταιρίας πιστεύει ότι αυξάνεται το ενδιαφέρον (ζήτηση) των επενδυτών.
3. Η αύξηση του αριθμού των μετόχων. Όταν αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών ενδέχεται να αυξηθεί και ο αριθμός των μετόχων διότι όπως αναφέραμε η αύξηση του αριθμού μειώνει την τιμή κάνοντας, πιθανόν, πιο προσιτή τη μετοχή και σε νέες κατηγορίες μετόχων.
4. Η ψυχολογική επίδραση στους μετόχους. Ο μέτοχος συχνά επιθυμεί να έχει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών αλλά και η εταιρία πολλές φορές προσπαθεί να προβάλλει το ενδιαφέρον της για τους μετόχους.

---

<sup>31</sup> Βέβαια αρκετοί από τους λόγους που παραθέτουμε δύσκολα κατανοούνται υπό το πρίσμα της θεωρίας των αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών.



5. Η επιθυμία να εμφανίσουν στον Ισολογισμό αυξημένο Μετοχικό Κεφάλαιο και μεταξύ άλλων να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των Τραπεζών και ομολογιούχων σε περιπτώσεις σύναψης δανείου.

#### **A. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ**

Για να απεικονίσουμε τον τρόπο που επηρεάζονται οι λογαριασμοί του Ισολογισμού από τη διανομή μερίσματος σε μετοχές, υποθέτουμε ότι η επιχείρηση πριν τη διανομή έχει την παρακάτω κεφαλαιακή διάρθρωση:

Μετοχικό Κεφάλαιο (100.000 μετοχές x 1.000 δρχ.)	100.000.000 δρχ.
Διάφορα αποθεματικά	20.000.000 δρχ.
Κέρδη χρήσης	30.000.000 δρχ.
	<hr/>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ</b>	<b>150.000.000 δρχ.</b>

Επίσης, υποθέτουμε ότι:

- Διανέμεται μέρισμα, ίσο προς το 10% του Μετοχικού Κεφαλαίου, σε μετοχές (δηλαδή 1 νέα μετοχή σε κάθε 10 παλιές).
- Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι 2.000 δρχ.

Συνεπώς, θα εκδοθούν 10.000 νέες μετοχές (1 0% των 100.000 μετοχών) που θα δοθούν δωρεάν στους μετόχους σε αναλογία 1 νέα σε κάθε 10 παλιές. Οι παραπάνω λογαριασμοί μεταβάλλονται ως εξής:

Μετοχικό Κεφάλαιο (110.000 μετοχές x 1.000 δρχ.)	110.000.000 δρχ.
Διάφορα αποθεματικά	20.000.000 δρχ.
Υπόλοιπο (από κέρδη χρήσης) σε νέο	20.000.000 δρχ.
	<hr/>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ</b>	<b>150.000.000 δρχ.</b>

Με βάση την πρακτική αυτή από τα κέρδη της χρήσης μεταφέρονται 10 εκατομμύρια δραχμές στο Μετοχικό Κεφάλαιο με την έκδοση 10.000 νέων

μετοχών. Η καθαρή περιουσία των μετόχων δεν αλλάζει σε καμιά περίπτωση (παραμένει 150 εκατ. δρχ.).

## **B. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ**

Βλέπουμε ότι κάθε μέτοχος έχει αυξήσει τον αριθμό των μετοχών του κατά 10%. Τα κέρδη τώρα διανέμονται σε μεγαλύτερο αριθμό μετοχών και συνεπώς μειώνονται κατά ανάλογο ποσοστό τα κέρδη ανά μετοχή (10%). Αν υποθέσουμε ότι τα κέρδη και της νέας χρήσης θα ανέλθουν σε 20 εκατ. δρχ., τα κέρδη ανά μετοχή είναι:

- Πριν την αύξηση:  $\frac{20.000.000}{100.000} = 200$  δρχ.
- Μετά την αύξηση:  $\frac{20.000.000}{110.000} = 181,82$  δρχ.

Αν υποθέσουμε ότι πριν την αύξηση κάποιος μέτοχος έχει 100 μετοχές τότε:

	Πριν την αύξηση	Μετά την αύξηση
Αριθμός Μετοχών	100	110
Κέρδη ανά μετοχή	x 200 δρχ.	x 181,82 δρχ.
Συνολικά Κέρδη	<u>20.000 δρχ.</u>	<u>20.000 δρχ.</u>

Ο παραπάνω υπολογισμός δείχνει ότι ο μέτοχος έχει περισσότερες μετοχές και λιγότερα κέρδη ανά μετοχή, όμως, τα συνολικά του κέρδη παραμένουν αμετάβλητα. Για το μέτοχο δηλαδή τίποτα δεν άλλαξε μετά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη διανομή μερίσματος σε μετοχές αν και έλαβε περισσότερες μετοχές. Απλώς διατήρησε αμετάβλητο το αναλογικό συμφέρον του στην επιχείρηση.

## 2.2.2 ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Το Μετοχικό Κεφάλαιο είναι μέγεθος τυπικά σταθερό αλλά είναι φανερό ότι με την πάροδο του χρόνου η αξία του παύει να εκφράζει την οικονομική πραγματικότητα εφόσον βασικά στοιχεία του Ενεργητικού, και κυρίως τα πάγια, εξακολουθούν να εμφανίζονται με τις ιστορικές τιμές κτήσης τους ενώ, ιδίως σε περιόδους έντονου πληθωρισμού, η αγοραία αξία τους μεταβάλλεται. Η αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων γίνεται με νομοθετική ρύθμιση και οδηγεί σε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου που όμως δεν είναι πραγματική αλλά απλά αποτελεί λογιστική διόρθωση του μεγέθους του η οποία τείνει να το επαναφέρει στην πραγματική του διάσταση (Σαρσέντης-Παπαναστασάτος [1990]).

Οι Νόμοι<sup>32</sup> που εκδίδονται κατά καιρούς καθορίζουν την έκταση της αναπροσαρμογής, τις λεπτομέρειες των υπολογισμών, τη φορολογική μεταχείριση και την τύχη των διαφορών που προκύπτουν. Επίσης, οι Νόμοι καθορίζουν πώς θα γίνει η κεφαλαιοποίηση με έκδοση νέων μετοχών (που διανέμονται δωρεάν στους παλιούς μετόχους σε αναλογία των μετοχών που κατέχουν) ή με αύξηση της ονομαστικής αξίας ή με μικτό τρόπο<sup>33</sup>.

Μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι η δημοσιοποίηση στο ευρύ κοινό της νέας αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων με την αναπροσαρμογή και τη δωρεάν διανομή νέων μετοχών δε δημιουργεί κέρδος για την επιχείρηση ή τους μετόχους αφού οι τιμές των μετοχών αντανακλούν την πραγματική αξία της επιχείρησης και όχι αυτή που παρουσιάζουν οι λογιστικές καταστάσεις. Επιπλέον, μπορεί να προκαλέσει επιβάρυνση στην επιχείρηση επειδή οι αναπροσαρμογές συνοδεύονται από καταβολή φόρου

<sup>32</sup> Στην περίοδο 1981-1990 εκδόθηκαν δύο Νόμοι που υποχρέωσαν τις επιχειρήσεις να προβούν σε αναπροσαρμογή των παγίων στοιχείων τους. Είναι ο Ν.1249/1982 και ο Ε.2665/1988. Επίσης έγινε υποχρεωτική αναπροσαρμογή παγίων με τον Ν.2065/1992.

<sup>33</sup> Ο Ε.2665/1988 καθόριζε ότι η κεφαλαιοποίηση θα γίνει υποχρεωτικά με την έκδοση νέων δωρεάν μετοχών. Αντίθετα οι Ν.1249/1982 και Ν.2065/1992 έδωσαν την ευχέρεια στις επιχειρήσεις να επιλέξουν τη μέθοδο κεφαλαιοποίησης (έκδοση δωρεάν μετοχών ή μεταβολή της ονομαστικής αξίας ή συνδυασμό αυτών).

που επιβαρύνει το μέτοχο ή την εταιρία<sup>34</sup>, αλλά και επειδή η έκδοση νέων μετοχών δημιουργεί έξοδα εκτύπωσης και διανομής που επιβαρύνουν την επιχείρηση. Δηλαδή, τα παραπάνω αποτελούν επιχειρήματα που θα δικαιολογούσαν πιθανή μείωση της τιμής των μετοχών.

Ομως, οι αναπροσαρμογές περιουσιακών στοιχείων συνοδεύονται και από αναπροσαρμογές των αποσβέσεων τους (χρησιμοποιείται ο ίδιος συντελεστής με τον οποίο αναπροσαρμόστηκαν τα περιουσιακά στοιχεία) αυξάνοντας την προς απόσβεση αξία γεγονός που μειώνει τους συνολικούς φόρους και αυξάνει τις χρηματικές ροές. Απ' αυτήν την άποψη αναμένεται η ανακοίνωση αναπροσαρμογής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων να επηρεάσει θετικά την τιμή της μετοχής της επιχείρησης.

Δηλαδή οι αναπροσαρμογές, ανάλογα με τους όρους που θέτουν οι Νόμοι που τις επιβάλλουν, επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων θετικά (αύξηση αποσβέσεων) αλλά ταυτόχρονα και αρνητικά (φορολογία υπεραξίας, κόστος έκδοσης και διάθεσης νέων μετοχών), κάνοντας δύσκολη τη διατύπωση οριστικών συμπερασμάτων για τον τρόπο που επηρεάζονται οι τιμές των μετοχών. Μόνο μετά από λεπτομερή μελέτη θα μπορούσαμε να διαπιστώσουμε ποιές είναι οι επιπτώσεις των αναπροσαρμογών πράγμα όμως που δεν αποτελεί στόχο αυτής της μελέτης αλλά αντικείμενο μελλοντικής έρευνας.

---

<sup>34</sup> Σύμφωνα με τους Νόμους 1249/1982 και Ε.2665/1988 η φορολογία επιβαρύνει τους μετόχους. Αντίθετα, ο Ν.2065/1992 ορίζει ότι η φορολογία επιβαρύνει την εταιρία.

### 2.2.3. ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ

Όταν η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου γίνει με την κεφαλαιοποίηση αποθεματικών η εταιρία αποφασίζει να μετατρέψει (χαρακτηρίσει) τα συσσωρευμένα αποθεματικά σε Μετοχικό Κεφάλαιο. Η απόφαση αυτή δεν περιέχει ταμειακές μεταβολές αλλά μόνο λογιστικές εγγραφές που μεταφέρουν ποσά από τους λογαριασμούς αποθεματικών στο λογαριασμό καταβεβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται συνήθως όταν θέλουν οι επιχειρήσεις να διατηρήσουν την τιμή της μετοχής σ' ένα ορισμένο επίπεδο που πιστεύουν ότι είναι περισσότερο "ελκυστική" (με έκδοση μετοχών) ή να εμφανίσουν στον Ισολογισμό αυξημένο Μετοχικό Κεφάλαιο για να ικανοποιήσουν πιθανές απαιτήσεις Τραπεζών και ομολογιούχων στην περίπτωση σύναψης δανείου. Σημειώνεται ότι η μεταφορά αποθεματικών στο Μετοχικό Κεφάλαιο δε μεταβάλλει τους αριθμοδείκτες με τους οποίους υπολογίζεται η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων ενώ η κεφαλαιοποίηση υπεραξίας τους μεταβάλλει. Ένας τελευταίος λόγος χρησιμοποίησης της μεθόδου αυτής είναι η λογιστική βελτίωση της ρευστότητας. Είναι πιθανό το ύψος των αποθεματικών να περιορίζεται από το Καταστατικό και να είναι υποχρεωτική η διανομή των κερδών πέρα από αυτό το όριο. Για να διατηρήσει η επιχείρηση την επιθυμητή ρευστότητα μπορεί να καταφύγει σε κεφαλαιοποίηση αποθεματικών<sup>35</sup>. Αυτή πραγματοποιείται με αύξηση της ονομαστικής αξίας ή έκδοση νέων μετοχών ίσης ονομαστικής αξίας με τις υπάρχουσες που διανέμονται δωρεάν στους μετόχους ή συνδυασμό αυτών.

Φορολογικά η κεφαλαιοποίηση αποθεματικών θεωρείται ως διανομή μερίσματος στους μετόχους και υπόκειται σε παρακράτηση φόρου επί των διανεμομένων μερισμάτων που αποδίδεται στο Δημόσιο<sup>36</sup>. Αν όμως τα

<sup>35</sup> Βλέπε Υποσημείωση αριθμ. 29.

<sup>36</sup> Η φορολογία ισχύει και όταν διανέμεται μέρισμα σε μετοχές.

αποθεματικά αυτά είχαν υποβληθεί κατά το σχηματισμό τους σε φόρο εισοδήματος δικαιούνται την επιστροφή αυτού. Αντιθέτως, στην περίπτωση κεφαλαιοποίησης αποθεματικών από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο, που έχουν σχηματιστεί από εισφορές μετόχων και όχι από κέρδη, δεν προκύπτει φορολογικό θέμα (Παπούλιας [1985]).

#### **2.2.4. ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΧΡΕΩΝ**

Μια επιχείρηση όταν βρεθεί στη θέση να μην μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές της είναι δυνατό να έρθει σε συμφωνία μαζί τους και να ανταλλάξει το χρέος της με μετοχές ίσου ποσού. Δηλαδή, αυξάνει το Μετοχικό Κεφάλαιο με κεφαλαιοποίηση ίσου ποσού από τις οφειλές της εκδίδοντας νέες μετοχές που δίνονται στους πιστωτές. Στη μέθοδο αυτή δεν υπάρχει εισροή νέων κεφαλαίων αλλά με λογιστικές εγγραφές το χρέος προς τους πιστωτές μεταφέρεται (μειώνοντας το χρέος) στο λογαριασμό του Μετοχικού Κεφαλαίου αυξάνοντάς το. Με την κεφαλαιοποίηση χρεών οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης μεταβάλλονται και η εικόνα της επιχείρησης βελτιώνεται όταν αναζητά νέο δανεισμό (βελτίωση πιστοληπτικής ικανότητας). Επίσης, επιτυγχάνεται καλύτερη εξυπηρέτηση του υπόλοιπου χρέους.

#### **2.2.5. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ - "ΕΙΚΟΝΙΚΗΣ" ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

Είδαμε ότι η λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου γίνεται με τη μεταφορά κονδυλίων από διάφορους λογαριασμούς στο λογαριασμό "Μετοχικό Κεφάλαιο" με λογιστικές εγγραφές χωρίς να λαμβάνουν μέρος μετρητά. Πραγματοποιείται με δωρεάν διανομή νέων μετοχών ή αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής ή συνδυασμό αυτών. Οι επιπτώσεις στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι:

## A. ΔΩΡΕΑΝ ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η λογιστική - "εικονική" αύξηση (κεφαλαιοποίηση) με τη δωρεάν διανομή μετοχών δεν έχει άμεσο ευεργετικό αποτέλεσμα στην κερδοφόρα δύναμη της επιχείρησης και των μετόχων. Εξαίρεση ίσως αποτελεί η κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας. Στην περίπτωση αυτή η ύπαρξη αυξημένων αποσβέσεων στις επόμενες χρήσεις ενδέχεται να επηρεάσει αυξητικά τα αποτελέσματα της επιχείρησης. Ομως, οι δωρεάν διανομές μπορεί να επηρεάσουν τη ρευστότητα, τη δανειοληπτική ικανότητα και τη διάθεση κερδών (αποθεματικά, μερίσματα, κλπ.) και τη σύνθεση των μετόχων.

Οι τρόποι που η επιχείρηση αποφασίζει τη δωρεάν διανομή και οι όροι που θέτει βοηθούν να διαπιστώσουμε αν ο μέτοχος, από πλευράς πλούτου, είναι στην ίδια θέση όπως και πριν τη διανομή των δωρεάν μετοχών.

Ανεξάρτητα από την επίδραση της λογιστικής - "εικονικής" αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στη συνολική πραγματική αξία της επιχείρησης κάθε λογιστική - "εικονική" αύξηση με διανομή δωρεάν μετοχών προκαλεί μια διορθωτική μείωση στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Πράγματι, μετά την αποκοπή του δικαιώματος η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μειώνεται ανάλογα<sup>37</sup> ώστε η συνολική χρηματιστηριακή αξία των μετοχών (παλιών και νέων) να παραμείνει σταθερή.

<sup>37</sup> Η νέα αναμενόμενη χρηματιστηριακή τιμή μετά την έκδοση νέων μετοχών από κεφαλαιοποίηση κερδών, υπεραξίας περιουσιακών στοιχείων, προσδιορίζεται από τον τύπο:

$$\frac{\text{Απαιτούμενος αριθμός Παλιών Μετοχών για λήψη Νέων} \times \text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Απαιτούμενος αριθμός Παλιών Μετοχών} + \text{Νέος Αριθμός Μετοχών}}$$

Με βάση τα στοιχεία που είχαμε αναφέρει στο προηγούμενο παράδειγμα της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση κερδών, όπου υποθέσαμε ότι δίνονται 1 νέα μετοχή σε κάθε 10 παλιές, η τιμή της μετοχής θα είναι:

$$\frac{10 \times 2.000}{10 + 1} = 1.818,18 \text{ } \delta\rho\chi.$$

Επίσης, αν η εταιρία διατηρήσει το ίδιο συνολικό μέρισμα, ο μέτοχος δε θα εισπράξει περισσότερα από τη δωρεάν διανομή μετοχών (το ίδιο συνολικό μέρισμα εισπράττει και από το νέο συνολικό αριθμό μετοχών). Όταν όμως η επιχείρηση ακολουθεί πολιτική σταθερού μερίσματος ανά μετοχή η δωρεάν διανομή οδηγεί σε αύξηση του μερίσματος που εισπράττει ο μέτοχος.

Οι δωρεάν μετοχές που προέρχονται από την αναπροσαρμογή περιουσιακών στοιχείων συνοδεύονται και από αναπροσαρμογή αποσβέσεων. Δηλαδή, αποτελούν πιο πολύπλοκες κεφαλαιακές μεταβολές και η διαπίστωση των επιπτώσεών τους δεν είναι εύκολο να γίνει χωρίς εμπειρική έρευνα. Εμπειρικά, παρατηρείται αύξηση των τιμών των μετοχών σχεδόν σε κάθε περίπτωση αναπροσαρμογής των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων (Παπαρεισιτίδης [1991]).

## **B. ΑΥΞΗΣΗ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

Όταν η λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου γίνεται με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών που ήδη υπάρχουν ο αριθμός των μετοχών και τα κέρδη ανά μετοχή δε μεταβάλλονται. Επομένως, δεν υπάρχει λόγος να μεταβληθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής την ημέρα αύξησης της ονομαστικής αξίας.



### **2.3. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου η επιχείρηση ακολουθεί τα παρακάτω βήματα<sup>38</sup>:

1. Έλεγχος εκπλήρωσης των τυπικών προϋποθέσεων που απαιτεί ο Νόμος.
2. Αρχική συμφωνία εταιρίας και επενδυτικού συμβούλου έκδοσης.
- 3.<sup>\*39</sup> Αρχική συμφωνία εταιρίας και αναδόχου.
- 4.\* Καθορισμός τιμής έκδοσης και προμηθειών από τον ανάδοχο.
- 5.\* Έγκριση αναδοχής και όρων έκδοσης από το Δ.Σ. για αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου (Ν.2190/1920).
6. Έγκριση από Γ.Σ. (Τακτική ή Εκτακτη) μετόχων εταιρίας της πρότασης του Δ.Σ. για αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (Ν.2190/1920).
7. Σύνταξη ενημερωτικού δελτίου (PROSPECTUS). Αν χρησιμοποιηθεί ανάδοχος συντάσσεται σε συνεργασία μ' αυτόν (Π.Δ. 348/1985).
8. Αίτηση της εταιρίας για την εισαγωγή των νέων μετοχών της στο Χρηματιστήριο.
9. Υποβολή φακέλου και PROSPECTUS στο Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου και έγκριση εισαγωγής.
10. Δημοσίευση και ευρεία κυκλοφορία ενημερωτικού δελτίου (PROSPECTUS) σύμφωνα με το Π.Δ.348/85.
11. Ανακοίνωση που θα γνωστοποιεί τοποθεσία και χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο μπορεί ο επενδυτής να υποβάλλει αίτηση εγγραφής για συμμετοχή στην αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου (συνήθως μια

---

<sup>38</sup> Βλέπε και Χολέβα [1991].

<sup>39</sup> Οι παραγρ. 3, 4 και 5 είναι προαιρετικές αφού ο Ν.2190/1920 δεν υποχρεώνει την επιχείρηση να χρησιμοποιήσει ανάδοχο κατά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων.

εβδομάδα για δημόσια εγγραφή και όχι λιγότερο του ενός μηνός όταν χρησιμοποιούνται δικαιώματα προτίμησης). Η αίτηση συμμετοχής είναι έντυπη, περιέχει τα στοιχεία του αιτούντος και τον αριθμό των μετοχών που ενδιαφέρεται να αγοράσει. Η αίτηση υποβάλλεται στον ανάδοχο (Τράπεζα, Χρηματιστηριακή Εταιρία, Χ.Α.Α.) ή όπου αλλού μπορεί να ορίζει η ανακοίνωση. Μαζί με την αίτηση ο ενδιαφερόμενος καταθέτει και τη συνολική αξία των μετοχών που αναφέρει η αίτησή του. Εναλλακτικά μπορεί να γίνει ισόποση δέσμευση τραπεζικού λογαριασμού ή χρήση εγγυητικής επιστολής (τείνει να περιοριστεί η χρήση της). Για το διάστημα που τα μετρητά ή η κατάθεση είναι δεσμευμένα εισπράττεται τόκος (Ν.2190/1920 και Π.Δ. 348/1985).

12. Αν οι αιτήσεις εγγραφής είναι περισσότερες από τις μετοχές που προσφέρονται γίνεται κλήρωση από επιτροπή και καθορίζεται ποιός και πόσες μετοχές δικαιούται (Π.Δ. 348/1985). Ταυτόχρονα γίνεται επιστροφή των χρημάτων ή αποδεσμεύεται το ποσό που δεν καλύφθηκε.
13. Έγκριση από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των νέων μετοχών και δημοσίευσή της στην Εφημερίδα της Κυβέρνησης.
14. Παράδοση των μετοχών. Γίνεται αργότερα από το σημείο όπου κατατέθηκε η αρχική αίτηση εγγραφής.
15. Καθορισμός της ημερομηνίας εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο.
16. Εισαγωγή και έναρξη διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α. (Ν.2190/1920).

#### **2.4. ΑΝΑΔΟΧΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ (UNDERWRITER)**

Η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μιας Α.Ε. με δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται σε συνεργασία με Τράπεζες (Ν.2190/1920 Άρθρο 8α παραγρ. 3) ή Χρηματιστηριακές Εταιρίες (Ν.1806/1988) που προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών (μετοχές) και εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του κεφαλαίου που η εταιρία θέλει να αντλήσει από την αγορά.

Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών στο Χ.Α.Α. προσδιορίζεται από τον ανάδοχο έκδοσης που αναλαμβάνει να διαθέσει τις μετοχές. Επίσης ο ανάδοχος υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάσταση των νέων μετόχων (ονοματεπώνυμο, διεύθυνση κατοικίας, αριθμό αστυνομικής ταυτότητας, αριθμό και ποσό μετοχών) απ' όπου φαίνεται η επαρκής διασπορά τους (Π.Δ. 350/1985).

Επιπλέον, το Π.Δ. 350/1985 όριζε ότι ο ανάδοχος αναλαμβάνει να εγγυηθεί ότι η χρηματιστηριακή τιμή των νέων μετοχών της εταιρίας από την ημέρα εισαγωγής τους στο Χ.Α.Α. και για έξι μήνες μετά δε θα είναι χαμηλότερη από την τιμή εισαγωγής τους. Σε αντίθετη περίπτωση είχε υποχρέωση να αποζημιώσει κάθε κάτοχο νέων μετοχών. Η εγγύηση αυτή των έξι μηνών καταργήθηκε με τον Ν.1914/1990.

Κατά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μιας Α.Ε. με τη χρήση δικαιωμάτων η χρησιμοποίηση αναδόχου είναι προαιρετική αλλά οι επιχειρήσεις προσπαθούν να κάνουν χρήση εφόσον μπορέσουν να βρουν Τράπεζα που θα εγγυηθεί την έκδοση. Η απόφαση για τη χρησιμοποίηση ή όχι αναδόχου θα εξαρτηθεί από τις συνθήκες της αγοράς, την περίοδο που η εταιρία αποφασίζει να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο αλλά και από το αν θα υπάρξει ενδιαφέρον από κάποια Τράπεζα ή Χρηματιστηριακή Εταιρία να αναλάβει την έκδοση.

Ο ρόλος του αναδόχου συνίσταται στην<sup>40</sup>:

- Παροχή συμβουλών (σύμβουλος έκδοσης)
- Τιμολόγηση των χρεογράφων (Ν.2190/1920) (πραγματική αξία μετοχών)
- Ικανοποίηση των νομικών θεμάτων που σχετίζονται με την όλη διαδικασία
- Σύνταξη του PROSPECTUS που είναι απαραίτητο (Π.Δ.348/85 και Π.Δ.350/85)
- Υποστήριξη της διαδικασίας έκδοσης
- Συγκρότηση κοινοπραξίας(syndicate) αναδόχων (εφόσον απαιτείται κάτι τέτοιο)
- Επιλογή τιμής διάθεσης μετοχής (Ν. 350/1985)
- Επιλογή κατάλληλης στιγμής προσφοράς των μετοχών στην αγορά
- Διάθεση των νέων μετοχών
- Σταθεροποίηση της αγοράς (παρέμβαση στην αγορά)
- Κάλυψη του αδιάθετου μέρους του Μετοχικού Κεφαλαίου που δεν απορροφήθηκε στο χρονικό διάστημα της δημόσιας εγγραφής ή της άσκησης των δικαιωμάτων από τους παλαιούς μετόχους.

Δηλαδή ο ανάδοχος ενεργεί σαν ασφαλιστής και σε περίπτωση που δεν καλυφθεί πλήρως η αύξηση από το επενδυτικό κοινό ή τους παλιούς μετόχους αγοράζει το αδιάθετο μέρος στην τιμή έκδοσης. Έτσι ο κίνδυνος μη διάθεσης των νέων μετοχών για την εταιρία είναι μηδενικός.

Εναντι αυτών των υπηρεσιών που προσφέρει ο ανάδοχος συμφωνείται, μετά από ελεύθερη διαπραγμάτευση, η αμοιβή του. Αυτή συνήθως αναλύεται σε δύο μέρη: ένα *σταθερό* και ένα *μεταβλητό*. Το *σταθερό* μέρος αναφέρεται στις δαπάνες έκδοσης (εκτύπωση μετοχών, αλληλογραφία με τους επενδυτές, ανακοινώσεις, δημοσιεύσεις και αμοιβή

<sup>40</sup> Βλέπε Π.Δ.348/1985, Π.Δ.350/1985, Ν.2190/1920, Weston και Brigham [1987], Παπαϊωάννου [1991] και Χολέβας [1991].

συμβούλου). Το μεταβλητό μέρος αναφέρεται στην κάλυψη του κινδύνου από τη μη διάθεση όλων των μετοχών και είναι συνήθως ποσοστό επί των κεφαλαίων που θέλει να αντλήσει η εταιρία από την αγορά. Το σύνολο των αμοιβών αυτών (σταθερό και μεταβλητό) αποτελεί το "κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων" και κυμαίνεται στη χώρα μας μεταξύ 3-6% των κεφαλαίων που αντλεί η επιχείρηση με την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου<sup>41</sup>. Στις Η.Π.Α. ο Smith [1977] υπολόγισε ότι η αμοιβή της αναδόχου Τράπεζας για τις υπηρεσίες της, αν εκφραστεί ως ποσοστό των κεφαλαίων που αντλεί η επιχείρηση με τη συγκεκριμένη αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, είναι κατά μέσο όρο 2,45% <sup>42</sup>.

Εχει αποδειχτεί στην πράξη πως σε χώρες όπου οι εταιρίες μπορούν να επιλέξουν τη μέθοδο με την οποία θα αυξήσουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο τα έξοδα αναδοχής είναι πολύ χαμηλότερα όταν εφαρμόζεται η μέθοδος των δικαιωμάτων συμμετοχής αντί της μεθόδου της δημόσιας εγγραφής<sup>43</sup>. Ουσιαστικά, αν η τιμή συμμετοχής καθοριστεί σε αρκετά χαμηλό επίπεδο οι υπηρεσίες του αναδόχου γίνονται περιττές αφού όλοι οι τελικοί κάτοχοι δικαιωμάτων έχουν συμφέρον να ασκήσουν τα δικαιώματά τους. Παραμένει όμως το μειονέκτημα ότι έτσι δεν κατορθώνεται παραπέρα διασπορά των μετοχών εκτός αν οι παλιοί μέτοχοι αποφασίσουν να πουλήσουν τα δικαιώματά τους σε άλλους επενδυτές.

Το κόστος του αναδόχου μπορεί να είναι σημαντικό και γι' αυτό όταν η αύξηση γίνεται με τη χρήση δικαιωμάτων δε χρησιμοποιείται πάντα και η εταιρία, για να εξασφαλίσει τη διάθεση των νέων μετοχών, επιλέγει να

---

<sup>41</sup> Τα στοιχεία αυτά συλλέχθηκαν από τον γράφοντα μέσω συνεντεύξεών του με αρμόδια στελέχη επενδυτικών Τραπεζών.

<sup>42</sup> Ο Παπούλιας [1990] αναφέρει ότι στις πρόσφατες εκδόσεις το κόστος διακυμάνθηκε κατά μέσο όρο μεταξύ 2,8-4,4%. Σημειώνεται ότι στο κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων παρατηρούνται οικονομίες κλίμακος. Αυτό οφείλεται στο σταθερό μέρος του συνολικού κόστους έκδοσης που είναι ανεξάρτητο από το ύψος των νέων κεφαλαίων που αποφασίζει να αντλήσει η επιχείρηση.

<sup>43</sup> Βλέπε Smith [1977] και Παπαϊωάννου [1991].

ορίσει τιμή ανά μετοχή σε αρκετά χαμηλό επίπεδο.

Αν η νέα έκδοση είναι μεγάλη τότε μπορεί να υπάρξει συνεργασία αναδόχων Τραπεζών που δημιουργούν κοινοπραξία αναδόχων για να είναι ευκολότερη η διάθεση των νέων μετοχών αλλά και για να είναι ο κίνδυνος (από τη μη διάθεση) που αναλαμβάνει ο κάθε ανάδοχος μικρότερος. Στην περίπτωση της κοινοπραξίας αναδόχων μια Τράπεζα έχει την κύρια ευθύνη για την πορεία της έκδοσης και φυσικά απολαμβάνει και τη μεγαλύτερη αμοιβή.

Διεθνώς οι περισσότερες Α.Ε. πολύ λίγες φορές αντλούν νέο Μετοχικό Κεφάλαιο και άλλες δεν έχουν αντλήσει ποτέ. Έτσι μπορεί να έχουν μικρό ενδιαφέρον για τη σωστή παρουσίαση των στοιχείων τους. Οι ανάδοχοι όμως ενδιαφέρονται οι αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που αναλαμβάνουν να καλύπτονται πλήρως γιατί σε αντίθετη περίπτωση θα έχουν αποτύχει (ανεξάρτητα αν οι αδιάθετες μετοχές είναι λίγες ή πολλές) και το κόστος μπορεί να αποδειχτεί πολύ μεγάλο από την υποχρεωτική αγορά των αδιάθετων μετοχών. Έτσι, δεν αναλαμβάνουν μια εταιρία παρά μόνο αν πιστεύουν ότι τα στοιχεία έχουν παρουσιαστεί με ειλικρίνεια και οι χρηματιστηριακές συνθήκες είναι τέτοιες που να είναι εξασφαλισμένη η απορρόφηση των νέων μετοχών από το επενδυτικό κοινό. Δηλαδή, η ανάδοχος Τράπεζα όταν αναλαμβάνει την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου μιας εταιρίας εγκρίνει αυτή την ενέργειά της και εγγυάται την παρουσίαση των οικονομικών στοιχείων. Η έγκριση αυτή έχει πολύ μεγαλύτερη αξία για μια εταιρία που ζητά κεφάλαια για πρώτη φορά<sup>44</sup>.

Ο ρόλος του αναδόχου περιέχει τις περισσότερες φορές οικονομικό κίνδυνο (αδυναμία διάθεσης όλων των μετοχών). Παράγοντες που επηρεάζουν τον κίνδυνο είναι οι συνθήκες της Κεφαλαιαγοράς, η

---

<sup>44</sup> Βλέπε Brealey and Myers [1991].

κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας (οικογενειακή ή όχι επιχείρηση), οι όροι της έκδοσης, το ύψος των κεφαλαίων που θέλει η επιχείρηση να αντλήσει από την αγορά, η άντληση κεφαλαίων από άλλες εταιρίες την ίδια περίοδο, κ.α.

Υπηρεσίες αναδόχου μπορούν να προσφέρουν οι Τράπεζες και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες που έχουν Μετοχικό Κεφάλαιο τουλάχιστον ένα (1) δισεκατομμύριο δρχ.<sup>45</sup>.

Σε όλες τις περιπτώσεις οι ανάδοχοι νέων εκδόσεων είναι χρήσιμοι γιατί διαθέτουν εξειδικευμένα συστήματα και δίκτυα εμπορίας αξιογράφων ώστε να μπορούν να διεγείρουν το αγοραστικό ενδιαφέρον των επενδυτών και να εξασφαλίζουν έτσι την επιτυχία απορρόφησης των νέων τίτλων.

## **2.5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Στο Κεφάλαιο αυτό εξετάστηκαν οι τρόποι με τους οποίους μια επιχείρηση, εισηγμένη στο Χ.Α.Α., αυξάνει το Μετοχικό της Κεφάλαιο. Είδαμε ότι αν η επιχείρηση επιλέξει να κάνει πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου αυτή θα γίνει με καταβολή μετρητών. Τα νέα κεφάλαια θα προέλθουν από παλιούς και νέους μετόχους, αν η αύξηση γίνεται για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας στο Χ.Α.Α. (αύξηση με δημόσια εγγραφή), ή μόνο από παλιούς μετόχους αν η αύξηση γίνεται από εταιρία που είναι ήδη εισηγμένη στο Χ.Α.Α. (αύξηση με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης). Πολλές φορές όμως είναι δυνατόν η επιχείρηση να επιλέξει (για τους λόγους που εξετάσαμε) να κάνει λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου που δε θα συνοδεύεται από καταβολή μετρητών και στην οποία μπορούν να συμμετάσχουν μόνο οι παλιοί μέτοχοι.

---

<sup>45</sup> Βλέπε Ν.1806/1988.

Στη συνέχεια περιγράψαμε τη διαδικασία που ακολουθεί μια επιχείρηση για να αυξήσει (πραγματικά ή λογιστικά) το Μετοχικό της Κεφάλαιο. Αναφερθήκαμε στο ρόλο που διαδραματίζουν οι Τράπεζες όταν αναλαμβάνουν ως ανάδοχοι να πραγματοποιήσουν την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κάποιας εταιρίας. Είδαμε ότι η Νομοθεσία καθορίζει ποιές αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου πρέπει να γίνονται με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης και ποιές με τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής.

Στην έρευνα αυτή θα εξετάσουμε τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που έκαναν εταιρίες ήδη εισηγμένες στο Χ.Α.Α. με μετρητά (πραγματικές) γιατί αυτές αυξάνουν την πραγματική αξία της επιχείρησης. Όμως, από τις πραγματικές αυξήσεις ερευνούμε μόνο αυτές που έγιναν με τη χρήση δικαιωμάτων διότι αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή χρησιμοποιείται μόνο όταν η μετοχή μιας εταιρίας εισάγεται για πρώτη φορά στο Χ.Α.Α. για διαπραγμάτευση.

Στον Πίνακα 2.1 που ακολουθεί παρουσιάζονται συνοπτικά οι τρόποι αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και οι συνθήκες/παράγοντες που πρέπει να ικανοποιούν οι επιχειρήσεις όταν θελήσουν να αυξήσουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο.

Στα Παραρτήματα που ακολουθούν καταγράφουμε τις σπουδαιότερες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και πώς αυτή εμπλέκεται στη διαδικασία της αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου. Επίσης αναφέρουμε στοιχεία των σημαντικότερων Νόμων που διέπουν τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου.



**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1**

**ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΡΟΠΩΝ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΣΥΝΘΗΚΕΣ/ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΙΚΑΝΟΠΟΙΟΥΝ ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΟΤΑΝ ΑΥΞΑΝΟΥΝ ΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

ΤΡΟΠΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΟΡΓΑΝΟ ΠΟΥ ΑΠΟΦΑΣΙΖΕΙ	ΓΙΝΕΤΑΙ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ	ΑΠΑΙΤΕΙΤΑΙ ΕΓΚΡΙΣΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	ΑΠΑΙΤΕΙΤΑΙ ΥΠΑΡΞΗ ΑΝΑΔΟΧΟΥ	ΤΙΜΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΟΙΟΣ ΣΥΜΜΕΤΕΧΕΙ ΣΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ	Γ.Σ.	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΚΑΘΟΡΙΖΕΤΑΙ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΝΕΟΙ ΚΑΙ ΠΑΛΙΟΙ ΜΕΤΟΧΟΙ
ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ	Γ.Σ. Ή Δ.Σ.	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΑ	ΚΑΘΟΡΙΖΕΤΑΙ ΜΕΤΑΞΥ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ	ΠΑΛΙΟΙ ΜΕΤΟΧΟΙ
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	Γ.Σ.	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΔΩΡΕΑΝ	ΠΑΛΙΟΙ ΜΕΤΟΧΟΙ
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ						
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΧΡΕΩΝ						
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΠΑΠΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	ΝΟΜΟΣ ΚΡΑΤΟΥΣ					

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

### ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ<sup>46</sup>

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διοικείται από επταμελές Δ.Σ. Τα μέλη του Δ.Σ. είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους που διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς. Ο πρόεδρος, ο αντιπρόεδρος και τρία (3) από τα μέλη του Δ.Σ. είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Από τα επτά (7) μέλη ένα (1) προέρχεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ένα (1) τουλάχιστον είναι νομομαθής.

Αρμοδιότητες:

- α) Εκδίδει πράξεις κανονιστικού χαρακτήρα όπου προβλέπεται από το Νόμο, όπως για θέματα σχετικά με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των Ανωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιριών, των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, για καθορισμό νέων χρηματιστηριακών πραγμάτων και χρηματιστηριακών συναλλαγών, αποθετηρίου τίτλων, κεφαλαίου ασφαλείας χρηματιστηριακών συναλλαγών, τα όρια της επενδυτικής πολιτικής των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τις μεθόδους αποτίμησης μη εισηγμένων εταιριών σε χρηματιστήριο κινητών αξιών, τον ανώτατο αριθμό μελών του Χ.Α.Α., τον καθορισμό των κριτηρίων άσκησης του λειτουργήματος αυτών, εξειδίκευση των κριτηρίων χορήγησης άδειας λειτουργίας των Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιριών, Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αναπροσαρμογής του ελάχιστου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου των πιο πάνω εταιριών.

<sup>46</sup> Βλέπε επίσης Παπούλιας [1990] και Ν.1969/1991, Α.Ν.148/1967, Ν.876/1979, Ν.1806/1988, Ν.1914/1990 και Π.Δ.350/1985.

- β) Χορηγεί και ανακαλεί άδειες Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιριών, Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τηρεί μητρώο των εταιριών αυτών, αποφασίζει για την εισαγωγή εταιριών στο Χ.Α.Α. στις περιπτώσεις του άρθρου 3 του Π.Δ. 350/1985, προβαίνει σε αναστολή της διαπραγμάτευσης των μετοχών, διαγραφή αυτών, διορίζει επιτρόπους όπου προβλέπεται από το Νόμο, χορηγεί άδειες έκδοσης τίτλων σταθερού εισοδήματος και αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου διά δημόσιας εγγραφής, άδειες μεταβίβασης μετοχών Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιριών και Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εγκρίνει και τροποποιεί κανονισμούς και καταστατικά αυτών και διορίζει χρηματιστηριακούς εκπροσώπους και χρηματιστές.
- γ) Γνωμοδοτεί προς τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας επί θεμάτων κεφαλαιαγοράς.
- δ) Διενεργεί ελέγχους σε εταιρίες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α., σε Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες, σε συμβούλους χρηματιστηριακών επενδύσεων, σε Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, στην Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων, σχετικά με την εφαρμογή των διατάξεων της υπάρχουσας νομοθεσίας, ελέγχει την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας από τα στελέχη αυτών των εταιριών και προβαίνει σε ανακοινώσεις επί των αποτελεσμάτων των ελέγχων.
- ε) Επιβάλλει τις από το Νόμο προβλεπόμενες κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές.
- στ) Επιλαμβάνεται των περιπτώσεων που συνδέονται με την εκμετάλλευση εσωτερικών πληροφοριών, σύμφωνα με τις υπάρχουσες διατάξεις.

- ζ) Ρυθμίζει κάθε θέμα που έχει σχέση με την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, την τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και κάθε άλλο θέμα που απορρέει από άλλες διατάξεις.
- η) Εποπτεύει την τήρηση των διατάξεων του παρόντος Νόμου και δικαιούται να ζητά κάθε πληροφορία αναγκαία για την άσκηση του έργου της.
- θ) Συνεργάζεται με τις άλλες αρμόδιες αρχές για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς και με τις αντίστοιχες αρμόδιες αρχές των άλλων Κρατών-Μελών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.
- ι) Αποτιμά την αξία των κινητών και ακινήτων πραγμάτων που εξυπηρετούν άμεσες λειτουργικές ανάγκες των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

### ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου από Ανώνυμες Εταιρίες (Α.Ε.) και ειδικότερα απ'αυτές που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. διέπεται από τον κωδικοποιημένο Νόμο 2190/1920 και τα Π.Δ. 348/1985 και 350/1985.

Στοιχεία του παραπάνω Νόμου και Π.Δ. αναφέρονται παρακάτω.

#### **Β.1. ΝΟΜΟΣ 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών"**

Ο Νόμος 2190/1920 αναφέρεται σε όλα τα θέματα που αφορούν τις Α.Ε. Στη συνέχεια παραθέτονται τα άρθρα ή τμήματα των άρθρων που αναφέρονται στην αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου των Α.Ε. Επίσης παραθέτονται και άρθρα του Νόμου που έχουν άμεση σχέση με τη διαδικασία της λήψης της απόφασης για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου αλλά και γενικότερα άρθρα που ίσως βοηθούν στην κατανόηση άλλων. Εγινε προσπάθεια ώστε η σειρά που ακολουθείται να είναι όσο το δυνατό πλησιέστερη προς την πραγματική σειρά που ακολουθεί μια επιχείρηση όταν αποφασίζει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

#### **1. Περιεχόμενο Καταστατικού**

Το Καταστατικό της Ανώνυμης Εταιρίας πρέπει να περιέχει διατάξεις:

- α) Για την εταιρική επωνυμία και το σκοπό της εταιρίας
- β) Για την έδρα της εταιρίας
- γ) Για τη διάρκειά της
- δ) Για το ύψος και τον τρόπο καταβολής του Εταιρικού Κεφαλαίου
- ε) Για το είδος των μετοχών, καθώς και για τον αριθμό, την ονομαστική αξία και την έκδοσή τους

- στ) Για τον αριθμό των μετοχών κάθε κατηγορίας, εάν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών
- ζ) Για τη μετατροπή ονομαστικών μετοχών σε ανώνυμες ή ανωνύμων σε ονομαστικές
- η) Για τη σύγκλιση, συγκρότηση, λειτουργία και τις αρμοδιότητες του Δ.Σ.
- θ) Για τη σύγκλιση, συγκρότηση, λειτουργία και τις αρμοδιότητες των Γ.Σ.
- ι) Για τους ελεγκτές
- ια) Για τα δικαιώματα των μετόχων
- ιβ) Για τον Ισολογισμό και τη διάθεση των κερδών
- ιγ) Για τη λύση της εταιρίας και την εκκαθάριση της περιουσίας της
- ιδ) Για τα ατομικά στοιχεία των φυσικών ή νομικών προσώπων που υπέγραψαν το καταστατικό της εταιρίας
- ιε) Για το συνολικό ποσό, τουλάχιστον κατά προσέγγιση, όλων των δαπανών που απαιτήθηκαν για τη σύσταση της εταιρίας και βαρύνουν αυτή.

(Άρθρο 2)

## **2. Μετοχικό Κεφάλαιο**

Το Μετοχικό Κεφάλαιο των Α.Ε. αποτελείται μόνο από στοιχεία του Ενεργητικού που μπορούν να τύχουν χρηματικής αποτίμησης. Η μετοχή είναι ο αντιπροσωπευτικός τίτλος του Μετοχικού Κεφαλαίου της Α.Ε. Οι μετοχές διακρίνονται σε κοινές και προνομιούχες και αυτές σε ονομαστικές και ανώνυμες. Οι προνομιούχες μετοχές είτε παίρνουν πρώτο μέρος πριν από τις κοινές μετοχές είτε παίρνουν μέρος και σε χρήσεις που δεν καταβάλλεται μέρος στις κοινές μετοχές είτε έχουν σταθερό μέρος ή συμμετέχουν στο σύνολο ή σε μέρος των κερδών της Α.Ε. :

- Οι προνομιούχες μετοχές μπορεί να είναι με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου.
- Οι προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου μπορεί να εκδοθούν και ως μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές οπότε ορίζεται και ο χρόνος μετατροπής.
- Οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου μπορεί να έχουν το δικαίωμα απόληψης ορισμένου τόκου.

Το ελάχιστο ύψος Μετοχικού Κεφαλαίου για το οποίο μια Α.Ε. μπορεί να απευθυνθεί στο κοινό για την κάλυψή του με δημόσια εγγραφή είναι 10.000.000 ολοσχερώς καταβεβλημένο.

Η κάλυψη Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή γίνεται μέσω Τραπεζών, του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, του Χ.Α.Α. και των Χρηματιστών μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι Α.Ε. που συγκεντρώνουν κεφάλαια με δημόσια εγγραφή μετοχών έχουν την υποχρέωση να ζητήσουν την εγγραφή των χρεογράφων αυτών στο Χρηματιστήριο εντός ενός έτους.

**(Άρθρα 2, 3, 8 )**

### **3. *Ονομαστική Αξία Μετοχής - Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο***

- Η ονομαστική αξία (άρτιο) της μετοχής δεν μπορεί να οριστεί κατώτερη των εκατό (100) δραχ. και ανώτερη των τριάντα χιλιάδων (30.000) δραχ.
- Απαγορεύεται η έκδοση μετοχών σε τιμή κατώτερη του αρτίου.
- Η διαφορά που προκύπτει από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο δεν μπορεί να διατεθεί για την πληρωμή μερισμάτων ή ποσοστών.

**(Άρθρα 14, 30)**

#### **4. Πράξεις και Στοιχεία που Υποβάλλονται σε Δημοσιότητα**

Σε δημοσιότητα υποβάλλονται οι εξής πράξεις και τα εξής στοιχεία:

- α) Οι αποφάσεις της Διοίκησης για τη σύσταση ανωνύμων εταιριών, καθώς και το καταστατικό που εγκρίθηκε.
- β) Οι αποφάσεις της Διοίκησης για την έγκριση της τροποποίησης καταστατικών Α.Ε. καθώς και ολόκληρο το νέο κείμενο του καταστατικού μαζί με τις τροποποιήσεις που έγιναν.
- γ) Ο διορισμός και η για οποιοδήποτε λόγο παύση με τα στοιχεία ταυτότητας των προσώπων που:
  - ασκούν τη διαχείριση της εταιρίας
  - έχουν την εξουσία να την εκπροσωπούν από κοινού ή μεμονωμένα
  - είναι αρμόδια να ασκούν τον τακτικό της έλεγχο
- δ) Η απόφαση ανάκλησης της άδειας σύστασης και έγκρισης του καταστατικού της εταιρίας.
- ε) Κάθε απόφαση για αύξηση ή μείωση του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας. Στην απόφαση για αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου πρέπει να αναγράφεται το νέο κεφάλαιο, ο αριθμός και το είδος των μετοχών που εκδίδονται, η ονομαστική τους αξία και γενικά οι όροι έκδοσής τους, καθώς και ο συνολικός αριθμός των μετοχών της εταιρίας.
- στ) Το πρακτικό του Δ.Σ. με το οποίο πιστοποιείται η καταβολή του Μετοχικού Κεφαλαίου είτε κατά τη σύσταση της εταιρίας είτε μετά από κάθε αύξησή του.
- ζ) Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, αρχικές και τροποποιημένες από τη Γ.Σ. (ισολογισμός, αποτελέσματα χρήσης, πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων και προσάρτημα) και οι σχετικές εκθέσεις του Δ.Σ. και των Ελεγκτών της εταιρίας. Ο Ισολογισμός πρέπει να περιέχει τα



ατομικά στοιχεία των προσώπων που, κατά Νόμο, τον πιστοποιούν.

- η) Οι μηνιαίες λογιστικές καταστάσεις των Τραπεζών.
- θ) Η λύση της εταιρίας.
- ι) Η δικαστική απόφαση που κηρύσσει άκυρη την εταιρία.
- ια) Ο διορισμός και η αντικατάσταση των εκκαθαριστών, με τα στοιχεία της ταυτότητάς τους.
- ιβ) Οι ισολογισμοί της εκκαθάρισης καθώς και ο τελικός της ισολογισμός.
- ιγ) Η διαγραφή της εταιρίας από το Μητρώο Ανώνυμων Εταιριών.
- ιδ) Κάθε πράξη ή στοιχείο του οποίου η δημοσιότητα επιβάλλεται από άλλες διατάξεις.

(Άρθρο 7α)

## 5. Δημοσιότητα

Η δημοσιότητα πραγματοποιείται:

- α) Με καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών<sup>47</sup> που τηρείται από την υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου της Νομαρχίας όπου έχει την έδρα της η εταιρία.
- β) Με τη δημοσίευση, με επιμέλεια της αρμόδιας υπηρεσίας και με δαπάνες της ενδιαφερόμενης εταιρίας, στο τεύχος Ανωνύμων Εταιριών (Α.Ε.) και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.) της Εφημερίδας της Κυβέρνησης, ανακοίνωσης για την καταχώρηση στο οικείο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών των πράξεων και στοιχείων που

<sup>47</sup> Το Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών αποτελείται από:

- α. Το βιβλίο Μητρώου Ανωνύμων Εταιριών.
- β. Τη μερίδα της κάθε εταιρίας.
- γ. Το φάκελο της εταιρίας.
- δ. Το ευρετήριο των εταιριών.

Οι εταιρίες που καταχωρούνται αριθμούνται και ο αριθμός καταχώρησης, που αποτελεί τον Αριθμό Μητρώου της εταιρίας, αναγράφεται στο φάκελο και τη μερίδα της εταιρίας. Ο Αριθμός Μητρώου της εταιρίας δεν μπορεί να δοθεί σε άλλη εταιρία ακόμα και μετά τη λήξη της.

Εάν πρόκειται για εταιρίες που έχουν μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. το Μητρώο που προβλέπεται τηρείται στην αρμόδια Κεντρική Υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου.

υποβάλλονται σε δημοσιότητα (οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται τουλάχιστον 20 ημέρες πριν την Γ.Σ.).

Στη μερίδα της εταιρίας καταχωρούνται οι πράξεις και τα στοιχεία που αναφέρονται στο κεφάλαιο "ΠΡΑΞΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΥΠΟΒΑΛΛΟΝΤΑΙ ΣΕ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ".

Στο φάκελο της εταιρίας τηρούνται όλα τα έγγραφα που καταχωρούνται στη μερίδα της.

Το Δ.Σ. της εταιρίας είναι υπεύθυνο για την υποβολή στην αρμόδια υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου των αποφάσεων αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου για τις οποίες απαιτείται δημοσιότητα .

Μετά από αίτηση κάθε ενδιαφερόμενου παραδίδονται ή στέλνονται αντίγραφα των στοιχείων ή πράξεων που υποβάλλονται σε δημοσιότητα και τηρούνται στο φάκελο.

(Άρθρο 7β)

#### **6. Χορήγηση Οικονομικών Καταστάσεων στους Μετόχους**

Δέκα ημέρες πριν την Τακτική Γ.Σ. κάθε μέτοχος μπορεί να πάρει από την εταιρία τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της καθώς και τις εκθέσεις του Δ.Σ. και των Ελεγκτών. Σαρανταοκτώ ώρες πριν από κάθε Γ.Σ. πρέπει να τοιχοκολλάται σε εμφανή θέση του καταστήματος της εταιρίας πίνακας αυτών που έχουν δικαίωμα ψήφου σ' αυτήν την Γ.Σ. μετόχων με ένδειξη των τυχόν αντιπροσώπων αυτών, του αριθμού των μετοχών και ψήφων καθώς και των διευθύνσεων των μετόχων και των αντιπροσώπων αυτών.

(Άρθρο 27)

## **7. Κατάθεση Μετοχών για Συμμετοχή σε Γενική Συνέλευση**

Για να μετέχει μέτοχος στην Γ.Σ. πρέπει να καταθέσει τις μετοχές του στο Ταμείο της εταιρίας ή στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή σε οποιαδήποτε ανώνυμη τραπεζική εταιρία, στην Ελλάδα, πέντε τουλάχιστον ημέρες πριν την ορισθείσα ημερομηνία για τη συνεδρίαση της συνέλευσης.

Το Καταστατικό μπορεί να ορίζει και άλλα πρόσωπα και τραπεζίτες στο εξωτερικό όπου είναι δυνατή η κατάθεση των μετοχών.

Μέτοχοι που δε συμμορφώθηκαν με τα παραπάνω μετέχουν στην Γ.Σ. μόνο με άδειά της.

Το Δ.Σ. έχει υποχρέωση να καταχωρήσει στον πίνακα αυτούς που έχουν δικαίωμα ψήφου κατά την Γ.Σ. των μετόχων, δηλαδή, όλους τους μετόχους που συμμορφώθηκαν προς τα παραπάνω.

**(Άρθρο 28)**

## **8. Δικαίωμα Ψήφου από Μετοχές**

Κάθε μετοχή παρέχει το δικαίωμα ψήφου. Όλα τα δικαιώματα από μετοχές που έχουν οι μέτοχοι είναι, υποχρεωτικά, ανάλογα προς το ποσοστό του Μετοχικού Κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει η μετοχή.

**(Άρθρο 30)**

## **9. Το Δικαίωμα Προτίμησης των Παλαιών Μετόχων**

Σε κάθε περίπτωση αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου που δε γίνεται με εισφορά σε είδος ή έκδοσης ομολογιών με δικαίωμα μετατροπής τους σε μετοχές, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης, σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο ή το Ομολογιακό Δάνειο, υπέρ των κατά την εποχή της έκδοσης μετόχων, ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο Μετοχικό Κεφάλαιο.

Μετά το τέλος της προθεσμίας, που όρισε η εταιρία που αποφάσισε την αύξηση, για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, η οποία δε μπορεί να είναι μικρότερη από ένα μήνα, οι μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί, σύμφωνα με τα παραπάνω, διατίθενται ελεύθερα από το Δ.Σ. της εταιρίας.

Η πρόσκληση για άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, όπου πρέπει να μνημονεύεται και η προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να ασκηθεί αυτό το δικαίωμα, δημοσιεύεται στο τεύχος Ανωνύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβέρνησης.

Εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση όπου όλες οι μετοχές της εταιρίας είναι ονομαστικές. Τότε η πρόσκληση για άσκηση του δικαιώματος προτίμησης είναι δυνατό να γίνεται με συστημένες επιστολές που θα στέλνονται στους μετόχους.

Το παραπάνω δικαίωμα προτίμησης μπορεί να περιοριστεί ή να καταργηθεί με απόφαση της Γ.Σ. όπου πρέπει να αντιπροσωπεύονται τα 2/3 του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

Όταν δε συντελείται τέτοια απαρτία η Γ.Σ. προσκαλείται εκ νέου και βρίσκεται σε απαρτία όταν εκπροσωπείται το 1/2 του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου. Κατ' εξαίρεση, μπορεί να ληφθεί με πλειοψηφία των 2/3 των ψήφων που εκπροσωπούνται στη Συνέλευση.

Για να ληφθεί τέτοια απόφαση, το Δ.Σ. είναι υποχρεωμένο να υποβάλει στην Γ.Σ. γραπτή έκθεση που θα αναφέρει τους λόγους που επιβάλλουν τον περιορισμό ή την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης και θα δικαιολογεί την τιμή που προτείνεται για την έκδοση των νέων μετοχών. Η απόφαση της Γ.Σ. υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που αναφέρονται παραπάνω.

Δεν υπάρχει αποκλεισμός από το δικαίωμα προτίμησης, των παλαιών μετόχων, σύμφωνα με την έννοια που αναφέρθηκε πιο πάνω όταν οι μετοχές αναλαμβάνονται από Τράπεζες ή από άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς για να προσφερθούν στους παλαιούς μετόχους.

Αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετόχων, κάθε απόφαση της Γ.Σ. που αφορά την αύξηση του κεφαλαίου καθώς και η απόφαση για παροχή εξουσίας στο Δ.Σ. για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου απαιτεί έγκριση της κατηγορίας ή των κατηγοριών μετόχων που τα δικαιώματά τους θίγονται από τις αποφάσεις αυτές.

Η έγκριση παρέχεται με απόφαση των μετόχων της κατηγορίας που θίγεται και λαμβάνεται σε ιδιαίτερη συνέλευση με τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που αναφέρθηκαν παραπάνω. Για τη σύγκληση αυτής της συνέλευσης, τη συμμετοχή σ' αυτήν, την παροχή πληροφοριών, την αναβολή λήψης αποφάσεων, την ψηφοφορία, καθώς και την ακύρωση των αποφάσεων της εφαρμόζονται αναλόγως οι σχετικές διατάξεις για την Γ.Σ. των μετόχων.

(Άρθρα 13, 29, 31)

#### **10. *Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου χωρίς Τροποποίηση Καταστατικού***

- α) Το Καταστατικό μπορεί να ορίζει, ή με απόφαση της Γ.Σ. είναι δυνατό να οριστεί, ότι κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας ή μέσα σε πέντε έτη από τη σχετική απόφαση της Γ.Σ., το Δ.Σ. έχει δικαίωμα, με απόφαση που λαμβάνεται με πλειοψηφία των 2/3 του συνόλου των μελών του, να αυξάνει το Μετοχικό Κεφάλαιο με την έκδοση νέων μετοχών. Το ποσό των αυξήσεων δεν μπορεί να υπερβεί το ποσό του Μετοχικού

Κεφαλαίου που έχει ήδη καταβληθεί αρχικά ή του Μετοχικού Κεφαλαίου που έχει καταβληθεί κατά την ημερομηνία λήψης της σχετικής απόφασης από την Γ.Σ. Η πιο πάνω εξουσία του Δ.Σ. μπορεί να ανανεώνεται από την Γ.Σ. για χρονικό διάστημα που δεν υπερβαίνει τα πέντε έτη για κάθε ανανέωση.

- β) Το Καταστατικό μπορεί επίσης να ορίζει ότι η Γ.Σ. έχει δικαίωμα, με απόφασή της που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία των ψήφων που εκπροσωπούνται σ' αυτή, να αυξάνει συνολικά ή εν μέρει το εταιρικό κεφάλαιο με έκδοση νέων μετοχών μέχρι του τετραπλάσιου του αρχικά καταβεβλημένου κεφαλαίου ή του διπλάσιου από την έγκριση σχετικής τροποποίησης του Καταστατικού.

Οι αυξήσεις που αποφασίζονται με τους παραπάνω τρόπους δεν αποτελούν τροποποίηση Καταστατικού.

**(Άρθρο 13)**

#### **11. *Μερική Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου***

Αν η κάλυψη του ποσού της αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου δεν είναι πλήρης, το Μετοχικό Κεφάλαιο αυξάνεται μέχρι το ποσό της κάλυψης, μόνο εφόσον στην απόφαση για αύξηση προβλέπεται ρητά αυτή η δυνατότητα.

Πρέπει να ακολουθήσει απόφαση για τροποποίηση του Καταστατικού απ' όπου θα φαίνεται το ποσό της αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου που καλύφθηκε.

Τα παραπάνω δεν έχουν εφαρμογή στις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που δεν αποτελούν τροποποίηση του Καταστατικού (αυξήσεις που αποφασίζουν το Δ.Σ. ή η Γ.Σ. βάσει του Καταστατικού).

**(Άρθρο 13α)**

## **12. Διοικητικό Συμβούλιο**

Το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) είναι αρμόδιο να αποφασίζει κάθε πράξη που αφορά τη διοίκηση της εταιρίας, τη διαχείριση της περιουσίας αυτής και γενικά την επιδίωξη του σκοπού της εταιρίας.

Πρέπει να συνεδριάζει τουλάχιστον μία φορά το μήνα στην έδρα της εταιρίας εκτός αν ορίζει το Καταστατικό άλλο τόπο συνεδρίασης. Βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα όταν παρευρίσκονται ή αντιπροσωπεύονται σ' αυτό τουλάχιστον το μισό ( $1/2$ ) συν ένα (+1) των συμβούλων, ποτέ όμως ο αριθμός των παρόντων συμβούλων δεν μπορεί να είναι μικρότερος των τριών (3). Οι αποφάσεις λαμβάνονται έγκυρα με απόλυτη πλειοψηφία των μελών που παρευρίσκονται ή αντιπροσωπεύονται. Κάθε σύμβουλος μπορεί να αντιπροσωπεύσει έγκυρα μόνον έναν (1) άλλο σύμβουλο.

**(Άρθρα 21, 22)**

## **13. Σύγκληση Γενικής Συνέλευσης & Δημοσίευση Πρόσκλησης**

Η Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) συνεδριάζει υποχρεωτικά στην έδρα της εταιρίας τουλάχιστον μια φορά σε κάθε εταιρική χρήση και εντός έξι το πολύ μηνών από τη λήξη της χρήσης αυτής.

Η Γ.Σ., εξαίρεση αποτελούν οι επαναληπτικές συνελεύσεις και αυτές που εξομοιώνονται με αυτές, πρέπει να καλείται είκοσι (20) τουλάχιστον ημέρες πριν την οριζόμενη ημερομηνία γι' αυτή (υπολογίζονται και οι μη εργάσιμες ημέρες). Η ημέρα της δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γ.Σ. και η ημέρα της συνεδρίασης δεν υπολογίζονται.

Η πρόσκληση της Γ.Σ., που περιλαμβάνει τουλάχιστον το κτίριο, τη χρονολογία και την ώρα της συνεδρίασης καθώς και τα θέματα της

ημερήσιας διάταξης με σαφήνεια, τοιχοκολλάται σε εμφανή θέση του καταστήματος της εταιρίας και δημοσιεύεται:

- α) Στο τεύχος Ανωνύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβέρνησης
- β) Σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα που εκδίδεται στην Αθήνα και κατά την κρίση του Δ.Σ. έχει ευρύτερη κυκλοφορία σε ολόκληρη τη χώρα που επιλέγεται από τον κατάλογο εφημερίδων του άρθρου 3 του Ν.Δ. 3757/57.
- γ) Σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα από εκείνες που:
  - i. Εκδίδονται χωρίς διακοπή, κάθε ημέρα, τουλάχιστον από τρία χρόνια.
  - ii. Έχουν κυκλοφορία τουλάχιστον 5.000 φύλλα την ημέρα.

Για τις οικονομικές εφημερίδες που θα έχουν τη δυνατότητα να δημοσιεύουν προσκλήσεις, θα αποφασίζει στην αρχή κάθε έτους ο Υπουργός Εμπορίου, κρίνοντας για το οικονομολογικό περιεχόμενο των εφημερίδων αυτών και έπειτα από έγγραφη βεβαίωση του Υπουργείου Προεδρίας της Κυβέρνησης για την ύπαρξη των προϋποθέσεων των παραπάνω υποπεριπτώσεων i και ii.

Αν η εταιρία δεν εδρεύει στην περιοχή του Δήμου Αθηνών η πρόσκληση πρέπει να δημοσιεύεται και σε μια ημερήσια ή εβδομαδιαία εφημερίδα, από εκείνες που τυχόν εκδίδονται στην περιοχή της έδρας της και σε περίπτωση που δεν εκδίδεται εφημερίδα στην περιοχή αυτή, σε μια από τις εφημερίδες που εκδίδονται στην πρωτεύουσα του Νομού όπου η εταιρία έχει την έδρα της.

Οι ελληνικές Α.Ε. υποχρεούνται να υποβάλλουν στο Υπουργείο Εμπορίου είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν κάθε Γ.Σ. των μετόχων επικυρωμένο



αντίγραφο της ημερήσιας διάταξης με επεξηγηματική έκθεση των θεμάτων που αναγράφονται σ' αυτή και ένα αντίτυπο των φύλλων των εφημερίδων όπου αυτή δημοσιεύτηκε.

Η πρόσκληση επαναληπτικών Γ.Σ. ανακοινώνεται όπως αναφέρεται παραπάνω δέκα τουλάχιστον ημέρες πριν τη σύγκλησή της.

Οι Α.Ε. υποχρεούνται μετά από κάθε Γ.Σ. των μετόχων τους να υποβάλλουν στο Υπουργείο Εμπορίου μέσα σε είκοσι ημέρες επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών της.

Οι υποχρεώσεις που αναφέρονται παραπάνω αφορούν και τις Γ.Σ. των Α.Ε. που συγκαλούνται κατά τη διάρκεια της εκκαθάρισης.

**(Άρθρα 25, 26, 26α)**

#### **14. *Απαρτία Γενικής Συνέλευσης***

- α) Η Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα στα θέματα της ημερήσιας διάταξης, όταν παρευρίσκονται σε αυτή μέτοχοι που εκπροσωπούν το 1/5 τουλάχιστον του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.
- β) Αν δεν επιτευχθεί αυτή η απαρτία, η Γ.Σ. συγκαλείται και πάλι μέσα σε είκοσι ημέρες από την ημερομηνία της συνεδρίασης που ματαιώθηκε (η πρόσκληση γίνεται δέκα τουλάχιστον ημέρες πριν). Η Α' επαναληπτική αυτή συνεδρίαση της Γ.Σ. βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα σε θέματα της αρχικής ημερήσιας διάταξης οποιοδήποτε και αν είναι το τμήμα του καταβεβλημένου κεφαλαίου που εκπροσωπείται σ' αυτήν.
- γ) Εξαίρεση, όμως, αποτελούν αποφάσεις που αφορούν τη μεταβολή της εθνικότητας της εταιρίας, τη μεταβολή του αντικειμένου της

επιχείρησης, την αύξηση των υποχρεώσεων των μετόχων, την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου που δεν προβλέπεται από το Καταστατικό (σύμφωνα με το άρθρο 13), τη μείωση του Μετοχικού Κεφαλαίου, την έκδοση ομολογιακού δανείου, τη μεταβολή του τρόπου διάθεσης των κερδών, τη συγχώνευση, την παράταση της διάρκειας ή διάλυσης της εταιρίας.

Στις περιπτώσεις αυτές η Γ.Σ. βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα σε θέματα της ημερήσιας διάταξης όταν παρευρίσκονται ή αντιπροσωπεύονται σ' αυτή μέτοχοι που εκπροσωπούν τα 2/3 του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου.

- δ) Αν δεν επιτευχθεί τέτοια απαρτία, η Γ.Σ. συγκαλείται και πάλι και συνεδριάζει σύμφωνα με όσα αναφέρονται στην παραγρ. 2 παραπάνω, βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα σε θέματα της αρχικής ημερήσιας διάταξης, όταν εκπροσωπείται σ' αυτήν το 1/2 τουλάχιστον του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου.
- ε) Αν δεν επιτευχθεί και αυτή η απαρτία η Γ.Σ. συγκαλείται ξανά (Β' επαναληπτική Γ.Σ.) με την παραπάνω διαδικασία και βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα στα θέματα της αρχικής ημερήσιας διάταξης, όταν εκπροσωπείται σ' αυτήν το 1/3 τουλάχιστον του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

Το Καταστατικό μπορεί να ορίσει και άλλες αποφάσεις για τη λήψη των οποίων να απαιτείται η απαρτία που αναφέρεται στις παραγράφους (γ) και (δ) και η πλειοψηφία που θα δούμε στη συνέχεια.

**(Άρθρο 29)**

## **15. Λήψη Αποφάσεων Γενικής Συνέλευσης**

Οι αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης λαμβάνονται κατά απόλυτη πλειοψηφία των ψήφων που εκπροσωπούνται σ' αυτήν.

Εξαιρέση αποτελούν οι αποφάσεις που αναφέρονται σε μεταβολή της εθνικότητας της εταιρίας, σε μεταβολή του αντικειμένου της επιχείρησης, σε αύξηση των υποχρεώσεων των μετόχων, σε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου που δεν προβλέπεται από το Καταστατικό, σε μείωση του Μετοχικού Κεφαλαίου, σε έκδοση δανείου με ομολογίες, σε μεταβολή του τρόπου διάθεσης των κερδών, σε συγχώνευση, παράταση της διάρκειας ή διάλυση της εταιρίας και οι οποίες λαμβάνονται, με πλειοψηφία των 2/3 των ψήφων που εκπροσωπούνται στη Συνέλευση.

Το Καταστατικό μπορεί να ορίσει ότι για ορισμένες από τις αποφάσεις που αναφέρονται παραπάνω απαιτείται μικρότερο ποσοστό από αυτά που αναφέρονται στην παραγρ. "ΑΠΑΡΤΙΑ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ" και της προηγούμενης παραγράφου.

**(Άρθρο 31)**

## **B.2. ΠΡΟΕΔΡΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ 348/1985**

Καθορίζει τους όρους κατάρτισης, ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου (PROSPECTUS) που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή μετοχών ή ομολογιών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).

Η δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου αποτελεί προϋπόθεση εισαγωγής των μετοχών μιας Α.Ε. στο Χ.Α.Α. είτε έχει μετοχές ήδη εισηγμένες είτε κάνει αίτηση για εισαγωγή των μετοχών της για πρώτη φορά.

Περιέχει τα στοιχεία που είναι απαραίτητα στους επενδυτές για να αξιολογήσουν την περιουσία, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές του εκδότη των μετοχών όπως και τα δικαιώματα που είναι ενσωματωμένα σ' αυτές τις μετοχές.

Τέλος, το Π.Δ. δίνει λεπτομερείς οδηγίες για το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου καθώς και υπόδειγμά του.

## **B.3. ΠΡΟΕΔΡΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ 350/1985**

Το Π.Δ.350/1985 καθορίζει τις προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών και ομολογιών στο Χ.Α.Α. και τις υποχρεώσεις των εκδοτών των μετοχών και ομολογιών που είναι ήδη εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Επίσης, αναφέρεται στο ρόλο και τις υποχρεώσεις του ανάδοχου έκδοσης μετοχών (underwriter).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ) ΤΩΝ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ (ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990)

Στο Κεφάλαιο που ακολουθεί αποτυπώνονται σε Πίνακες Συχνοτήτων οι μέθοδοι αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα την περίοδο 1981-1990 από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Όλα τα στοιχεία προέρχονται από τις εκδόσεις<sup>48</sup> του Χ.Α.Α.

Πρέπει να τονίσουμε ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις αύξησαν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο χρησιμοποιώντας συνδυασμό μεθόδων. Δηλαδή υπήρξαν περιπτώσεις όπου εταιρίες έκαναν ταυτόχρονα πραγματική και λογιστική - "εικονική" αύξηση (κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, υπεραξίας παγίων, χρεών), καθώς και περιπτώσεις όπου εταιρίες συνδύασαν μορφές λογιστικής - "εικονικής" αύξησης, δηλαδή, έκαναν ταυτόχρονα κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων και κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή κερδών.

Η δυσκολία παρουσίασης τέτοιων σύνθετων γεγονότων μας οδήγησε στην απόφαση να καταγράψουμε χωριστά κάθε είδος αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Οι επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν ταυτόχρονα πραγματική και λογιστική - "εικονική" αύξηση θα περιλαμβάνονται στους αντίστοιχους Πίνακες στους οποίους η κάθε μέθοδος αναφέρει τον αριθμό

---

<sup>48</sup> "Ετήσια Στατιστικά Δελτία" [1981] έως [1990] και "Ετήσια Εκδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών" [1991].

των εταιριών που τη χρησιμοποίησαν για να αυξήσουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο ανεξάρτητα αν χρησιμοποίησαν ταυτόχρονα και κάποιες άλλες μεθόδους.

### **3.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Ο Πίνακας 3.1 "Ετήσιος Αριθμός Εταιριών που αύξησαν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο στην Περίοδο 1981-1990" παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό εταιριών που έκαναν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Στο διάστημα που εξετάζουμε κάθε εταιρία περιλαμβάνεται μόνο μια φορά ανά έτος έστω και αν έχει κάνει περισσότερες από μια αυξήσεις μέσα στον ίδιο χρόνο. Εδώ περιλαμβάνεται κάθε είδος αύξησης (πραγματική και λογιστική - "εικονική") που έκαναν οι επιχειρήσεις. Το 1989 και 1990 παρατηρείται έντονη αύξηση των εταιριών που απευθύνθηκαν στο Χ.Α.Α. για νέα κεφάλαια. Σημειώνουμε ότι ο μεγάλος αριθμός εταιριών που εμφανίζεται κατά τα έτη 1982, 1983, 1987 και 1988 αντιπροσωπεύει, κατά το μεγαλύτερο μέρος, αυξήσεις που έγιναν με κεφαλαιοποίηση παγίων και όχι με καταβολή μετρητών.

Ο Πίνακας 3.2 "Σύνολο Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου στην Περίοδο 1981-1990" παραθέτει όλες τις αυξήσεις (πραγματικές και λογιστικές - "εικονικές") που έγιναν στο διάστημα των 10 ετών (1981-1990). Αν μια εταιρία έχει κάνει μέσα στον ίδιο χρόνο δύο αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου τότε περιλαμβάνονται και οι δύο, κ.ο.κ. Συγκρίνοντας του αντίστοιχους αριθμούς των Πινάκων 3.1. και 3.2 παρατηρούμε ότι υπάρχουν εταιρίες που έκαναν περισσότερες από μια αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου στο ίδιο έτος (1982, 1983, κ.α.).

Ο Πίνακας 3.3 "Πραγματικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης στην Περίοδο 1981-1990" δείχνει πώς

κατανέμονται οι 110 πραγματικές (με καταβολή μετρητών) αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που έγιναν με τη χρήση δικαιωμάτων στην περίοδο που εξετάζουμε. Οι εταιρίες που παρουσιάζονται εδώ έχουν οπωσδήποτε κάνει τουλάχιστον πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, όμως, ενδέχεται να έχουν κάνει ταυτόχρονα και λογιστική - "εικονική" αύξηση. Η κατάταξη των επιχειρήσεων έγινε με βάση το έτος κατά το οποίο άντλησαν τα κεφάλαιά τους από την αγορά και όχι με βάση την ημερομηνία της Γ.Σ. που αποφάσισε την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου. Από τον Πίνακα παρατηρούμε ότι ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών που άντλησαν κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου (άμεση χρηματοδότηση με έκδοση νέων μετοχών) είναι πολύ μικρός<sup>49</sup>. Αν λάβουμε υπόψη μας και το γεγονός ότι οι εκδόσεις ομολογιακών δανείων την ίδια περίοδο ήταν ελάχιστες<sup>50</sup> μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι επιχειρήσεις κάλυπταν τις ανάγκες τους σε κεφάλαια με τραπεζικό δανεισμό<sup>51</sup> (έμμεση χρηματοδότηση).

Στις προηγμένες οικονομίες έχουν αναπτυχθεί τόσο η άμεση όσο και η έμμεση χρηματοδότηση ενώ στην Ελλάδα παραδοσιακά έχει δοθεί μεγαλύτερη προτεραιότητα στην έμμεση μορφή χρηματοδότησης.

Ο Παπαϊωάννου [1986] αναφέρει ότι η έμμεση χρηματοδότηση ενδείκνυται σε οικονομίες όπου η κατά κεφαλή αποταμίευση είναι μικρή, οι αποταμιευτές δεν έχουν την ικανότητα να αξιολογούν ορθολογικά τους χρηματοδοτικούς τίτλους, οι πληροφορίες είναι ελλιπείς και οι αγορές κεφαλαίων δεν παρουσιάζουν ρευστότητα και ομαλότητα. Δεν είναι περίεργο λοιπόν που η Ελλάδα ακολούθησε αυτό το δρόμο στην οργάνωση

<sup>49</sup> Κατά μέσο όρο οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες το διάστημα 1981-1990 ήταν 118, με μικρότερο αριθμό εταιριών το 1981 (111 επιχειρήσεις) και μεγαλύτερο το 1990 (145 επιχειρήσεις). Δηλαδή, κατά μέσο όρο, κάθε χρόνο λιγότερο από 8% των εταιριών αναζήτησαν κεφάλαια στο Χρηματιστήριο.

<sup>50</sup> Μέχρι και το 1989 έχει καταγραφεί ένα ομολογιακό δάνειο από εταιρία εισηγμένη στο Χ.Α.Α. ενώ το 1990 πέντε εταιρίες έκαναν έκδοση ομολογιακών δανείων.

<sup>51</sup> Τον τραπεζικό δανεισμό σαν κύρια πηγή κεφαλαίων των επιχειρήσεων στην Ελλάδα επιβεβαιώνουν ο Παπαϊωάννου [1986] και Psilos [1964].

του χρηματοδοτικού της συστήματος. Αυτό όμως που τη διαφοροποίησε είναι η αποκλειστικότητα που δόθηκε στις εμπορικές Τράπεζες να καταναείμουν τους πόρους της οικονομίας στους χρήστες αυτών. Σ' ένα αυστηρό περιβάλλον ρυθμίσεων και κανονισμών που αφορούν την κατανομή και το μέγεθος των κεφαλαίων καθώς και τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων, ο τομέας της άμεσης χρηματοδότησης δεν αναπτύχθηκε αλλά και οι διαμεσολαβητικές μονάδες δεν ήταν δυνατό να εξελιχθούν σύμφωνα με τις επιδιώξεις των πιστωτικών αρχών<sup>52</sup>.

Η οργάνωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος γύρω από τις εμπορικές Τράπεζες είχε σαν αποτέλεσμα την ανυπαρξία ορισμένων τύπων πιστωτικών ιδρυμάτων και την εξαρτημένη λειτουργία άλλων, την περιορισμένη ποικιλία χρηματοδοτικών τίτλων (σε τέτοιους συνδυασμούς απόδοσης και κινδύνου που δεν ανταποκρίνονται απόλυτα στις προτιμήσεις και ανάγκες των αποταμιευτών) και την υπολειτουργία των άμεσων αγορών. Γι' αυτούς που είχαν ανάγκη από κεφάλαια το αποτέλεσμα ήταν να βρεθούν αντιμέτωποι με πολλούς περιορισμούς και αυστηρά κριτήρια στην παροχή πιστώσεων<sup>53</sup>.

Βλέπουμε δηλαδή ότι η δομή και η λειτουργία της έμμεσης χρηματοδότησης επηρέασε το βαθμό ικανοποίησης τόσο των αναγκών των αποταμιευτών όσο και των επενδυτών και συνέβαλαν στην καθυστέρηση της ανάπτυξης της άμεσης χρηματοδότησης στην Ελλάδα.

Ομως, οι διαστρεβλώσεις στην δομή του χρηματοδοτικού τομέα και η χρησιμοποίηση του τραπεζικού δανεισμού, πολλές φορές σαν κύρια πηγή χρηματοδότησης (αντί της άμεσης χρηματοδότησης που κυρίως μας

---

<sup>52</sup> Για τη δύναμη και την προνομιακή θέση των Τραπεζών βλέπε Psilos [1964] και Παπαϊωάννου [1986].

<sup>53</sup> Βλέπε Παπαϊωάννου [1986].



ενδιαφέρει), δεν αποτελούν αντικείμενο μελέτης σ' αυτήν την εργασία και δε θα γίνει λεπτομερής αναφορά στις αιτίες που αυτό συμβαίνει.

Αναφέρουμε μόνο ότι οι διαμεσολαβητικές μονάδες αν και έχουν τη δυνατότητα να κινητοποιήσουν τεράστια κεφάλαια προς τους τελικούς επενδυτές, ταυτόχρονα έχουν και αντικειμενικούς περιορισμούς όπως, ένα ελάχιστο λειτουργικό κόστος, κανόνες που πρέπει να ακολουθήσουν και συγκεκριμένους επιχειρηματικούς στόχους, κάνοντας αδύνατη την ικανοποίηση όλων των ελλειμματικών μονάδων και την ύπαρξη της άμεσης χρηματοδότησης αναπόφευκτη<sup>54</sup>.

Ο Πίνακας 3.4 "Πραγματικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά Κλάδο Δραστηριότητας στην Περίοδο 1981-1990" δείχνει πώς κατανέμονται οι 110 πραγματικές αυξήσεις του Πίνακα 3.3 κατά κλάδο δραστηριότητας. Παρατηρούμε ότι από τις αυξήσεις αυτές το 40% (45 αυξήσεις) έγιναν από εταιρίες που ανήκουν στους τρεις πρώτους κλάδους (Τράπεζες, Ασφάλειες-Εταιρίες Επενδύσεων, Εταιρίες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης) που θα αποκαλούνται "Τραπεζικός" κλάδος. Το υπόλοιπο 60% κατανέμεται στους άλλους 13 κλάδους όπου ποσοστό 29% αντιπροσωπεύουν εταιρίες που ανήκουν στην "Κλωστοϋφαντουργία" και τις "Διάφορες Εταιρίες".

Ο Πίνακας 3.5 "Λογιστικές - "Εικονικές" Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση (κερδών, αποθεματικών, υπεραξίας παγίων, χρεών) στην Περίοδο 1981-1990" παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό αυξήσεων ανά είδος κεφαλαιοποίησης (κερδών, αποθεματικών, υπεραξίας παγίων και χρεών). Διαπιστώνεται ότι τα έτη που έγιναν οι αναπροσαρμογές παγίων κάποιες εταιρίες έκαναν λογιστική - "εικονική" αύξηση ταυτόχρονα και με άλλη

---

<sup>54</sup> Για τα αίτια και αποτελέσματα αυτής της τάσης βλέπε Παπαϊωάννου [1986] και Psikos [1964].

μέθοδο. Οι Νόμοι<sup>55</sup>, που εκδίδονται για το σκοπό αυτό και επιβάλλουν την αναπροσαρμογή στις επιχειρήσεις, ορίζουν χρονικά περιθώρια μέσα στα οποία πρέπει να έχουν πραγματοποιηθεί, γεγονός που εξηγεί γιατί οι αναπροσαρμογές δε συνέβησαν στο ίδιο έτος. Επίσης παρατηρούμε ότι ο αριθμός των εταιριών που αύξησαν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο με αναπροσαρμογή είναι μικρότερος από τον αριθμό των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών δηλαδή, δεν έκαναν αύξηση όλες οι εταιρίες. Εδώ δεν περιλαμβάνονται οι επενδυτικές εταιρίες, οι επιχειρήσεις που τα πάγια τους έχουν αποκτηθεί πρόσφατα αλλά και όσες δεν είχαν θετικό υπόλοιπο για κεφαλαιοποίηση<sup>56</sup>. Σημειώνουμε ότι εδώ αναφέρονται όλες οι λογιστικές - "εικονικές" αυξήσεις ανεξάρτητα αν υλοποιήθηκαν με έκδοση νέων μετοχών ή με μεταβολή της ονομαστικής αξίας ή με συνδυασμό και των δύο<sup>57</sup>.

Ο Πίνακας 3.6 "Κεφάλαια που άντλήθηκαν με Έκδοση Νέων Μετοχών στην Περίοδο 1981-1990" παρουσιάζει τα κεφάλαια που άντλησαν οι επιχειρήσεις ανά έτος πουλώντας νέες μετοχές (δηλαδή: Τιμή Διάθεσης x Αριθμός Μετοχών). Βλέπουμε έτσι την όλο και μεγαλύτερη σημασία της άμεσης αγοράς σαν πηγή άντλησης κεφαλαίων για χρηματοδότηση. Η ύπαρξη πληθωρισμού κάνει δύσκολη τη σύγκριση των ετήσιων στοιχείων σε τρέχουσες τιμές. Η στήλη "Δραχμές σε τιμές 1982 (1982 = 100)"

<sup>55</sup> Βλέπε Ν.1249/1982, Π.Δ. Ε.2665/1988 και Ν.2065/1992 για την κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων.

<sup>56</sup> Οι Νόμοι 1249/1982 άρθρο 13, Ε.2665/1988 άρθρο 4 και 2065/1992 άρθρο 23 αναφέρουν:

α) Από την υπεραξία που προκύπτει με βάση την αναπροσαρμογή της αξίας αφαιρείται το χρεωστικό υπόλοιπο του λογαριασμού "Κέρδη και ζημιές".

β) Το υπόλοιπο ποσό υπεραξίας που απομένει κεφαλαιοποιείται.

Δηλαδή, είναι ενδεχόμενο σε μερικές εταιρίες να μην προκύψει θετικό υπόλοιπο για κεφαλαιοποίηση.

<sup>57</sup> Τα στοιχεία των Πινάκων 3.3 και 3.5 δεν αθροίζουν τον Πίνακα 3.2. Όπως αναφέρουμε, κάθε είδος αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου παρουσιάζεται χωριστά. Αν για παράδειγμα η εταιρία "Α" έκανε ταυτόχρονα πραγματική και λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου θα συμπεριληφθεί και στον Πίνακα 3.3 και στον Πίνακα 3.5 (δηλαδή δύο φορές). Ο Πίνακας 3.2 αναφέρει κάθε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ανεξάρτητα από τη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε (στο παράδειγμά μας η εταιρία "Α" θα συμπεριληφθεί μόνο μία φορά).

παρουσιάζει τα ποσά της προηγούμενης στήλης σε τιμές 1982<sup>58</sup>. Διαπιστώνουμε ότι και σε σταθερές τιμές τα κεφάλαια που άντλησαν οι επιχειρήσεις αυξήθηκαν. Η τέταρτη στήλη παρουσιάζει ετήσια αποπληθωρισμένα κεφάλαια σαν ποσοστό επί του συνόλου των κεφαλαίων της περιόδου 1981-1990. Παρατηρούμε ότι το 61,59% των κεφαλαίων, σε πραγματικές τιμές, αντλήθηκαν το 1990.

Ο Πίνακας 3.7 "Κεφάλαια σε Σταθερές Τιμές (1982=100) που αντλήθηκαν ανά Εταιρία στην Περίοδο 1981-1990" παρουσιάζει τα κεφάλαια που αντλήθηκαν ανά αύξηση σε σταθερές τιμές. Τα στοιχεία προέρχονται από τη διαίρεση των αντίστοιχων στοιχείων των Πινάκων 3.6 και 3.3 (δηλαδή: Αποπληθωρισμένες δραχμές/Αριθμός Αυξήσεων). Εύκολα διαπιστώνουμε ότι τα κεφάλαια του 1990 αυξήθηκαν κατακόρυφα και μόνο το 1983 και το 1989 υπήρξε σημαντική μείωση των κεφαλαίων ανά αύξηση αλλά στα έτη αυτά, όπως είδαμε, έγιναν οι περισσότερες αναπροσαρμογές παγίων .

### 3.2. ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ

Μετά το 1987 παρατηρείται στροφή των επιχειρήσεων προς το Χ.Α.Α. εξαιτίας θεσμικών αλλαγών. Η στροφή αυτή ενισχύθηκε από την έκδοση διαταγμάτων με όρους και προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών και ομολογιών στο Χ.Α.Α. (Π.Δ.350/1985) και την υποχρεωτική έκδοση Ενημερωτικού Δελτίου (prospectus) στην περίπτωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου (Π.Δ.348/1985).

Με τον Ν.1806/1988 μεταβλήθηκε το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας του Χρηματιστηρίου και επήλθαν σημαντικές αλλαγές με σκοπό τον εκσυγχρονισμό της λειτουργίας και την εναρμόνισή του με τα κοινοτικά χρηματιστήρια. Οι κύριες ρυθμίσεις αφορούν στη διοίκηση του Χ.Α.Α., τη

<sup>58</sup> Ο αποπληθωρισμός έγινε χρησιμοποιώντας τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή της ΕΣΥΕ (1982 = 100) από την έκδοση της Τράπεζας της Ελλάδος "Μακροχρόνιες Στατιστικές Σειρές της Ελληνικής Οικονομίας" [1992].

διεύρυνση των χρηματιστών-μελών του (ίδρυση χρηματιστηριακών εταιριών που θα ασχολούνται με σχετικές δραστηριότητες) και τη θέσπιση της Παράλληλης Αγοράς.

Ενα άλλο βήμα εκσυγχρονισμού της χρηματιστηριακής αγοράς έγινε με τη δημιουργία του Αποθετηρίου Τίτλων<sup>59</sup>. Ο θεσμός καθιερώθηκε με τον Ν.1806/1988 και τον Ν.1892/1991 που επέτρεψαν τη λειτουργία του σαν αυτοτελή οργανισμό (λειτουργεί σαν Α.Ε. από 15/9/1991). Η αύξηση του όγκου συναλλαγών επέβαλε την εισαγωγή του θεσμού αυτού που εφαρμόζεται σε όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Η εγκατάσταση του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών το 1992 συντέλεσε στην αποτελεσματικότερη λειτουργία του Χ.Α.Α. Επιπλέον, με τη λειτουργία του νέου συστήματος το Χ.Α.Α. θα έχει τη δυνατότητα να συμμετέχει στην Ευρωλίστα, πρόγραμμα της Ομοσπονδίας Χρηματιστηρίων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, το οποίο επιτρέπει την ταυτόχρονη διαπραγμάτευση μετοχών των μεγαλύτερων ευρωπαϊκών εταιριών σε όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Τέλος, επιτράπηκε η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. μετοχών ναυτικών εταιριών του Ν.959/1979 και θεσμοθετήθηκαν τα Κτηματικά Ομόλογα.

### **3.3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Από τα στοιχεία που παραθέσαμε στους Πίνακες 1 - 7 γίνεται φανερή η ανοδική τάση σε όλα τα μεγέθη μετά το 1987. Βλέπουμε ότι οι πραγματικές αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων, που μας ενδιέφεραν περισσότερο, αυξήθηκαν κατακόρυφα. Ο ετήσιος μέσος αριθμός αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που έγιναν την πρώτη 5ετία (1981-1985) ήταν 4,5 ενώ τη δεύτερη 5ετία (1986-1990) αυξήθηκε σε

---

<sup>59</sup> Βλέπε Τραυλός [1992].

14. Δηλαδή, υπήρξε στροφή των επιχειρήσεων προς την Κεφαλαιαγορά για την εξεύρεση κεφαλαίων.

Στη βελτίωση των μεγεθών συντέλεσαν: η λήψη θεσμικών μέτρων που αφορούν τις επιχειρήσεις, η διαφάνεια των συναλλαγών, η διεύρυνση του χρόνου διαπραγμάτευσης και γενικότερα η εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία του Χρηματιστηρίου όπως επίσης και ο εμπλουτισμός του με νέα προϊόντα. Η συνεκτίμηση όλων των παραπάνω παραγόντων επιτρέπει να αναμένονται ευνοϊκές προοπτικές για το Χ.Α.Α.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1**  
**ΕΤΗΣΙΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΥΞΗΣΑΝ**  
**ΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ</b>
1981	12
1982	42
1983	43
1984	10
1985	7
1986	6
1987	20
1988	21
1989	45
1990	54
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>261</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2**  
**ΣΥΝΟΛΟ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΔΟΣΕΩΝ</b>
1981	13
1982	46
1983	59
1984	10
1985	7
1986	7
1987	21
1988	30
1989	50
1990	71
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>314</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3**  
**ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΔΟΣΕΩΝ
1981	9
1982	6
1983	7
1984	7
1985	4
1986	7
1987	12
1988	12
1989	9
1990	37
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>110</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4**  
**ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	ΣΥΝΟΛΟ
1. ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1		2	1		1	3	4		9	21
2. ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ-ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2	1			3	3	4	2	1	5	21
3. ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΧΡΗΜ/ΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ									1	1	2
4. ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ-ΣΥΓ/ΝΙΕΣ											
5. ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΕΣ		2	2	2		2	1		4	2	15
6. ΧΗΜΙΚΕΣ	1			2			1		2	2	8
7. ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΕΣ	1									2	3
8. ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ			1	1				1			3
9. ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΕΣ	1						1	1	1	4	8
10. ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ		2	1					2		2	7
11. ΑΛΕΥΡΟΠΟΙΗΤΙΚΕΣ	1									3	4
12. ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ										2	2
13. ΨΥΓΕΙΑ											
14. ΧΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ											
15. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	1										1
16. ΔΙΑΦΟΡΕΣ	1	1	1	1	1	1	2	2		5	15
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>37</b>	<b>110</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5**  
**ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ-"ΕΙΚΟΝΙΚΕΣ" ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ**  
**(ΚΕΡΔΩΝ, ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ, ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ, ΧΡΕΩΝ)**  
**ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΕΤΟΣ	ΚΕΡΔΗ	ΑΠΟΘ/ΚΑ	ΥΠΕΡΑΞΙΑ ΠΑΓΙΩΝ	ΧΡΕΗ
1981	1	2		
1982	1	19	39	
1983		18	42	
1984			2	
1985		1	2	
1986	1			
1987		2		6
1988		11	13	3
1989		9	34	2
1990		14	23	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>3</b>	<b>76</b>	<b>155</b>	<b>11</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6**  
**ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΟΥ ΑΝΤΛΗΘΗΚΑΝ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**  
**ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΕΤΟΣ	ΔΡΑΧΜΕΣ	ΔΡΑΧΜΕΣ ΣΕ ΤΙΜΕΣ 1982 (1982 = 100)	ΠΟΣΟΣΤΟ (%)
1981	1.336.571.048	1.616.168.135	2,39
1982	2.292.000.300	2.292.000.300	3,39
1983	669.358.397	556.870.547	0,82
1984	2.855.704.536	2.005.410.489	2,96
1985	2.333.564.256	1.373.492.793	2,03
1986	4.651.517.500	2.225.606.459	3,29
1987	10.064.182.137	4.136.531.910	6,12
1988	26.295.146.207	9.520.328.098	14,08
1989	7.087.589.800	2.256.475.581	3,34
1990	157.581.774.865	41.655.240.514	61,59
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>215.167.409.046</b>	<b>67.638.124.827</b>	<b>100,00</b>



**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7**  
**ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΤΙΜΕΣ (1982=100)**  
**ΠΟΥ ΑΝΤΛΗΘΗΚΑΝ ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>ΔΡΑΧΜΕΣ ΣΕ ΤΙΜΕΣ 1982 (1982 = 100)</b>
1981	179.574.237
1982	382.000.050
1983	79.552.935
1984	286.487.213
1985	343.373.198
1986	317.943.780
1987	344.710.992
1988	793.360.675
1989	250.719.509
1990	1. 125.817. 311
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>4.093.539.900</b>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μιας επιχείρησης μπορεί να επιφέρει αλλαγές στην κεφαλαιακή της διάρθρωση και μέσω αυτής να επηρεάσει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Το Κεφάλαιο που ακολουθεί παρουσιάζει τις πέντε πιο πιθανές θεωρίες που αναφέρονται στους παράγοντες που μια επιχείρηση λαμβάνει υπόψη της όταν επιλέγει την κεφαλαιακή της διάρθρωση και δίνει ιδιαίτερη προσοχή στον τρόπο που επηρεάζεται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής των επιχειρήσεων που αποφασίζουν αύξηση του Μετοχικού τους Κεφαλαίου. Στη σύγχρονη διεθνή βιβλιογραφία ιδιαίτερη θέση στο σχετικό θέμα κατέχει το άρθρο των Modigliani και Miller [1958], ένα από τα σημαντικότερα άρθρα της Χρηματοοικονομικής που δημοσιεύτηκαν ποτέ, πάνω στο οποίο βασίζεται η σύγχρονη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης. Συνεπώς, η συζήτηση των σχετικών θεωριών αρχίζει με μια σύντομη περιγραφή του κλασσικού πλέον άρθρου των Modigliani και Miller.

#### 4.1. Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER

Οι **Modigliani και Miller [1958]** έδειξαν κάτω από ποιές συνθήκες η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αδιάφορη δίνοντας έτσι την κατεύθυνση που θα έπρεπε να ακολουθήσει η μετέπειτα έρευνα.

Στο άρθρο αυτό οι Modigliani και Miller έκαναν τις παρακάτω παραδοχές:

- Ο βαθμός κινδύνου των επιχειρήσεων μπορεί να μετρηθεί και βάσει αυτού να χωριστούν σε κατηγορίες κινδύνου,
- Οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες σχετικά με τα έσοδα των επιχειρήσεων,
- Η Κεφαλαιαγορά είναι τέλεια (δεν υπάρχουν προμήθειες χρηματιστών και όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν με το ίδιο επιτόκιο),
- Οι επιχειρήσεις δανείζονται με το βασικό επιτόκιο (μηδενικός κίνδυνος δανείων),
- Η επιχείρηση έχει βαθμό ανάπτυξης μηδέν και τα έσοδα προ φόρων είναι σταθερά,
- Δεν υπάρχει κόστος πτώχευσης (bankruptcy cost),
- Δεν υπάρχει φορολογία επιχειρήσεων,
- Οι "εντός" και οι "εκτός" των επιχειρήσεων έχουν την ίδια πληροφόρηση δηλαδή δεν υπάρχουν ευκαιρίες από πληροφορίες (no signalling opportunities),
- Τα διευθυντικά στελέχη πάντα μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων, δηλαδή δεν υπάρχει κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost),

και διατύπωσαν τις παρακάτω προτάσεις:

I. *"Η τρέχουσα αξία της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη της κεφαλαιακής της διάρθρωσης"*

δηλαδή, μια επιχείρηση δε μπορεί να μεταβάλει την αξία της (αξία χρεογράφων) απλά με το να επιμερίσει τις ταμειακές ροές της σε διαφορετικά τμήματα (ανά είδος χρεογράφου) και ότι:

II. *"Η αγοραία τιμή μιας μετοχής βρίσκεται κεφαλαιοποιώντας την αναμενόμενη απόδοση με ένα επιτόκιο που διαρκώς μεταβάλλεται"*

δηλαδή, το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων σε μια επιχείρηση που διαθέτει μόχλευση ισούται με το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης που δε διαθέτει μόχλευση αυξημένο κατά ένα ποσοστό για το βαθμό πιστωτικού κινδύνου.

Από τις δύο προτάσεις της θεωρίας των Modigliani και Miller βγαίνει το συμπέρασμα ότι η αύξηση του δανεισμού δε θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης επειδή τα πλεονεκτήματα του φθηνότερου δανεισμού θα εξουδετερωθούν από την αύξηση του κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων. Έτσι, σ' έναν καθεστώς "χωρίς φορολογία", η αξία της επιχείρησης και το ολικό ή μέσο κόστος κεφαλαίου είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Ομως, οι Modigliani και Miller [1963] σε μεταγενέστερη εργασία τους, όταν έλαβαν υπόψη τους την ύπαρξη φορολογίας, διατύπωσαν νέες προτάσεις και παρατήρησαν ότι η ύπαρξη μόχλευσης αυξάνει την αξία μιας εταιρίας επειδή οι τόκοι των δανείων είναι έξοδο που αφαιρείται από τα έσοδα, πριν αυτά φορολογηθούν, κι έτσι μεγαλύτερο μέρος από τα λειτουργικά έσοδα πηγαίνουν στους επενδυτές<sup>60</sup>.

Η αξία μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση  $V_U$  είναι:

$$V_U = \frac{\text{Λειτουργικά Έσοδα} (1 - T)}{k_{SU}}$$

όπου:  $T$  = ο φορολογικός συντελεστής και

$k_{SU}$  = η απαιτούμενη απόδοση για την κατηγορία κινδύνου  $k$

ενώ η αξία μιας επιχείρησης με μόχλευση,  $V_L$ , είναι ίση με την αξία μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση, της ίδιας κατηγορίας κινδύνου, συν (+) την αξία των φορολογικών απαλλαγών (tax shields):

---

<sup>60</sup> Βλέπε Modigliani και Miller [1958], [1963].

$$V_L = V_U + T \times D$$

όπου:  $V_L$  = η αξία επιχείρησης χωρίς μόχλευση

$V_U$  = η αξία επιχείρησης με μόχλευση

$T$  = ο φορολογικός συντελεστής και

$D$  = οι δανειακές υποχρεώσεις

Το σημαντικό εδώ είναι ότι όταν λαμβάνεται υπόψη η φορολογία η αξία της επιχείρησης με μόχλευση ξεπερνά την αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση. Η διαφορά αυτή γίνεται συνεχώς μεγαλύτερη καθώς αυξάνει ο δανεισμός και η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται όταν η χρηματοδότηση γίνεται 100% με δανεισμό<sup>61</sup>.

Οι αρχικές παραδοχές των Modigliani και Miller δεν ισχύουν στην πραγματικότητα. Ειδικότερα, όταν δε λαμβάνονται υπόψη οι παραδοχές αυτές έχουμε μια πιο ορθολογική απεικόνιση των παραγόντων που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις στην επιλογή της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης με κύριο στόχο τον άριστο συνδυασμό κεφαλαίων που μεγιστοποιεί την αξία τους.

Στη συνέχεια εξετάζουμε τις πέντε σημαντικότερες θεωρίες που επηρεάζουν την επίτευξη μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης και αναφέρουμε τις πιθανές επιδράσεις τους στις τιμές των μετοχών όταν η επιχείρηση αποφασίζει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου<sup>62</sup>.

Η πρώτη θεωρία που εξετάζεται είναι η επίδραση της φορολογίας στη διαμόρφωση της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η δεύτερη αναφέρεται στο κόστος πτώχευσης και εξηγεί γιατί οι επιχειρήσεις μπορεί να σταματήσουν να εκδίδουν δανειακά χρεόγραφα πολύ πριν το 100% που προτείνουν οι Modigliani και Miller [1963]. Αν το κόστος πτώχευσης δεν

<sup>61</sup> Βλέπε Modigliani και Miller [1963].

<sup>62</sup> Βλέπε Masulis [1988].

είναι ασήμαντο αποδεικνύεται ότι η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται στο σημείο εκείνο όπου τα φορολογικά πλεονεκτήματα αντισταθμίζονται με το πιθανό κόστος πτώχευσης που ενδέχεται να επιβαρύνει την εταιρία. Η τρίτη θεωρία εξετάζει την πιθανότητα ότι μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης (αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου) είναι δυνατό να θεωρηθούν από την αγορά σα μήνυμα (signal) για τη μελλοντική πορεία (θετική ή αρνητική) της εταιρίας. Με δεδομένο ότι τα διευθυντικά στελέχη είναι καλύτερα πληροφορημένα από τους "εκτός" εταιρίας, οι θεωρίες ειδοποίησης οδηγούν στην υπόθεση ύπαρξης μιας "σειράς επιλογής " για την επίτευξη της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης όπου τα παρακρατημένα κέρδη προτιμώνται από το δανεισμό και ο δανεισμός προτιμάται από την έκδοση νέων μετοχών. Η τέταρτη θεωρία εξετάζει το κόστος αντιπροσώπευσης σαν παράγοντα μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τέλος, θα ερευνηθεί πώς είναι δυνατό να επιτευχθεί η επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση με αντικατάσταση του Μετοχικού Κεφαλαίου με Δανειακά Κεφαλαία ή και το αντίστροφο.

#### **4.2. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ**

Σύμφωνα με τη θεωρία της επίδρασης της φορολογίας οι αποφάσεις μεταβολής της κεφαλαιακής διάρθρωσης επηρεάζονται από την ύπαρξη της. Η επιλογή του συνδυασμού έκδοσης μετοχών και δανειακών χρεογράφων μπορεί να επηρεαστεί από:

- Τη δυνατότητα που έχουν οι επιχειρήσεις να εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα τους τόκους των δανειακών χρεογράφων (ομολογιών).
- Τη διαφορετική φορολογική κλίμακα αυτών που εκδίδουν τα χρεόγραφα.

- Τα φορολογικά πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα που έχουν τα διάφορα είδη χρεογράφων ανάλογα με το ποιός είναι ο επενδυτής (ιδιώτης, επιχείρηση, Αμοιβαίο Κεφάλαιο, κλπ.).

Αν ο ατομικός φορολογικός συντελεστής για εισοδήματα από δανειακά χρεόγραφα είναι υψηλότερος απ' ό τι για εισοδήματα από μετοχές<sup>63</sup> τότε, η έκδοση δανειακών χρεογράφων δημιουργεί ένα φορολογικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση και ταυτόχρονα ένα φορολογικό μειονέκτημα για τους επενδυτές που μεταβάλλεται ανάλογα με τους ατομικούς φορολογικούς συντελεστές τους. Το φορολογικό μειονέκτημα επηρεάζει άμεσα την επιχείρηση με μείωση της τιμής πώλησης των δανειακών χρεογράφων που έχουν υψηλότερη φορολογία. Επιπλέον, οι επενδυτές έχουν διαφορετικές προτιμήσεις για δανειακά χρεόγραφα ή μετοχές ανάλογα με τη φορολογική τους κλίμακα (tax brackets). Αυτό οδηγεί τις εταιρίες που εκδίδουν δανειακά χρεόγραφα να τα πωλούν σε μικρότερες τιμές για να δελεάσουν τους επενδυτές με αποτέλεσμα το μηδενισμό του φορολογικού οφέλους των δανειακών χρεογράφων.

Οι **Modigliani και Miller [1963]** εξετάζοντας ένα περιβάλλον όπου υπάρχει φορολογία επιχειρήσεων και οι τόκοι των δανείων αφαιρούνται από τα φορολογητέα έσοδα προτείνουν την έκδοση δανειακών χρεογράφων αντί μετοχών. Αυτό το δικαιολογούν ως εξής: Αύξηση του δανεισμού θα αυξήσει τα φορολογικά οφέλη της επιχείρησης (tax shields) με αποτέλεσμα την αύξηση των καθαρών χρηματικών ροών προς τους επενδυτές της εταιρίας και την αύξηση της αξίας της επιχείρησης, δηλαδή της τιμής της μετοχής. Όταν όμως ληφθεί υπόψη ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές φορολογικές κλίμακες, ανάλογα με το ύψος του συνολικού τους εισοδήματος, και ότι η φορολογία του εισοδήματος από τόκους

---

<sup>63</sup> Η πλειοψηφία των θεωριών προέρχεται από τις Η.Π.Α. όπου η υπόθεση αυτή ίσχυε για την περίοδο πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986.

ομολογιών είναι διαφορετική απ' ότi η φορολογία του εισοδήματος από κέρδη κεφαλαίου (μετοχές), τότε το συμπέρασμα των Modigliani και Miller που αναφέρθηκε παραπάνω παύει να ισχύει (βλέπε Miller [1977] παρακάτω). Αυτό συμβαίνει επειδή τα φορολογικά οφέλη των επιχειρήσεων πιθανόν να μειωθούν ως ένα βαθμό εξαιτίας των επιπλέον φορολογικών υποχρεώσεων αυτών που αγοράζουν τις Ομολογίες.

Ο Miller [1977] ισχυρίζεται ότi όταν υπάρχει ισορροπία σε μια τέλεια Κεφαλαιαγορά, όπου υπάρχουν διαφορετικοί φορολογικοί συντελεστές για τις επιχειρήσεις και διαφορετικοί ατομικοί φορολογικοί συντελεστές, η πολιτική έκδοσης δανειακών χρεογράφων δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Έτσι, η επιχείρηση θα πρέπει να είναι αδιάφορη για το ύψος των δανειακών χρεογράφων που έχουν εκδοθεί αφού δεν υπάρχει άριστο ύψος δανεισμού για την επιχείρηση (αν και υπάρχει άριστο συνολικό ύψος δανεισμού της "αγοράς"). Επίσης, πιστεύει ότi το καθαρό φορολογικό πλεονέκτημα (tax advantage) από την έκδοση δανειακών χρεογράφων θα εξαφανιστεί γιατί οι επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να εκδόσουν ομολογίες με ανταγωνιστικούς όρους θα αυξήσουν τα ονομαστικά επιτόκια κατά το ύψος της φορολογικής επιβάρυνσης των επενδυτών (κατόχων ομολογιών) και συνεπώς θα απωλέσουν τα φορολογικά οφέλη (tax shields) που δημιουργούνται από την αφαίρεση των τόκων από το φορολογητέο εισόδημα της επιχείρησης εφόσον το πλεονέκτημα είναι θετικό (με την προϋπόθεση ότi το κόστος πτώχευσης παραμένει αρκετά χαμηλό ώστε να μη λαμβάνεται υπόψη).

Οι DeAngelo και Masulis [1980] έδειξαν ότi σε κάθε επιχείρηση υπάρχουν τρόποι να υποκατασταθούν τα φορολογικά οφέλη του δανεισμού με τα φορολογικά οφέλη (tax shields) άλλων μεγεθών (π.χ. αποσβέσεων). Υποθέτουν ότi κάθε εταιρία έχει μια ιδιαίτερη εσωτερική κεφαλαιακή διάρθρωση. Το υπόδειγμά τους προβλέπει ότi κάθε μεταβολή



της κεφαλαιακής διάρθρωσης που φέρνει την εταιρία πιο κοντά στο άριστο επίπεδο δανεισμού (από φορολογικής άποψης) οδηγεί σε αύξηση της τιμής της μετοχής.

Ο **Masullis [1983]** πιστεύει ότι μείωση της μόχλευσης υποδηλώνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης αναμένει να χρησιμοποιήσει μικρότερα φορολογικά οφέλη (tax shields) που τις περισσότερες φορές σημαίνει μικρότερα αναμενόμενα κέρδη. Δηλαδή, η ανακοίνωση ότι μειώνεται η μόχλευση είναι "κακό νέο" για τα κέρδη της επιχείρησης και οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής περισσότερο απ' ό τι το θετικό αποτέλεσμα της δανειακής προσαρμογής. Ομοια, αύξηση της μόχλευσης θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής της μετοχής.

#### **4.3. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ**

Σύμφωνα με τη θεωρία της επίδρασης του κόστους πτώχευσης, ο κίνδυνος πτώχευσης προέρχεται από την αδυναμία εκπλήρωσης ανειλημμένων οικονομικών υποχρεώσεων που οφείλονται στην ύπαρξη μόχλευσης και επιβαρύνει την επιχείρηση με έξοδα (κόστος πτώχευσης). Δηλαδή, αύξηση του δανεισμού οδηγεί σε αύξηση των υποχρεώσεων της επιχείρησης που συνεπάγεται μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης η οποία, αν τελικά συμβεί, θα αυξήσει τις αμοιβές των νομικών και των άλλων υπηρεσιών που χρειάζονται. Αυτό θα αυξήσει την Παρούσα Αξία των εξόδων και θα μειώσει την τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Έτσι, η ύπαρξη κόστους πτώχευσης μειώνει την αξία της επιχείρησης κατά το ύψος των πιθανών πληρωμών που γίνονται προς τρίτους (εκτός Ομολογιούχων και Μετόχων). Τα έξοδα πτώχευσης αφαιρούνται από την Καθαρή Αξία του Ενεργητικού της εταιρίας που έχει πτωχεύσει και από τα έσοδα των Ομολογιούχων και μπορεί να προκαλέσει τη μείωση της αξίας της επιχείρησης σε επίπεδο κάτω από την αξία των προεξοφλημένων εσόδων της. Το γεγονός αυτό

μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να δικαιολογήσει την ύπαρξη μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Οι **Modigliani και Miller [1958]** αν και δεν έλαβαν υπόψη στο υπόδειγμά τους το κόστος πτώχευσης αναφέρονται στο ενδεχόμενο μια επιχείρηση να βρεθεί σε κατάσταση οικονομικών δυσκολιών και έμμεσα, τουλάχιστον, αναγνώρισαν ότι το κόστος πτώχευσης είναι μια πραγματικότητα που επηρεάζει τις χρηματοδοτικές αποφάσεις της επιχείρησης επηρεάζοντας και την τιμή της μετοχής της<sup>64</sup>.

Ο **Miller [1977]**, που εξέτασε τις επιπτώσεις της φορολογίας (ατομικής ή εταιρικής) στην κεφαλαιακή διάρθρωση, διαπίστωσε ότι τα αναμενόμενα έξοδα πτώχευσης είναι σχετικά ασήμαντα και για το λόγο αυτό δε θα πρέπει να επηρεάζουν τις επιλογές της επιχείρησης σχετικά με τις μεθόδους χρηματοδότησης.

Αντίθετα, οι **DeAngelo και Masulis [1980]** πιστεύουν ότι το κόστος πτώχευσης λαμβάνεται υπόψη κατά το σχηματισμό αποφάσεων χρηματοδότησης και προβλέπουν ότι επιχειρήσεις με υψηλότερα αναμενόμενα έξοδα πτώχευσης θα πρέπει να έχουν χαμηλότερη μόχλευση.

#### **4.4. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΜΟΝΟ ΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

Μια θεωρία στην οποία θα πρέπει να αναφερθούμε είναι αυτή της "*ασυμμετρίας πληροφοριών*" μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων. Στην πιο απλή μορφή της η θεωρία αυτή αναφέρει ότι τα διευθυντικά

---

<sup>64</sup> Δηλαδή "υπάρχει πάντα η πιθανότητα μια καθ' όλα υγιής επιχείρηση - μια επιχείρηση όπου τα μακροπρόθεσμα αναμενόμενα έσοδα είναι υψηλότερα από τους οφειλόμενους τόκους - να υποχρεωθεί σε ρευστοποίηση αν παρουσιάσει ζημιές. Εφόσον η αναδιοργάνωση γενικά δημιουργεί έξοδα και επειδή η λειτουργία της επιχείρησης μπορεί να εμποδιστεί κατά την περίοδο αναδιοργάνωσης με μακροχρόνιες αρνητικές συνέπειες στα κέρδη, ενδέχεται οι τιμές μετοχών επιχειρήσεων με υψηλή μόχλευση να είναι μικρότερες απ' αυτές επιχειρήσεων της ίδιας κατηγορίας με μικρότερη μόχλευση" (Modigliani και Miller [1958]).

στελέχη επιχειρήσεων που μεταβάλλουν (π.χ. αυξάνουν) το Μετοχικό τους Κεφάλαιο έχουν καλύτερη πληροφόρηση (εσωτερικές "αποκλειστικές" πληροφορίες) για τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης, δηλαδή γνωρίζουν την πραγματική αξία της καλύτερα από τους μετόχους.

Οι **Myers και Majluf [1984]** ισχυρίζονται ότι αν οι εσωτερικές πληροφορίες παρουσιάζουν την τιμή της μετοχής υπερτιμημένη, τα διευθυντικά στελέχη, εφόσον υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες και χρειάζονται κεφάλαια, συνηθίζουν να αυξάνουν το Μετοχικό Κεφάλαιο με τη διάθεση νέων μετοχών. Η απόφαση αυτή είναι σύμφωνη με την υπόθεση ότι τα διευθυντικά στελέχη ενδιαφέρονται για τα συμφέροντα των ήδη μετόχων, που κερδίζουν όταν οι νέες μετοχές που εκδίδονται είναι υπερτιμημένες (δηλαδή οι παλιοί μέτοχοι ωφελούνται από την πώληση των νέων μετοχών όταν γίνεται σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική αξία τους) και ζημιώνονται όταν εκδίδονται νέες μετοχές που είναι υποτιμημένες συγκριτικά με την εκτίμηση των διευθυντικών στελεχών που έχουν την καλύτερη πληροφόρηση. Επειδή αυτά είναι γνωστό ότι συμβαίνουν, ο λογικός επενδυτής (ή η "αγορά") μεταβάλλει προς τα κάτω την εκτίμησή του για την τρέχουσα αξία της μετοχής όποτε ανακοινώνεται έκδοση νέων μετοχών. Άρα η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου είναι "κακό νέο" για το μέλλον της εταιρίας.

Στην περίπτωση που αποφασιστεί μια νέα επένδυση και γίνει έκδοση νέων μετοχών, η αναμενόμενη μείωση της τιμής της μετοχής μπορεί να είναι τόσο μεγάλη ώστε οι νέοι μέτοχοι να αποκομίσουν περισσότερα από την Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) της νέας επένδυσης και οι παλαιοί μέτοχοι να ζημιωθούν. Γι' αυτό η επένδυση ακόμα και αν έχει θετική ΚΠΑ ενδέχεται να απορριφθεί (η αναμενόμενη πτώση - υποτίμηση - της τιμής της μετοχής καθορίζει την απόφαση). Η αναμενόμενη υποεπένδυση μπορεί να αποφευχθεί, εντελώς, αν η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να

χρηματοδοτήσει τη νέα επένδυση με εσωτερικά κεφάλαια ή με την έκδοση κάποιου τύπου χρεογράφου που δε θα υποτιμηθεί από την αγορά. Τέτοια χρεόγραφα είναι οι ομολογίες χαμηλού κινδύνου που μαζί με τα εσωτερικά κεφάλαια δε θα υποτιμηθούν από την αγορά και γι' αυτό προτιμώνται περισσότερο από την έκδοση νέων μετοχών. Ακόμα και οι ομολογίες με μικρό κίνδυνο θα προτιμηθούν από την έκδοση μετοχών.

Ο **Myers [1984]** αναφέρεται στην προτίμηση δανειακών χρεογράφων έναντι των μετοχών σαν τη θεωρία της "*σειράς επιλογής*" (pecking order). Κατά τον Myers η κεφαλαιακή διάρθρωση καθορίζεται από τη διάθεση της εταιρίας να χρηματοδοτήσει τις νέες επενδύσεις χρησιμοποιώντας πρώτα εσωτερικά κεφάλαια, στη συνέχεια χαμηλού κινδύνου δανειακά χρεόγραφα και τέλος με την έκδοση νέων μετοχών εφόσον έχει εξαντλήσει τις δύο προηγούμενες δυνατότητες. Το υπόδειγμα που χρησιμοποίησε προβλέπει ότι η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών προκαλεί μείωση των τιμών των μετοχών. Επίσης προβλέπει ότι οι τιμές των μετοχών δε θα πρέπει να μειωθούν αν εκδοθούν χρεόγραφα χωρίς κίνδυνο.

Δηλαδή, η ανακοίνωση διάθεσης νέων μετοχών θα θεωρηθεί κακή είδηση (η τιμή της μετοχής αναμένεται να μειωθεί) ενώ η έκδοση νέων ομολογιών ή η αυτοχρηματοδότηση της επένδυσης θα θεωρηθεί καλή είδηση για τη μελλοντική αξία της εταιρίας και η τιμή της μετοχής θα περιέχει αυτή την πληροφορία μαζί με την αναμενόμενη αξία της λόγω της νέας επένδυσης (η τιμή της μετοχής αναμένεται να αυξηθεί).

Το υπόδειγμα του **Krasker [1986]** επεκτείνει τη θεωρία των Myers και Majluf εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ του αριθμού νέων μετοχών που εκδίδει μια επιχείρηση και της μεταβολής της τιμής τους όταν οι "εντός" της επιχείρησης είναι καλύτερα πληροφορημένοι. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η τιμή της μετοχής θα μειώνεται περισσότερο όσο

μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση. Οι επενδυτές μεταφράζουν την έκδοση νέων μετοχών σαν "κακό νέο" για το μέλλον της επιχείρησης και γι' αυτό θα πρέπει να θεωρούν τις μεγάλες εκδόσεις χειρότερες από τις μικρές. Έτσι, όσο μεγαλύτερη είναι η έκδοση τόσο μεγαλύτερη είναι η μείωση της τιμής της μετοχής.

Κατά μια άλλη προσέγγιση της "*ασυμμετρίας πληροφοριών*" τα διευθυντικά στελέχη μέσα από μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης μεταδίδουν εσωτερικές πληροφορίες στο επενδυτικό κοινό.

Στο υπόδειγμα του **Ross [1977]** τα διευθυντικά στελέχη γνωρίζουν την πραγματική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης ενώ οι επενδυτές όχι. Έτσι η επιλογή μιας κεφαλαιακής διάρθρωσης από μια επιχείρηση ενδέχεται να αντικατοπτρίζει τι αναμένουν τα διευθυντικά στελέχη για το μέλλον της εταιρίας. Ισχυρίζεται ότι οι επενδυτές θεωρούν το επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης σαν ένδειξη της ποιότητας της εταιρίας (μεγαλύτερη δανειακή επιβάρυνση σημαίνει εταιρία υψηλότερης ποιότητας). Αφού οι χαμηλής ποιότητας επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο οριακό αναμενόμενο κόστος πτώχευσης σε οποιοδήποτε επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης, τα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων χαμηλής ποιότητας δε θα μιμηθούν τις επιχειρήσεις υψηλότερης ποιότητας εκδίδοντας επιπλέον δανεισμό. Το κύριο συμπέρασμα του Ross είναι ότι η αξία της επιχείρησης και ο δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης έχουν θετική συσχέτιση. Δηλαδή, οι υψηλότεροι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης αποτελούν περιορισμό για την επιχείρηση και ειδοποιούν (signal) ότι τα διευθυντικά στελέχη αναμένουν θετικές μεταβολές στις μελλοντικές ταμειακές ροές. Αντίθετα, οι εκδόσεις νέων μετοχών ειδοποιούν για αρνητικές μεταβολές που μπορεί να μειώσουν την τιμή των μετοχών.

Οι **Leland και Pyle [1977]** πρότειναν ένα υπόδειγμα ειδοποίησης που προβλέπει ότι, μεταβολές στον αριθμό των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους οι επιχειρηματίες (οι οποίοι είναι ιδιοκτήτες και διευθυντικά στελέχη ταυτόχρονα), ειδοποιούν τους επενδυτές για μεταβολές στην αξία της επιχείρησης όμοιας κατεύθυνσης (άρα και στη τιμή της μετοχής). Η εξήγηση που δίνουν είναι ότι οι επενδυτές υποθέτουν ορθά ότι οι επιχειρηματίες είναι καλύτερα πληροφορημένοι για τις αναμενόμενες χρηματικές ροές και ότι από άποψη διαφοροποίησης (diversification) υπάρχει κόστος για το συντηρητικό επιχειρηματία να έχει στην κατοχή του ένα σημαντικό αριθμό μετοχών της επιχείρησής του. Δηλαδή, οι επιχειρηματίες έχουν κίνητρο να κρατούν μεγάλο αριθμό μετοχών μόνο αν αναμένουν υψηλές μελλοντικές ταμειακές ροές σε σχέση με την τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Οι λογικοί επενδυτές λοιπόν θα θεωρήσουν αξιόπιστη απόδειξη για τα μελλοντικά έσοδα της επιχείρησης τον αριθμό των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους οι επιχειρηματίες. Έτσι, μια αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου που μειώνει το ποσοστό συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών ειδοποιεί ότι πρέπει να αναμένεται μείωση της αξίας της επιχείρησης (της τιμής της μετοχής). Το αντίθετο θα συμβεί αν αυξηθεί αυτό το ποσοστό συμμετοχής.

Οι **Miller και Rock [1985]** στο υπόδειγμά τους ισχυρίζονται ότι ανακοινώσεις για μεταβολές στην εξωτερική χρηματοδότηση αποτελούν ειδοποίηση προς τους επενδυτές για τις αναμενόμενες μεταβολές στα κέρδη (θετικές ή αρνητικές) της επιχείρησης. Πιστεύουν ότι οι εκδόσεις νέων μετοχών ισοδυναμούν με αρνητικά μερίσματα και δίνουν αρνητικές πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. Αυτή η πρόβλεψη προέρχεται από τον περιορισμό πηγών και διάθεσης κεφαλαίων της επιχείρησης υποθέτοντας ότι οι επενδυτικές αποφάσεις μένουν αμετάβλητες. Δηλαδή, η θεωρία τους προβλέπει αρνητική μεταβολή της

τιμής της μετοχής αντιστρόφως ανάλογη με το ύψος των κεφαλαίων που θα αντληθούν με την έκδοση νέων χρεογράφων. Προβλέπουν ότι η μεταβολή αυτή θα είναι μεγαλύτερη όταν εκδίδονται ταυτόχρονα μετοχές και δανειακά χρεόγραφα απ' ότι όταν εκδίδονται μόνο μετοχές.

Ο **Narayanan [1988]** στη θεωρία του προβάλλει ένα νέο πλεονέκτημα από τη χρήση δανειακών χρεογράφων. Σ' ένα κόσμο με ασυμμετρία πληροφοριών όπου μόνο οι "εντός" της επιχείρησης γνωρίζουν την ποιότητά της, υπάρχει ο ισχυρισμός ότι τα δανειακά χρεόγραφα, ακόμα και αν είναι υψηλού κινδύνου, έχουν περισσότερα πλεονεκτήματα απ' ότι τα εξωτερικά κεφάλαια επειδή η έκδοση δανειακών χρεογράφων χρησιμοποιείται λιγότερο από εταιρίες χαμηλής ποιότητας. Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει αν και είναι παρόμοια με αυτά άλλων ερευνητών διαφέρουν στους συλλογισμούς που χρησιμοποιεί για να καταλήξει σ' αυτά.

Βρίσκει ότι η έκδοση χρεογράφων χωρίς κίνδυνο είναι προτιμότερη από την έκδοση χρεογράφων με κίνδυνο. Τα δανειακά χρεόγραφα, ακόμα κι αν έχουν κίνδυνο, είναι πάντα προτιμότερα από την έκδοση μετοχών. Είναι καλύτερα η επιχείρηση να δημιουργεί αποθέματα (για παράδειγμα αποφεύγοντας τη διανομή μερίσματος) ώστε μεγαλύτερα ποσοστά των αναγκαίων κεφαλαίων να προέρχονται από εσωτερικές πηγές.

Δηλαδή, οι θεωρίες ύπαρξης "αποκλειστικών" πληροφοριών προβλέπουν ότι οι τιμές των μετοχών θα μειωθούν όταν ανακοινωθεί έκδοση νέων κοινών μετοχών ενώ όταν ανακοινωθεί έκδοση νέων δανειακών χρεογράφων<sup>65</sup> οι τιμές αυξάνονται. Τα εμπειρικά αποτελέσματα συμφωνούν με τις θεωρίες αυτές<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Οι περισσότερες θεωρίες υποθέτουν βέβαια πως η έκδοση του νέου Μετοχικού Κεφαλαίου θα διατεθεί σε νέους και όχι σε παλιούς μετόχους.

<sup>66</sup> Βλέπε Masulis [1980a], Masulis [1983] και Smith [1977].

#### 4.5. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης επηρεάζει τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών κατά τη λήψη αποφάσεων σχετικά με την επιχείρηση.

Η κλασική μικροοικονομική θεωρία υποθέτει ότι οι επιχειρήσεις εργάζονται με στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου όλων όσων κατέχουν χρεόγραφα της ή της Κ.Π.Α. της.

Στην πραγματικότητα όμως, για την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης, οι μέτοχοι, οι ομολογιούχοι και τα διευθυντικά στελέχη δεν ακολουθούν πάντα τις ίδιες μεθόδους και πολλές φορές τα συμφέροντά τους συγκρούονται (ο κίνδυνος πτώχευσης επιβεβαιώνει την ύπαρξή τους) δημιουργώντας το πρόβλημα που είναι γνωστό ως "*πρόβλημα αντιπροσώπευσης*" (agency problem).

Η θεωρία αντιπροσώπευσης ασχολείται με τον τρόπο που είναι οργανωμένη μια επιχείρηση και αποτελεί συγκερασμό της κλασικής θεωρίας και της πραγματικότητας. Βοηθά να καταλάβουμε πώς τα αντιμαχόμενα συμφέροντα (conflicts of interest) μεταξύ των μετόχων, ομολογιούχων και διευθυντικών στελεχών επηρεάζουν την παρατηρούμενη συμπεριφορά της επιχείρησης.

Αντιμαχόμενα συμφέροντα υπάρχουν επειδή:

- Σε περίπτωση αποτυχίας μιας επένδυσης (που γίνεται με δανειακά κεφάλαια) οι μέτοχοι δε θα χάσουν τίποτα ενώ οι ομολογιούχοι χάνουν το ποσό των ομολογιών που κατέχουν.
- Τα διευθυντικά στελέχη, αν κατέχουν μετοχές της εταιρίας που διοικούν, μπορεί να παίρνουν αποφάσεις που θίγουν τα συμφέροντα των ομολογιούχων.



Τα αντιμαχόμενα συμφέροντα υπάρχουν ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης αλλά είναι εντονότερα σε περιόδους οικονομικών δυσχερειών.

Οι **Jensen και Meckling [1976]** είναι οι πρώτοι που εξέτασαν τις σχέσεις αντιπροσώπευσης επιχειρήσεων και ισχυρίζονται ότι η ύπαρξη αντιμαχόμενων συμφερόντων μπορεί να παρακινήσει τους μετόχους ή τα διευθυντικά στελέχη να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο τους σε βάρος της αξίας της επιχείρησης. Ακόμα πιστεύουν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές γνωρίζουν τις διαμάχες που υπάρχουν μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών καθώς επίσης και τις πιθανές ενέργειες των μετόχων σε βάρος των ομολογιούχων.

Οι Jensen και Meckling διακρίνουν δύο τύπους διαφορών μεταξύ:

1. Μετόχων και Διευθυντικών Στελεχών.

Εμφανίζονται επειδή τα στελέχη δεν κατέχουν το 100% των μετοχών. Δηλαδή, δεν απολαμβάνουν όλα τα οφέλη από τις προσπάθειες που κάνουν για αύξηση των κερδών ενώ ταυτόχρονα φέρουν εξ ολοκλήρου το κόστος αυτών των ενεργειών τους. Για παράδειγμα, τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να καταβάλουν μικρότερη προσπάθεια για τη διαχείριση των πόρων της επιχείρησης και ίσως καταφέρουν να χρησιμοποιήσουν κάποιους από τους πόρους αυτούς για δικό τους όφελος αγοράζοντας ακριβά αντικείμενα π.χ. πολυτελή εταιρικά αυτοκίνητα, πολυτελή επίπλωση γραφείου, κ.α.<sup>67</sup>. Τα διευθυντικά στελέχη επιβαρύνονται με όλο το κόστος αποχής από τέτοιες δραστηριότητες αλλά εισπράττουν μόνο ένα μικρό μέρος από τα κέρδη. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τα στελέχη να κάνουν κατάχρηση αυτών των απολαύσεων και να μη μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης.

---

<sup>67</sup> Βλέπε επίσης Harris and Raviv [1991].

Οι Jensen & Meckling πιστεύουν ότι αυτή η αναποτελεσματικότητα μειώνεται όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό μετοχών που έχουν στην κατοχή τους τα διευθυντικά στελέχη. Ετσι, οποιαδήποτε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου που μειώνει το ποσοστό του Μετοχικού Κεφαλαίου που κατέχουν τα διευθυντικά στελέχη αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης και στην τιμή της μετοχής. Όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου τόσο μεγαλύτερη είναι η αναμενόμενη αρνητική επίδραση πάνω στην επιχείρηση (υποθέτοντας ότι τα διευθυντικά στελέχη δε συμμετέχουν στην αύξηση).

## 2. Μετόχων και Πιστωτών.

Οι διαφορές μεταξύ τους προκαλούνται εξαιτίας των όρων του Δανείου που αποτελούν κίνητρο για τους μετόχους να μην επενδύουν με άριστο τρόπο. Αναλυτικότερα, οι όροι των Δανείων συνήθως προβλέπουν ότι αν μια επένδυση προσφέρει υψηλές αποδόσεις, πολύ πάνω από την αξία του δανείου, οι μέτοχοι θα αποκομίσουν το επιπλέον μέρος των κερδών. Αντίθετα, αν η επένδυση αποτύχει, οι ομολογιούχοι (δανειστές) επωμίζονται όλες τις επιπτώσεις. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της περιορισμένης ευθύνης που έχουν οι μέτοχοι και γι' αυτό (οι μέτοχοι) μπορεί να πιστέψουν ότι είναι περισσότερο κερδισμένοι όταν επενδύουν σε έργα υψηλού κινδύνου (όλα ή τίποτα). Τέτοιες επενδύσεις (υψηλού κινδύνου) όμως μειώνουν την αξία του Δανείου. Το κόστος αυτό το επωμίζονται οι μέτοχοι όταν οι μελλοντικοί πιστωτές αναμένουν, πριν την έκδοση, αυτή τη συμπεριφορά εκ μέρους των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή κατά την έκδοση ομολογιών οι μέτοχοι θα εισπράξουν λιγότερα χρήματα απ' ότι υπό άλλες συνθήκες. Δηλαδή, οι τιμές τους προεξοφλούνται αμέσως από την αγορά για τις πιθανές ζημιές που θα επιφέρουν αυτές οι αναμενόμενες ενέργειες των μετόχων. Αυτή η προεξόφληση υποδηλώνει ότι, κατά μέσο όρο, οι μέτοχοι δεν κερδίζουν

από τις ενέργειές τους αυτές αλλά και ότι οι επιχειρήσεις επενδύουν σε μικρότερης απόδοσης επενδυτικά προγράμματα με σκοπό τη μεταφορά πλούτου στους μετόχους.

Ετσι το κόστος για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε έργα που μειώνουν την αξία της ομολογίας το έχουν οι μέτοχοι που εκδίδουν τις ομολογίες.

Οι Jensen και Meckling προτείνουν, σα λύση σ' αυτού του είδους τις διαφορές (μεταξύ μετόχων και πιστωτών), οι επιχειρήσεις να προσφέρουν στους επενδυτές προστατευτικά μέτρα που θα περιορίζουν τις ενέργειες που μεταβιβάζουν πλούτο από τους πιστωτές στους μετόχους. Η έκταση αυτών των προστατευτικών διατάξεων περιορίζεται από το κόστος ελέγχου και επιβολής τους. Αρα τα αντιμαχόμενα συμφέροντα μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων μπορεί να μειωθούν, αλλά όχι και να εξαλειφθούν, με κατάλληλα συμβόλαια. Με δεδομένο το αυξανόμενο κόστος αντιπροσώπευσης, λόγω της αύξησης του ποσοστού που κατέχουν οι μέτοχοι από τη μια και της αύξησης του ποσοστού του εξωτερικού δανεισμού από την άλλη, υπάρχει ένας άριστος συνδυασμός εξωτερικού δανεισμού και Ιδίων Κεφαλαίων που θα επιλεγεί επειδή ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος αντιπροσώπευσης. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατό να υπάρχει άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Ο Jensen [1986] ερευνά τις διαφορές μεταξύ Μετόχων και Διοίκησης και τονίζει ότι τα αντιμαχόμενα συμφέροντα μεταξύ τους σχετίζονται με την πολιτική διάθεσης των "*διαθέσιμων μετρητών*" (free cash). Το πρόβλημα γίνεται οξύ όταν η επιχείρηση διαθέτει σημαντικά ποσά διαθέσιμων μετρητών. Διαθέσιμα μετρητά είναι αυτά που μένουν μετά τη χρηματοδότηση όλων των επενδύσεων που έχουν θετική Κ.Π.Α. Το πρόβλημα είναι πώς θα παρακινηθούν οι διευθυντές να διανείμουν τα

μετρητά αυτά στους μετόχους αντί να τα επενδύσουν σε έργα με αρνητική Κ.Π.Α. ή να τα ξοδέψουν άσκοπα στην επιχείρηση.

Ο Jensen τονίζει ότι ο δανεισμός δεσμεύει την επιχείρηση να καταβάλλει μετρητά και συγχρόνως μειώνει το ποσό χρημάτων που έχουν στη διάθεσή τους τα διευθυντικά στελέχη για πολυτελή αντικείμενα προσωπικής χρήσης (Jensen και Meckling [1976]). Αυτή ακριβώς η εξασθένηση των αντιμαχόμενων συμφερόντων μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων είναι το όφελος της χρηματοδότησης με έκδοση δανειακών χρεογράφων.

Επιπλέον, η απόκτηση κεφαλαίων από την αγορά υποβάλλει την επιχείρηση και το διευθυντή της στο λεπτομερή έλεγχο του Νόμου. Στην περίπτωση αδύνατων επενδυτικών σχεδίων μπορεί να υπάρξει αρνητική κριτική και η προσφορά προς το κοινό να καταλήξει σε αποτυχία. Αν όμως υπάρχουν διαθέσιμα μετρητά στην επιχείρηση, το στέλεχος μπορεί ευκολότερα να αναλάβει λιγότερο κερδοφόρες επενδύσεις με ελάχιστο εξωτερικό έλεγχο.

Ο Jensen ισχυρίζεται ότι τα στελέχη έχουν ισχυρά κίνητρα να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησης επειδή οι μισθοί τους και το κύρος τους είναι άμεσα συνδεδεμένα με το μέγεθός της. Αυτό το κίνητρο δημιουργεί αντιμαχόμενα συμφέροντα μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων που θέλουν να μεγιστοποιήσουν την αξία των μετοχών τους. Επίσης, επιχειρήσεις που έχουν μετρητά και αναλαμβάνουν ανεπιτυχείς επενδύσεις θα εκτιμήσουν την τιμή τους σε πολύ χαμηλά επίπεδα και ίσως γίνουν στόχος εξαγοράς από άλλες επιχειρήσεις. Αν οι μέτοχοι μπορέσουν να δεσμεύσουν τη Διοίκηση να μην αναλαμβάνει επεκτατικές ενέργειες που δε θα είναι κερδοφόρες η αξία της επιχείρησης θα αυξηθεί και θα μειωθεί η πιθανότητα να γίνει η επιχείρηση στόχος εξαγοράς.

Ο Jensen προτείνει διάφορες μεθόδους δέσμευσης των διευθυντικών στελεχών ως προς τον τρόπο διάθεσης των ελεύθερων μετρητών:

- Αύξηση του μερίσματος που διανέμεται
- Αύξηση των δανειακών κεφαλαίων (μείωση διαθέσιμων μετρητών).
- Εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης (μείωση διαθέσιμων μετρητών).

Γενικά ο Jensen βλέπει την κεφαλαιακή διάρθρωση σαν ένα τρόπο συγκράτησης των επεκτατικών διαθέσεων των διευθυντικών στελεχών. Πράγματι, η χρησιμοποίηση δανείων δημιουργεί πίεση στα διευθυντικά στελέχη για αποδοτικές επενδύσεις γιατί η ανάληψη ανεπιτυχών επενδύσεων μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση με αποτέλεσμα τα διευθυντικά στελέχη να χάσουν τον έλεγχο της επιχείρησης.

Παρουσιάσαμε τις σημαντικότερες θεωρίες που ερευνούν την επίδραση του κόστους αντιπροσώπευσης και είδαμε ότι η έκδοση νέου Μετοχικού Κεφαλαίου από επιχειρήσεις μειώνει την τιμή της μετοχής τους ενώ η έκδοση ομολογιών την αυξάνει. Με τα συμπεράσματα αυτά συμφωνούν και τα εμπειρικά αποτελέσματα<sup>68</sup>.

#### **4.6. ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ**

Η θεωρία αντικατάστασης αναφέρει ότι: προσφορές αντικατάστασης χρεογράφων μιας κατηγορίας με χρεόγραφα μιας άλλης χωρίς τη χρησιμοποίηση μετρητών μεταβάλλει την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Η θεωρία αυτή αναγνωρίζει την ύπαρξη τριών πιθανών επιπτώσεων που επηρεάζουν και την τιμή της μετοχής<sup>69</sup>:

- Αυξάνεται το φορολογικό όφελος όταν αυξάνεται η μόχλευση και αντίστροφα (Υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας).

<sup>68</sup> Βλέπε Asquith και Mullins [1986], Masulis και Korwar [1986] και Mikkelson και Partch [1986].

<sup>69</sup> Βλέπε επίσης Cornett και Travlos [1989] και Copeland και Weston [1988].

- Υπάρχει μεταβίβαση του πλούτου των κατόχων δανειακών χρεογράφων προς τους μετόχους όταν γίνονται προσφορές αντικατάστασης που αυξάνουν τη μόχλευση (Υπόθεση της μεταβίβασης πλούτου).
- Η υψηλότερη μόχλευση αποτελεί ειδοποίηση προς την αγορά από μέρους των διευθυντικών στελεχών σχετικά με την εμπιστοσύνη που έχουν για το μέλλον της εταιρίας (Υπόθεση επίδρασης πληροφοριών).

Οι **Modigliani και Miller [1963]** αναφέρουν ότι μια προσφορά αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα (έκδοση ομολογιών) αυξάνει τη χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης (που αυξάνει τα φορολογικά οφέλη) αυξάνοντας έτσι την τιμή της μετοχής. Αντιθέτως, μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές (έκδοση μετοχών) μειώνει τη μόχλευση της επιχείρησης (μειώνοντας έτσι τα φορολογικά οφέλη) και κατά συνέπεια την τιμή της μετοχής. Όμως, αυτή η θετική συσχέτιση δεν είναι πλήρως αποδεκτή.

Ο **Miller [1977]** θεωρεί ότι κανένας τύπος προσφοράς αντικατάστασης δε θα πρέπει να επηρεάζει την τιμή της μετοχής. Ισχυρίζεται ότι το μειονέκτημα της ατομικής φορολογίας των δανειακών χρεογράφων αντισταθμίζει το φορολογικό πλεονέκτημα των εταιριών, πράγμα που οδηγεί την επιχείρηση να αδιαφορήσει για το ποιά θα είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση.

Οι **Galai και Masulis [1976]** ισχυρίζονται, σύμφωνα με την υπόθεση της μεταβίβασης πλούτου, ότι μια ξαφνική προσφορά αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα (αύξηση αριθμού ομολογιών) αυξάνει το βαθμό κινδύνου των δανειακών χρεογράφων. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη μεταβίβαση πλούτου από τους υπάρχοντες δανειστές στους μετόχους. Επίσης το μέγεθος της αξίας που μεταβιβάζεται είναι θετικά συσχετισμένο με την αύξηση της μόχλευσης της εταιρίας. Δηλαδή

αναμένεται να υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ τιμής μετοχής και μόχλευσης. Μια ξαφνική προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές (έκδοση μετοχών άρα μείωση μόχλευσης) μειώνει το βαθμό κινδύνου των δανειακών κεφαλαίων και έχει σαν αποτέλεσμα να μεταβιβάζεται ο πλούτος από τους μετόχους στους ομολογιούχους προκαλώντας μείωση της τιμής των μετοχών.

Σύμφωνα με την υπόθεση επίδρασης πληροφοριών μια προσφορά αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα (έκδοση ομολογιών) μεταβιβάζει θετικές πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά έσοδα και έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής της μετοχής (το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα).

Οι **Jensen και Meckling [1976]** υποθέτοντας ότι τα διευθυντικά στελέχη έχουν καλύτερη πληροφόρηση απ' ότι οι επενδυτές για την πραγματική αξία της επιχείρησης, δείχνουν ότι οι μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αξιόπιστα μηνύματα (signal) που επιτρέπουν στα διευθυντικά στελέχη να μεταδώσουν τις "αποκλειστικές" πληροφορίες στους επενδυτές. Μια προσφορά αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα (ή δανειακών χρεογράφων με μετοχές) μεταδίδει θετικές (αρνητικές) πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης και έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση (μείωση) της τιμής της μετοχής της.

Οι **Leland και Pyle [1977]** στο υπόδειγμά τους ισχυρίζονται ότι τα διευθυντικά στελέχη διατηρούν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό μετοχών μόνο αν αναμένουν τα μελλοντικά έσοδα της επιχείρησης να είναι αυξημένα. Έτσι, μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές (έκδοση μετοχών) που μειώνει τη συμμετοχή των διευθυντικών

στελεχών στο Μετοχικό Κεφάλαιο θεωρείται αρνητική πληροφορία που οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής.

Από τις θεωρίες που είδαμε παραπάνω διαπιστώνεται ότι η αύξηση του ποσοστού Ιδίων Κεφαλαίων οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνονται και από τις εμπειρικές μελέτες<sup>70</sup>.

#### 4.7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο Κεφάλαιο αυτό παρουσιάσαμε τις θεωρίες που επηρεάζουν την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης. Είδαμε ότι η ύπαρξη φορολογίας (ατομικής ή εταιρικής), κόστους πτώχευσης, ασυμμετρίας πληροφοριών, κόστους αντιπροσώπευσης και η αντικατάσταση χρεογράφων μιας κατηγορίας με χρεόγραφα μιας άλλης χωρίς τη χρησιμοποίηση μετρητών επηρεάζουν τις μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από μια επιχείρηση και σε γενικές γραμμές την κατευθύνουν στην επιλογή ενός συνδυασμού χρεογράφων (μετοχές ή δανειακά χρεόγραφα) που μεγιστοποιεί την αξία της μετοχής της<sup>71</sup>.

Ο Πίνακας 4.1 συνοψίζει τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών από την έκδοση δανειακών χρεογράφων και μετοχών όταν λαμβάνονται υπόψη οι θεωρίες που αναφέρονται παραπάνω. Οι μεταβολές που σημειώνονται προβλέπονται από τις αντίστοιχες θεωρίες που αναφέρονται στις παρενθέσεις. Βλέπουμε λοιπόν ότι όταν μια επιχείρηση προβεί στην αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου οι τιμές των μετοχών της αναμένεται να μειωθούν ή να μην επηρεαστούν από την απόφαση αυτή ενώ αντίθετα, αύξηση του δανεισμού αναμένεται να έχει θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών. Στην περίπτωση όμως του κόστους πτώχευσης

<sup>70</sup> Βλέπε Cornett και Travlos [1989], Masulis [1980a] και Masulis [1983].

<sup>71</sup> Με την εξαίρεση του Miller [1977].



παρατηρούμε ότι η έκδοση δανεισμού θα μειώσει τις τιμές ή αν τα δανειακά χρεόγραφα έχουν μηδενικό κίνδυνο δε θα τις μεταβάλλει. Γενικά όμως πρέπει να αναμένονται μεταβολές αντίθετης κατεύθυνσης στις τιμές των μετοχών ανάλογα με το είδος των χρεογράφων που θα εκδόσει η επιχείρηση.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1

### ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΠΑΝΩ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ ΝΕΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΟΤΑΝ Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΚΑΝΕΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΥΠΟΘΕΣΗ	ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΚΔΟΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ
ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	↓ (α <sup>72</sup> , β <sup>73</sup> , γ)	↑ (α, β, γ) 0 (ε)
ΚΟΣΤΟΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ	0 (ε)	↓ (η, β, θ) 0 (ε)
ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ	↓ (ζ, θ, ι <sup>74</sup> , δ, λ, μ <sup>75</sup> )	↑ (δ, μ, κ <sup>76</sup> ) 0 (ζ <sup>77</sup> , ι <sup>78</sup> , θ)
ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ	↓ (ν)	↓ (ν) ↑ (ξ <sup>79</sup> )
ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ:		
- ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΔΑΝΕΙΑΚΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	↓ (α, ο, ν, κ) 0 (ε)	
- ΔΑΝΕΙΑΚΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΜΕ ΜΕΤΟΧΕΣ		↑ (α, ο, ν) 0 (ε)

όπου:

↑ = αύξηση της τιμής της μετοχής

↓ = μείωση της τιμής της μετοχής

0 = δε μεταβάλλεται η τιμή της μετοχής

\* Η επεξήγηση των παρενθέσεων βρίσκεται στην επόμενη σελίδα.

<sup>72</sup> Ισχύει αν η έκδοση των μετοχών μειώνει τη δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης.

<sup>73</sup> Βλέπε υποσημείωση 72.

<sup>74</sup> Εξαρτάται από τον αριθμό των νέων μετοχών.

<sup>75</sup> Θα είναι μεγαλύτερη σε ταυτόχρονη έκδοση μετοχών και δανειακών χρεογράφων.

<sup>76</sup> Έκδοση χρεογράφων με μηδενικό κίνδυνο.

<sup>77</sup> Αν τα στελέχη δε μειώσουν τη συμμετοχή στην επιχείρηση.

<sup>78</sup> Βλέπε υποσημείωση 77.

<sup>79</sup> Δανεισμός σαν τρόπος πίεσης ανάληψης αποδοτικών επενδύσεων.

#### **Συγγραφείς άρθρων του Πίνακα 4.1.**

- α. Modigliani and Miller [1963]
- β. DeAngelo and Masulis [1980]
- γ. Masulis [1983]
- δ. Ross [1977]
- ε. Miller [1977]
- ζ. Myers and Majluf [1984]
- η. Modigliani and Miller [1958]
- θ. Myers [1984]
- ι. Krasker [1986]
- κ. Leland and Pyle [1977]
- λ. Miller and Rock [1985]
- μ. Narayanan [1988]
- ν. Jensen and Meckling [1976]
- ξ. Jensen [1986]
- ο. Galai and Masulis [1976]

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΣΥΝΟΨΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΠΟΡΙΣΜΑΤΩΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται εμπειρικές μελέτες οι οποίες ερευνούν την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών (αύξηση, μείωση, καμία μεταβολή). Ελέγχουν δηλαδή, την ισχύ των θεωρητικών προβλέψεων που αναφέραμε στο Κεφάλαιο 4. Οι εμπειρικές μελέτες παρουσιάζονται συνοπτικά στη συνέχεια και ερευνούν τις κεφαλαιαγορές άλλων χωρών (Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία, Ιαπωνία και Κορέα) όχι όμως και την ελληνική για την οποία δεν έχουν γίνει αντίστοιχες μελέτες<sup>80</sup>.

Τα αποτελέσματα της κάθε έρευνας παρουσιάζονται χωριστά, ανάλογα με τη μέθοδο που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου (δημόσια εγγραφή, δικαιώματα προτίμησης, προσφορές αντικατάστασης) και ανάλογα με τη χώρα που εξετάζεται. Στη συνέχεια αναφέρονται οι κυριότερες αδυναμίες που παρουσιάζουν οι μελέτες που ερευνούν τις αυξήσεις με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης, μια και αποτελεί το κύριο ενδιαφέρον της έρευνάς μας.

Τέλος, σε ξεχωριστό κεφάλαιο παρουσιάζονται όσες από τις εμπειρικές μελέτες χρησιμοποιούν διαστρωματικές παλινδρομήσεις (cross-sectional regressions) για να διαπιστώσουν ποιές μεταβλητές επηρεάζουν τις

---

<sup>80</sup> Εξαίρεση αποτελεί η εμπειρική μελέτη των Ntarchos και Georgakopoulos [1986] η οποία όμως δεν έχει άμεση σχέση με το θέμα που εξετάζουμε.

αποδόσεις των μετοχών. Αν μια μελέτη ερευνά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και εκτελεί και διαστρωματική παλινδρόμηση τότε αναφέρεται δύο φορές.

### **5.1. ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ**

Οι μέθοδοι αύξησης<sup>81</sup> Μετοχικού Κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών διακρίνονται:

- Στη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής
- Στη μέθοδο με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται μελέτες που ερευνούν τις επιπτώσεις που έχει στην τιμή της μετοχής η απόφαση της επιχείρησης να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο χρησιμοποιώντας τις παραπάνω μεθόδους<sup>82</sup>.

#### **5.1.1. ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ**

Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή απευθύνεται τόσο στους μετόχους της επιχείρησης όσο και σε νέους επενδυτές χωρίς να γίνεται διάκριση μεταξύ των δύο.

Στις Η.Π.Α. η μέθοδος της δημόσιας εγγραφής χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου των επιχειρήσεων ενώ στη χώρα μας η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται μόνο όταν γίνεται εισαγωγή των μετοχών μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο<sup>83</sup>. Για το λόγο αυτό στη συνέχεια θα αναφερθούμε αποκλειστικά σε μελέτες, σχετικές με τη δημόσια εγγραφή, άλλων χωρών.

---

<sup>81</sup> Αντίστροφο της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου είναι η μείωση που μπορεί να γίνει με την επαναγορά μετοχών (στη χώρα μας δε χρησιμοποιείται η μέθοδος αυτή). Τα αποτελέσματα από την επαναγορά μετοχών είναι παρόμοια μ' αυτά της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου δηλαδή διαπιστώνεται ότι η τιμή των μετοχών αυξάνεται Masulis [1980b] και Dann [1981].

## **ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ Η.Π.Α.**

Οι **Asquith και Mullins [1986]** ερευνούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης η έκδοση νέων μετοχών. Εξετάζουν εκδόσεις κοινών μετοχών από βιομηχανικές επιχειρήσεις και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας στην περίοδο 1963-1981 που ικανοποιούσαν τις πιο κάτω συνθήκες:

- Οι μετοχές των επιχειρήσεων ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.
- Η διάθεση των μετοχών έγινε με δημόσια εγγραφή, χρησιμοποιήθηκε ανάδοχος και η έκδοση εγκρίθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.
- Έγινε έκδοση μόνο κοινών μετοχών (την ίδια στιγμή δεν υπήρχε προσφορά οποιουδήποτε άλλου χρεογράφου της ίδιας επιχείρησης).
- Η ανακοίνωση διάθεσης των μετοχών δημοσιεύτηκε στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).

Εξετάζουν συνολικά 266 βιομηχανικές επιχειρήσεις και 265 επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας. Η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση έκδοσης των νέων μετοχών υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις.

Διαπίστωσαν ότι:

- i) Η ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών συνοδεύεται από σημαντική μείωση της χρηματιστηριακής τιμής.
- ii) Η μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών είναι -3% για εκδόσεις στην πρωτογενή αγορά.

---

<sup>82</sup> Αναφερόμαστε μόνο σε εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

<sup>83</sup> Από την έρευνά μας βρήκαμε ότι το ίδιο ισχύει και στη Μεγάλη Βρετανία και Κορέα.

- iii) Η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης για όλες τις εκδόσεις βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι -2,7% και στατιστικά σημαντική.
- iv) Η μείωση της τιμής την ημέρα της ανακοίνωσης έχει σημαντική σχέση με το ύψος του νέου κεφαλαίου που εκδίδεται.

Ενώ η μέση έκτακτη απόδοση για επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας ήταν -0,9% (και στατιστικά σημαντική), δε βρέθηκε να υπάρχει σχέση μεταξύ της χρονικής στιγμής έκδοσης των μετοχών και της απόδοσής τους.

Τα αποτελέσματά τους συμφωνούν με τις υποθέσεις: α) ότι οι εκδόσεις μετοχών θεωρούνται από τους επενδυτές σαν "κακή είδηση" και β) ότι η καμπύλη ζήτησης για μετοχές μιας εταιρίας έχει αρνητική κλίση.

Οι **Masulis και Korwar [1986]** ερευνούν τη μεταβολή της τιμής των κοινών μετοχών όταν ανακοινώνεται πώληση νέων μετοχών με τη βοήθεια αναδόχου. Εξετάζουν την περίοδο 1963-1980 και οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στο δείγμα τους ικανοποιούν τα παρακάτω κριτήρια:

- Η κοινή μετοχή της εταιρίας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE ή AMEX).
- Η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης δημοσιεύεται στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).
- Δεν υπάρχει ταυτόχρονη ανακοίνωση διάθεσης προνομιούχων μετοχών.
- Οι εκδότες χρησιμοποιούν ανάδοχο και οι αυξήσεις με τη μέθοδο των δικαιωμάτων συμμετοχής εξαιρούνται.
- Εξαιρούνται οι περιπτώσεις διάθεσης μετοχών στη δευτερογενή αγορά αν δε γίνεται ταυτόχρονη διάθεση και στην πρωτογενή.

Για την επεξεργασία των ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών χρησιμοποιούν το υπόδειγμα της αγοράς και διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι:

- i) Κατά μέσο όρο παρατηρείται στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της κοινής μετοχής (-3,6%) όταν οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η μείωση της τιμής είναι μεγαλύτερη όταν η αύξηση γίνεται από βιομηχανικές επιχειρήσεις παρά όταν γίνεται από δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (utilities).
- ii) Παρατηρείται μείωση της τιμής της μετοχής όταν ανακοινώνεται ταυτόχρονα πώληση μετοχών στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά. Μείωση παρατηρείται και όταν γίνεται ταυτόχρονη διάθεση μετοχών και ομολογιών.

Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με τις προβλέψεις των Myers και Majluf [1984] και Dann και Mikkelson [1984]:

- i) Ανακοινώσεις πώλησης μετοχών που μειώνουν και το ποσοστό συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών προκαλούν σημαντικά μεγαλύτερες αρνητικές επιδράσεις (-4,6%).
- ii) Οι αποδόσεις των μετοχών έχουν θετική συσχέτιση με τη μεταβολή της μόχλευσης και αρνητική συσχέτιση με την προηγούμενη απόδοση (RUNUP).

Οι **Mikkelson και Partch [1986]** εξετάζουν την επίδραση στις τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και ερευνούν το είδος των πληροφοριών που οι αυξήσεις μεταδίδουν στους επενδυτές.

Χρησιμοποιούν ημερήσια στοιχεία αποδόσεων μετοχών και εξετάζουν βιομηχανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο (η επιλογή είναι



τυχαία) που στο διάστημα 1972-1982 έκαναν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι:

- i) Όταν ανακοινώνεται έκδοση κοινών μετοχών κατά μέσο όρο υπάρχει στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής των μετοχών .
- ii) Όταν ανακοινώνεται πώληση προνομιούχων μετοχών η μέση μεταβολή είναι μικρή και όχι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10.
- iii) Εκδόσεις (κοινών μετοχών) που έχουν ολοκληρωθεί συνοδεύονται από θετικές μέσες αποδόσεις στο διάστημα μεταξύ ανακοίνωσης και έκδοσης και με αρνητικές όταν πραγματοποιείται η έκδοση.

#### ***ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΙΑΠΩΝΙΑ***

Οι **Kunimura και Severn [1990]** εξετάζουν την έκδοση νέων μετοχών στην Ιαπωνία και πώς επηρεάζονται οι τιμές τους μετά την έκδοση. Οι αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου γίνονται με δημόσια εγγραφή και από το 1973 γίνεται διάκριση των εκδόσεων κατά μέγεθος, συχνότητα και διαφορά μεταξύ τιμής έκδοσης και τρέχουσας τιμής.

Χρησιμοποιώντας μηνιαίες αποδόσεις και μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology), διαπίστωσαν έκτακτες αποδόσεις 1,4% τον πρώτο μήνα (ο μήνας που αρχίζει η έκδοση) και ασήμαντες έκτακτες αποδόσεις στους επομένους μήνες.

### 5.1.2. ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης απευθύνεται μόνο στους μετόχους της εταιρίας. Αν ένας τρίτος επενδυτής θελήσει να συμμετέχει στη νέα έκδοση είναι υποχρεωμένος να αγοράσει δικαιώματα που θα του επιτρέψουν την αγορά του αντίστοιχου αριθμού νέων μετοχών. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ελάχιστα στις Η.Π.Α. και οι λίγες εργασίες που έχουν γίνει δεν καταλήγουν σε οριστικά συμπεράσματα. Επειδή η μέθοδος των δικαιωμάτων χρησιμοποιείται περισσότερο εκτός των Η.Π.Α. γι' αυτό παρουσιάζουμε μελέτες και από άλλες χώρες. Στη χώρα μας, για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου οι εταιρίες υποχρεούνται να χρησιμοποιούν τη μέθοδο αυτή. Η απουσία εργασιών που θα μας έδιναν κάποια στοιχεία για την ελληνική αγορά μας αναγκάζει να ανατρέξουμε σε μελέτες άλλων χωρών.

#### *ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ Η.Π.Α.*

Ο **Nelson [1965]** εξετάζει όλες τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης που έκαναν οι εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE) στο διάστημα 1946-1957. Εξετάζει τη μεταβολή γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος και όχι την ημερομηνία κατά την οποία ανακοινώνεται η αύξηση. Βρίσκει ότι οι τιμές έξι μήνες μετά την αποκοπή του δικαιώματος δεν ήταν σημαντικά διαφορετικές απ' ότι οι τιμές έξι μήνες πριν την αποκοπή (μεταβολή -0,2%).

Ο **Scholes [1972]** ερευνά τις εκδόσεις μετοχών στη δευτερογενή αγορά (δηλαδή και τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης) των Η.Π.Α. Διερευνά την "υπόθεση συμπίεσης της τιμής" (price pressure hypothesis) που βασίζεται στην υπόθεση ότι η καμπύλη

ζήτησης των μετοχών μιας επιχείρησης δεν είναι πλήρως ελαστική αλλά έχει αρνητική κλίση<sup>84</sup>.

Χρησιμοποιεί μηνιαίες αποδόσεις μετοχών και εξετάζει την ημερομηνία έκδοσης. Με το υπόδειγμα της αγοράς εξετάζει 696 εκδόσεις που έγιναν στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE) μεταξύ 1926-1966 και διαπιστώνει:

- i) Θετικές έκτακτες αποδόσεις την περίοδο μέχρι την έκδοση.
- ii) Πτώση της τιμής, κατά μέσο όρο 0,3% το μήνα της έκδοσης.
- iii) Καμιά έκτακτη απόδοση την περίοδο μετά την έκδοση.
- iv) Η μεταβολή της τιμής κατά το μήνα έκδοσης ήταν ανεξάρτητη του μεγέθους της και έδειξε ότι δεν ισχύει η "υπόθεση της συμπίεσης της τιμής".

Ο **Smith [1977]** σε μια παρόμοια μελέτη εξετάζει 853 εκδόσεις μετοχών με τη χρήση δικαιωμάτων που έγιναν στο διάστημα 1926-1975. Χρησιμοποιεί το υπόδειγμα της αγοράς και μηνιαίες αποδόσεις και συμπεραίνει ότι:

- i) Υπάρχουν έκτακτες αποδόσεις 8-9% ένα χρόνο πριν την έκδοση.
- ii) Δεν υπάρχουν έκτακτες αποδόσεις μετά την έκδοση.
- iii) Αν και δεν έκανε έλεγχο για συμπίεση της τιμής, τα αποτελέσματά του έδειξαν μικρή μείωση 1,4% στο διάστημα των δύο μηνών πριν την ημερομηνία έκδοσης και ακολούθησε αύξηση ιδίου ύψους τους δύο μήνες μετά την έκδοση. Το γεγονός αυτό ίσως υποδηλώνει την ύπαρξη μικρής συμπίεσης τιμών.

---

<sup>84</sup> Μια άποψη που οι επενδυτές και τα διευθυντικά στελέχη πιστεύουν ότι ισχύει είναι ότι η έκδοση με τη χρήση δικαιωμάτων αυξάνει την προσφορά μετοχών της εταιρίας συμπιέζοντας την τιμή της μετοχής.

Οι **White και Lusztig [1980]** ερευνούν την αντίδραση της τιμής των μετοχών γύρω από την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων. Εξετάζουν την περίοδο 1962-1972. Χρησιμοποιούν ημερήσιες αποδόσεις και ελέγχουν την περίπτωση ταυτόχρονων ανακοινώσεων με άλλα σημαντικά γεγονότα. Τα αποτελέσματά τους αποκαλύπτουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης. Η μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών ήταν -1,03%.

Οι **Ekbo και Masullis [1987]** εξετάζουν τις μεταβολές της τιμής όταν οι επιχειρήσεις εκδίδουν νέο Μετοχικό Κεφάλαιο με τη χρήση δικαιωμάτων. Διακρίνουν τις αυξήσεις με βάση το βαθμό συμμετοχής του αναδόχου σε:

- Αυξήσεις χωρίς τις υπηρεσίες αναδόχου (pure rights).
- Αυξήσεις που χρησιμοποιούνται όλες οι υπηρεσίες αναδόχου (commitment offerings).
- Αυξήσεις που χρησιμοποιούν ορισμένες από τις υπηρεσίες αναδόχου (standby agreements).

Ερευνούν την περίοδο 1963-1981 και χρησιμοποιούν ημερήσιες αποδόσεις. Οι εταιρίες που συμμετέχουν στο δείγμα τους ικανοποιούν τα εξής κριτήρια:

- Είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. ( NYSE ή AMEX).
- Η ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης σχετικά με την αύξηση έχει δημοσιευτεί στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).
- Δεν προσφέρονται ταυτόχρονα στην αγορά ομολογίες ή προνομιούχες μετοχές.

- Γίνεται διάκριση όσων αυξήσεων έγιναν με τη βοήθεια αναδόχου με βάση τα ενημερωτικά φυλλάδια (prospectus).

Διαπιστώνουν ότι όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και δε χρησιμοποιείται ανάδοχος η μέση απόδοση των μετοχών είναι θετική και στατιστικά σημαντική (δεν υπάρχουν στοιχεία για αρνητικές αποδόσεις). Στις περιπτώσεις όμως που χρησιμοποιούνται οι υπηρεσίες αναδόχου διαπιστώθηκε ότι οι αποδόσεις είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές.

Ο **Kothare [1991]** ερευνά την επίδραση των ανακοινώσεων έκδοσης νέων μετοχών με τη χρήση δικαιωμάτων από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE ή AMEX) στην περίοδο 1970-1987. Ξεπερνά μειονεκτήματα προηγούμενων εργασιών εξετάζοντας περισσότερες επιχειρήσεις (150), μεγαλύτερη περίοδο και χρησιμοποιώντας ημερήσιες αποδόσεις μετοχών.

Στο δείγμα συμμετέχουν μόνο αυξήσεις που ικανοποιούν τα εξής κριτήρια:

- Η επιχείρηση αυξάνει μόνο το κοινό Μετοχικό της Κεφάλαιο.
- Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της αύξησης δημοσιεύονται στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).
- Δεν υπάρχουν άλλα σημαντικά γεγονότα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης.
- Υπάρχουν διαθέσιμες οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών.

Συμπεραίνει ότι η ανακοίνωση αύξησης με δικαιώματα προτίμησης μειώνει τις τιμές των μετοχών. Η μέση έκτακτη απόδοση είναι -1,54% στατιστικά σημαντική (από την κατανομή  $t$  [του student]  $t = -9,06\%$ ).

### **ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ**

Ο **Marsh [1979]** επικεντρώνει το ενδιαφέρον του αποκλειστικά σε αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων που έγιναν στην Αγγλία στο διάστημα 1962-1975. Εξετάζει την αποτελεσματικότητα της αγοράς και ειδικότερα το φαινόμενο μείωσης των τιμών (price pressure effect) γι' αυτό και ενδιαφέρεται για την περίοδο μετά την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι:

- i) Υπάρχουν μεγάλες έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση αύξησης (όπως διαπίστωσε και ο Scholes [1972] και ο Smith [1977]).
- ii) Υπάρχουν θετικές έκτακτες αποδόσεις την περίοδο μετά την ανακοίνωση της αύξησης.
- iii)) Ο υπολογισμός των αποδόσεων δε φαίνεται να επηρεάζεται από το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται.
- iv) Δεν υπάρχει σχέση μεταξύ αποδόσεων και μεγέθους έκδοσης.

### **ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΟΡΕΑ**

Οι **Kim και Lee [1990]** ερευνούν τις επιπτώσεις από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων στο διάστημα 1984-1988 που έγιναν στην Κορέα. Οι αυξήσεις ήταν συνολικά 239 και υπολογίστηκαν έκτακτες αποδόσεις για 25 μήνες γύρω από το μήνα που έγινε η ανακοίνωση (μήνας "0"). Χρησιμοποιούν μηνιαίες αποδόσεις, μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) και το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης - με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης (market adjusted model).

Διαπιστώνουν ότι η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών με δικαιώματα οδηγεί σε σημαντική αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Οι

έκτακτες αποδόσεις είναι θετικές (3,2%), στατιστικά σημαντικές αντίθετα με ότι συμβαίνει στις Η.Π.Α.

Ο **Kang [1990]** εξετάζει πώς μεταβάλλονται οι τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνονται αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων. Ερευνά 89 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που έγιναν στο διάστημα 1984-1987. Η επιλογή των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στο δείγμα έχει γίνει με βάση τα εξής κριτήρια:

- Δεν πρέπει να έχει συμβεί άλλο γεγονός εκτός από την αύξηση με δικαιώματα για διάστημα 100 ημερών γύρω από την ανακοίνωση.
- Αν η επιχείρηση έκανε περισσότερες από μία αυξήσεις στο ίδιο έτος επιλέγεται η πρώτη αύξηση μόνο.
- Για να αποφευχθεί το πρόβλημα των περιορισμένων συναλλαγών επιλέγει επιχειρήσεις με υψηλό όγκο συναλλαγών.

Χρησιμοποιεί τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων και αναλύει ημερήσιες αποδόσεις. Συμπεραίνει ότι οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν περισσότερο από τη μέση μεταβολή της αγοράς για τις επιχειρήσεις εκείνες που ανακοίνωσαν αύξηση.

### **5.1.3. ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΝ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Οι έρευνες που εξετάζουν την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων είναι σποραδικές και παρουσιάζουν αδυναμίες γι' αυτό και δεν καταλήγουν σε οριστικά συμπεράσματα.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα του **Nelson [1965]** δείχνουν ότι οι μετοχές επιχειρήσεων που αυξάνουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο με τη χρήση

δικαιωμάτων παρουσιάζουν ασήμαντα αρνητικές μεταβολές τιμών. Η μελέτη του όμως υπόκειται σε δύο περιορισμούς:

- Δε λαμβάνει υπόψη ταυτόχρονες ανακοινώσεις όπως κέρδη, μερίσματα, κλπ. και
- Δεν εξετάζει την ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης αλλά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος καθώς και ημερομηνίες έξι μήνες πριν και μετά την ημερομηνία αυτή.

Οι έρευνες του **Scholes [1972]** και του **Smith [1977]** εξετάζουν την επίδραση στις τιμές των μετοχών γύρω από την ημερομηνία προσφοράς τους σε μια προσπάθεια να εξακριβώσουν ισχυρισμούς ότι η χρήση δικαιωμάτων έχει αρνητική επίδραση. Ομως, καμιά από τις δύο μελέτες δε βρίσκει μεταβολή στις τιμές των μετοχών γύρω από τη θεωρούμενη σαν ημερομηνία του γεγονότος. Αυτά τα αποτελέσματα δεν είναι οριστικά για δύο λόγους:

- Οι έρευνες δεν επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στην ημερομηνία της πρώτης δημόσιας ανακοίνωσης αλλά στο μήνα της έκδοσης και
- Εξετάζονται μόνο οι μηνιαίες αποδόσεις μετοχών χωρίς να γίνεται έλεγχος για την ύπαρξη άλλων ανακοινώσεων την ίδια ημερομηνία.

Ο **Marsh [1979]** επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στην περίοδο μετά την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης και διαπιστώνει την ύπαρξη θετικών έκτακτων αποδόσεων. Σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά (efficient capital market) οι επιδράσεις από την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων θα ενσωματωθούν στις τιμές των μετοχών πριν ή την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης κάποιου γεγονότος. Οι ημερομηνίες των ανακοινώσεων εμφανίζονται σε τυχαίες στιγμές πριν την ημερομηνία που πραγματοποιείται η αύξηση. Επομένως:



- Χρησιμοποιώντας την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος σαν την ημερομηνία του γεγονότος (event) γίνεται δύσκολη η απομόνωση και ο υπολογισμός της επίδρασης που προέρχεται από την αύξηση.
- Η αποδεικτική ικανότητα υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν μηνιαία στοιχεία είναι μικρότερη απ' αυτή των ημερήσιων στοιχείων<sup>85</sup>.
- Οι μελέτες που δεν ελέγχουν για πιθανές παραποιήσεις που προέρχονται από ταυτόχρονες ανακοινώσεις είναι δυνατό να μεροληπτούν συστηματικά.

Οι **White και Lusztig [1980]** καταγράφουν αρνητικές αντιδράσεις των τιμών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου αλλά η έρευνά τους εξετάζει πολύ μικρό δείγμα.

Οι **Ekbo και Masulis [1987]** και ο **Kothare [1991]** αν και ξεπερνούν τις αδυναμίες που αναφέραμε εξετάζουν διαφορετικής διάρκειας περιόδους που όμως επικαλύπτονται και καταλήγουν σε αντίθετα αποτελέσματα.

## **5.2. ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ**

Οι επιχειρήσεις μπορούν να μεταβάλλουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση χωρίς να χρησιμοποιηθούν κεφάλαια αλλά με την αντικατάσταση μιας κατηγορίας αξιογράφων με αξιόγραφα κάποιας άλλης κατηγορίας. Οι ανταλλαγές αυτές πραγματοποιούνται μεταξύ της επιχείρησης και μιας ή περισσότερων κατηγοριών κατόχων χρεογράφων. Το σημαντικό στοιχείο στις προσφορές αντικατάστασης (exchange offers) είναι ότι δεν υπάρχει ταυτόχρονη μεταβολή στη διάρθρωση του Ενεργητικού της εταιρίας. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε εμπειρικές μελέτες που ερευνούν την αναδιάρθρωση του Μετοχικού Κεφαλαίου που γίνεται με προσφορές

---

<sup>85</sup> Βλέπε Brown και Warner [1985].

αντικατάστασης μεταξύ μετοχών και δανειακών χρεογράφων αναφέροντας τις πιθανές επιπτώσεις που έχουν στις τιμές των μετοχών.

### 5.2.1. ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ο **Masullis [1980a]** ερευνά τη μεταβολή στις αποδόσεις των μετοχών όταν ανακοινώνονται μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης χωρίς μετρητά. Στην περίπτωση προσφοράς αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με κοινές μετοχές (έκδοση κοινών μετοχών) διαπίστωσε μείωση της τιμής των μετοχών (κοινών και προνομιούχων).

Οι **Cornett και Travlos [1989]** ερευνούν, για την περίοδο 1973-1983, τις επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών από μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης με προσφορές αντικατάστασης των δανειακών χρεογράφων με μετοχές (έκδοση μετοχών) και διαπιστώνουν ότι συνοδεύονται με στατιστικά σημαντική μείωση των τιμών των κοινών μετοχών της εταιρίας. Επιπλέον στις προσφορές αντικατάστασης που μειώνουν τη μόχλευση η μείωση των τιμών είναι θετικά συσχετισμένη με απρόβλεπτες μειώσεις κερδών.

### 5.2.2. ΜΕΙΩΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ο **Masullis [1980a]** όταν εξέτασε προσφορές αντικατάστασης κοινών μετοχών με δανειακά χρεόγραφα (έκδοση δανειακών χρεογράφων) διαπίστωσε αύξηση της τιμής των μετοχών (κοινών και προνομιούχων). Στην αντικατάσταση κοινών μετοχών με προνομιούχες (έκδοση προνομιούχων μετοχών) δεν παρατήρησε καμιά μεταβολή στην τιμή.

Οι **Cornett και Travlos [1989]** ερευνούν και τις επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών από μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης με προσφορές

αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα (έκδοση ομολογιών) και διαπιστώνουν ότι προκαλείται στατιστικά σημαντική αύξηση των τιμών των κοινών μετοχών της εταιρίας. Επίσης, στις προσφορές αντικατάστασης που αυξάνουν τη μόχλευση, οι αυξήσεις των τιμών που τις συνοδεύουν έχουν θετική συσχέτιση με τις μεταβολές του αριθμού των μετοχών που κατέχουν τα διευθυντικά στελέχη.

### **5.3. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ**

Εδώ αναφέρουμε τα εμπειρικά αποτελέσματα εργασιών που χρησιμοποιούν διαστρωματικές παλινδρομήσεις για να διαπιστώσουν τους παράγοντες και τις επιπτώσεις που έχουν στις τιμές των μετοχών οι ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τις διάφορες μεθόδους που αναφέραμε παραπάνω.

Οι **Mikkelson και Partch [1986]** διεξάγουν διαστρωματικές αναλύσεις για να διαπιστώσουν τη σχέση μεταξύ έκτακτων αποδόσεων δύο ημερών (την ημερομηνία ανακοίνωσης έκδοσης των νέων χρεογράφων) και πιθανών παραγόντων που επηρεάζουν την τιμή. Ερευνούν αν οι τιμές επηρεάζονται από:

- Το καθαρό ποσό της νέας χρηματοδότησης που προσφέρει η έκδοση.
- Το μέγεθος της έκδοσης.
- Την ποιότητα των ομολογιών και μετατρέψιμων ομολογιών που εκδίδει.
- Το είδος του χρεογράφου.
- Το λόγο που γίνεται η έκδοση.

Γενικά, δεν διαπιστώνουν να επηρεάζεται η τιμή της μετοχής από το ύψος της νέας χρηματοδότησης, το μέγεθος της έκδοσης και την ποιότητα (από πλευράς κινδύνου) των ομολογιών. Βρίσκουν όμως ότι το είδος του χρεογράφου επηρεάζει τη μεταβολή της τιμής όταν ανακοινώνεται έκδοση νέων χρεογράφων. Έτσι, έχουμε μεγαλύτερη μείωση στην τιμή της μετοχής όταν γίνεται έκδοση κοινών μετοχών ή μετατρέψιμων ομολογιών. Επιπλέον η μείωση για τις κοινές μετοχές είναι μεγαλύτερη όταν η έκδοση γίνεται για επαναχρηματοδότηση δανείων αντί για χρηματοδότηση επενδύσεων. Κανένα όμως απ' αυτά τα αποτελέσματα δε συμφωνεί με την υπόθεση ότι η μείωση της τιμής αποτελεί μια επανεκτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης ή των επενδυτικών ευκαιριών της. Οι αντίθετες αντιδράσεις των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών σε ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου που ολοκληρώθηκαν ή που ακυρώθηκαν δείχνουν ότι τα διευθυντικά στελέχη εκδίδουν κοινές μετοχές όταν πιστεύουν ότι οι μετοχές είναι υπεριτιμημένες.

Ο Kang [1990] χρησιμοποιεί διαστρωματικές παλινδρομήσεις για να διαπιστώσει την επίδραση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με μετρητά και εξετάζει πώς επηρεάζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) από:

- Τον αριθμό νέων μετοχών που δίνονται σε κάθε παλιά μετοχή.
- Το λόγο της τρέχουσας τιμής των μετοχών προς την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών.
- Τη μεταβολή της μόχλευσης.
- Τη μέση απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων για δύο χρόνια μετά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Βρήκε ότι οι έκτακτες αποδόσεις επηρεάζονται από την αναμενόμενη κερδοφορία της επιχείρησης, από μεταβολές της μόχλευσης και τις συνθήκες της "αγοράς".

Οι **Masulis και Korwar [1986]** θέλοντας να διαπιστώσουν τους πιθανούς λόγους που οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται όταν ανακοινώνεται έκδοση νέων μετοχών χρησιμοποίησαν ένα υπόδειγμα διαστρωματικής παλινδρόμησης. Σαν ανεξάρτητη μεταβλητή χρησιμοποιούν την απόδοση δύο ημερών  $(-1, 0)$  πριν την ανακοίνωση. Διακρίνουν τις ανεξάρτητες μεταβλητές σε:

- Μεταβλητές που μετρούν την πιθανότητα έκδοσης νέων μετοχών. Σαν τέτοιες θεωρούν:
  - α) Το άθροισμα των αποδόσεων κάθε μετοχής για περίοδο 50 ημερών πριν την ανακοίνωση ( $t = -50$  έως  $t = -1$ ).
  - β) Το άθροισμα των αποδόσεων του δείκτη απόδοσης της αγοράς που χρησιμοποιούμε για την περίοδο 50 ημερών πριν την ανακοίνωση ( $t = -50$  έως  $t = -1$ ).
  - γ) Τη συχνότητα προηγούμενων εκδόσεων.
  - δ) Την πληροφορία ότι εγκρίθηκε η έκδοση νέων μετοχών τον προηγούμενο χρόνο.
  - ε) Τη μεταβλητή που φανερώνει αν ο δείκτης μόχλευσης το έτος πριν την αύξηση είναι μεγαλύτερος από το μέσο όρο των δεικτών μόχλευσης των τεσσάρων προηγούμενων ετών.
- Μεταβλητές που επηρεάζουν το μέγεθος της μεταβολής της τιμής των μετοχών. Σαν τέτοιες θεωρούν:
  - α) Την ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού των μετοχών.

- β) Τη μεταβολή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.
- γ) Το συνολικό κίνδυνο της μετοχής που μετριέται με τη διακύμανση.
- δ) Το ενδεχόμενο τα διευθυντικά στελέχη να πωλούν τις μετοχές που κατέχουν κατά την έκδοση.

Διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών την περίοδο που ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου έχουν:

- i) Θετική συσχέτιση με τη μεταβολή της μόχλευσης.
- ii) Αρνητική συσχέτιση με τη μεταβολή του αριθμού μετοχών που κατέχουν τα διευθυντικά στελέχη.

Οι **Cornett και Travlos [1989]** χρησιμοποίησαν ένα υπόδειγμα διαστρωματικής παλινδρόμησης για να συγκεντρώσουν περισσότερα στοιχεία για τον τρόπο που επηρεάζονται οι τιμές των μετοχών από προσφορές αντικατάστασης και για να διαπιστώσουν τους πιθανούς λόγους που μεταβάλλονται οι τιμές των μετοχών όταν αυτές ανακοινώνονται.

Η απόδοση δύο ημερών (-1, 0) για κάθε μετοχή είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ ανεξάρτητες μεταβλητές είναι:

- Η μόχλευση.
- Τα έκτακτα κέρδη για τα επόμενα δύο χρόνια από την προσφορά αντικατάστασης.
- Η ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού των μετοχών που κατέχουν τα διευθυντικά στελέχη και που προκαλείται από την προσφορά αντικατάστασης.
- Το είδος των μετοχών που αντικαθίσταται (κοινές ή προνομιούχες).

Διαπίστωσαν ότι το υπόδειγμά τους έχει στατιστικά σημαντική ερμηνευτική δύναμη και για τα δύο είδη αντικατάστασης. Ο συντελεστής της ποσοστιαίας μεταβολής του αριθμού των μετοχών είναι θετικός. Επίσης θετικός είναι και ο συντελεστής των έκτακτων κερδών. Αντίθετα, αρνητικός είναι ο συντελεστής της μόχλευσης για όλες τις παλινδρομήσεις.

Ο **Masulis [1983]** δημιούργησε ένα υπόδειγμα που εξηγεί τις αποδόσεις των μετοχών που συνδέονται με ανακοινώσεις προσφορών αντικατάστασης και υπολόγισε την επίδραση στις τιμές των μετοχών της επιχείρησης από τη μεταβολή της δανειακής επιβάρυνσης.

Οι κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές είναι:

- Η μεταβολή της μόχλευσης.
- Η μεταβολή των φορολογικών ωφελειών από δανεισμό (debt tax shields).

Διαπίστωσε ότι, μεταβολές στις τιμές των μετοχών είναι θετικά συσχετισμένες με μεταβολές της μόχλευσης και αρνητικά με μεταβολές του Μετοχικού Κεφαλαίου (προσφορές αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές [έκδοση μετοχών] ή μετοχών με δανειακά χρεόγραφα [έκδοση ομολογιών]). Τα αποτελέσματά του επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι μεταβολές της δανειακής επιβάρυνσης ειδοποιούν (signal) για μεταβολές στην αξία της επιχείρησης.

Οι **Ekbo και Masulis [1987]** θέλοντας να διαπιστώσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης εκτελούν δαστρωματικές παλινδρομήσεις. Εξαρτημένη

μεταβλητή όρισαν την έκτακτη απόδοση δύο ημερών  $CAR(-1, 0)$  και ανεξάρτητες:

- Την αμοιβή του αναδόχου.
- Αλλα έξοδα έκδοσης και διανομής μετοχών.
- Τη διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής διάθεσης των νέων μετοχών.
- Το άθροισμα των αποδόσεων κάθε μετοχής 60 ημέρες πριν την ανακοίνωση.
- Το συστηματικό κίνδυνο  $\beta$  της κάθε επιχείρησης.
- Το μη συστηματικό κίνδυνο  $\sigma$  της κάθε επιχείρησης.

Συμπεραίνουν ότι το άθροισμα των αποδόσεων είναι μόνο οριακά αρνητικό, (στατιστικά σημαντικό) όταν χρησιμοποιούνται όλες οι υπηρεσίες αναδόχου ενώ είναι ασήμαντο όταν δε χρησιμοποιούνται. Ο συστηματικός κίνδυνος επηρεάζει αρνητικά και στις δύο περιπτώσεις και γενικά οι διαστρωματικές παλινδρομήσεις εξηγούν 12-35% της συνολικής διακύμανσης των έκτακτων αποδόσεων γύρω από την ανακοίνωση.

Ο **Kothare [1991]** χρησιμοποιώντας όμοιες μεταβλητές μ' αυτές των Masulis και Korwar [1986] εκτελεί διαστρωματική παλινδρόμηση για να ερευνήσει τους πιθανούς λόγους της αντίδρασης της αγοράς σε ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης. Εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αθροιστική απόδοση δύο ημερών  $CAR(-1, 0)$  και ανεξάρτητες είναι:

- Το ποσοστό μεταβολής του αριθμού μετοχών.
- Η μεταβολή της μόχλευσης.



- Το άθροισμα των αποδόσεων κάθε μετοχής για δύο χρόνια πριν την ανακοίνωση.
- Το άθροισμα των αποδόσεων του δείκτη της αγοράς που χρησιμοποιούμε για δύο χρόνια πριν την ανακοίνωση.
- Ο συνολικός κίνδυνος της μετοχής που μετριέται με τη διακύμανση των αποδόσεων για διάστημα 60 ημερών που λήγει πέντε ημέρες πριν την ανακοίνωση.

Συμπεραίνει ότι οι μεταβλητές αυτές δεν έχουν ερμηνευτική ικανότητα παρά μόνο ο συντελεστής διακύμανσης για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις.

Οι Kim και Lee [1990] για να ελέγξουν ότι η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών με τη μέθοδο των δικαιωμάτων αποτελεί "καλό νέο" στην Κορέα εκτελούν διαστρωματική παλινδρόμηση. Εξαρτημένη μεταβλητή ορίζουν τη μέση αθροιστική απόδοση για διάστημα δύο μηνών πριν και δύο μηνών μετά την ανακοίνωση  $CAR(-2, +2)$ . Ανεξάρτητες μεταβλητές είναι:

- Το ποσοστό αύξησης του αριθμού των μετοχών.
- Ο δείκτης της αγοράς για διάστημα δύο μηνών γύρω από την ανακοίνωση.

Η δεύτερη μεταβλητή ελέγχει αν η απόδοση επηρεάζεται από την κατάσταση της αγοράς.

Συμπεραίνουν ότι οι έκτακτες αποδόσεις την περίοδο της ανακοίνωσης έκδοσης νέων μετοχών σχετίζονται θετικά με τον αριθμό των μετοχών ( $t = 4,47\%$ ) και με την κατάσταση της αγοράς ( $t = 2,28\%$ ). Δηλαδή, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών τόσο αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων και η αύξηση αυτή είναι μεγαλύτερη όταν η αγορά κινείται ανοδικά (bullish market).

#### 5.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο Κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν συνοπτικά τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που εξετάζουν την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με διάφορους τρόπους (δημόσια εγγραφή, δικαιώματα προτίμησης, προσφορές αντικατάστασης,) και διαπιστώθηκε ότι τα αποτελέσματα δε μπορούν να θεωρηθούν οριστικά. Σ' αυτό πιθανό να συμβάλλουν και οι αδυναμίες των μελετών αυτών (περιορισμένο δείγμα, ταυτόχρονες ανακοινώσεις, ημερομηνία έκδοσης, μηνιαία στοιχεία).

Ο Πίνακας 5.1 παρουσιάζει τις εμπειρικές μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας ανάλογα με τη μεταβολή που επέφεραν στην τιμή της μετοχής και τον τρόπο αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Επιπλέον αναφέρθηκαν οι μελέτες που αναλύουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών (διαστρωματικές παλινδρομήσεις). Ο Πίνακας 5.2 παρουσιάζει τις μεταβλητές που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών και τις μελέτες που αναφέρθηκαν σ' αυτές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΠΟΥ  
ΕΡΕΥΝΟΥΝ ΤΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΟΤΑΝ ΓΙΝΕΤΑΙ  
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΤΡΟΠΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ Μ.Κ.	ΑΥΞΗΣΗ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΜΕΙΩΣΗ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΚΑΜΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ	Kunimura & Severn [1990]	Asquith & Mullins [1986] Masulis & Korwar [1986] Mikkelson & Partch [1986]	
ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ	Scholes [1972] Smith [1977] Ekbo & Masulis [1987] * Marsh [1979] Kim & Lee [1990] Kang [1990]	White & Lusztig [1980] Kothare [1991] Ekbo & Masulis [1987] **	Nelson [1965]
ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ (ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ)	Masulis [1980a] Cornett & Travlos [1989]		
ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΜΕ ΜΕΤΟΧΕΣ (ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ)		Masulis [1980a] Cornett & Travlos [1989]	

\* Δεν χρησιμοποιούνται υπηρεσίες αναδόχου

\*\* Χρησιμοποιούνται υπηρεσίες αναδόχου

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2

### ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥΝ ΟΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΟΤΑΝ ΓΙΝΕΤΑΙ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ
ΕΙΔΟΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ	Mikkelson & Partch [1986]
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ	Masulis & Korwar [1986] Masulis [1983] Cornett & Travlos [1989] Kang [1990]
ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΓΟΡΑΣ	Kim & Lee [1990] Kang [1990]
ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	Kang [1990] Cornett & Travlos [1989]
ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΑΡΙΘΜΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ	Cornett & Travlos [1989] Masulis [1983] Kim & Lee [1990]
ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	Kothare [1991]
ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ	Masulis & Korwar [1986]

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΘΑ ΕΞΕΤΑΣΤΟΥΝ

Παρακάτω παρουσιάζονται οι σημαντικότερες υποθέσεις που προβλέπουν μεταβολές στις τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου<sup>86</sup>.

Ανάλογα με το είδος της μεταβολής που προβλέπουν στις τιμές των μετοχών οι υποθέσεις αυτές μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες:

#### **ΚΑΜΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ:**

Με την πρόβλεψη αυτή συμφωνεί η Υπόθεση της Υποκατάστασης (substitution hypothesis) που υποστηρίζει ότι: "οι μετοχές που εκδίδει μια επιχείρηση συνιστούν δικαίωμα σε αβέβαιες χρηματικές ροές, δεν είναι μοναδικές αλλά υπάρχουν άμεσα ή έμμεσα υποκατάστατα στην αγορά, η καμπύλη ζήτησης των μετοχών της επιχείρησης είναι οριζόντια και οι τιμές των μετοχών προσδιορίζονται μόνο από το βαθμό κινδύνου και την αναμενόμενη απόδοσή τους που εξαρτώνται από τις μελλοντικές χρηματικές ροές της μετοχής"<sup>87</sup>. Δηλαδή, υποστηρίζει ότι η ύπαρξη υποκατάστατων των μετοχών, αποτελεσματικής αγοράς και σταθερών επενδυτικών αναγκών αποκλείουν την περίπτωση να επηρεαστεί η τιμή της μετοχής από παράγοντες άλλους εκτός από τη μεταβολή των χρηματικών ροών της μετοχής. Επομένως, η τιμή των μετοχών μιας

<sup>86</sup> Οι υποθέσεις αυτές δεν είναι υποχρεωτικά αμοιβαία αποκλειόμενες.

<sup>87</sup> Βλέπε Scholes [1972].

επιχείρησης πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τον αριθμό μετοχών που εκδίδονται κατά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

#### **ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ:**

α) Η Υπόθεση της Συμπίεσης της Τιμής (price pressure hypothesis):

Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή οι μετοχές έχουν μοναδικά χαρακτηριστικά που τις διακρίνουν από όλες τις άλλες. Δηλαδή, οι μετοχές δεν έχουν υποκατάστατα και η καμπύλη ζήτησης των μετοχών έχει αρνητική κλίση. Επομένως, αύξηση της προσφοράς μετοχών που συμβαίνει όταν αυξάνεται το Μετοχικό Κεφάλαιο αναμένεται να προκαλέσει μείωση των τιμών των μετοχών<sup>88</sup>.

β) Η Υπόθεση Μεταβολής της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης (capital structure effect)<sup>89</sup>:

Η υπόθεση αυτή περιλαμβάνει τις πιο κάτω διατυπώσεις και σχετικές προβλέψεις:

- i. Με δεδομένα τα φορολογικά πλεονεκτήματα από τη χρηματοδότηση με δανεισμό, η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου μπορεί να μειώσει την τιμή των μετοχών αν μειώνει τη δανειακή επιβάρυνση<sup>90</sup> (περίπτωση αντικατάστασης δανειακών κεφαλαίων με Μετοχικό Κεφάλαιο).
- ii. Μια απρόβλεπτη μείωση της μόχλευσης μειώνει τον κίνδυνο των δανειακών κεφαλαίων με αποτέλεσμα τη μεταφορά πλούτου από τους μετόχους στους ομολογιούχους<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Βλέπε Scholes [1972].

<sup>89</sup> Βλέπε Asquith και Mullins [1986].

<sup>90</sup> Βλέπε Modigliani και Miller [1963], DeAngelo και Masulis [1980], Masulis [1980a], [1980b] και [1983].

<sup>91</sup> Βλέπε Galai και Masulis [1976].

- iii. Η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης ειδοποιεί (signals) για την πορεία της επιχείρησης. Υψηλότερο επίπεδο δανεισμού δημιουργεί υποχρεώσεις στην επιχείρηση και αν το σύστημα αμοιβών/κινήτρων των διευθυντικών στελεχών συνδέεται με την ικανότητα εξυπηρέτησης των σταθερών υποχρεώσεων, τότε υψηλότερος δανεισμός ειδοποιεί για θετικές προσδοκίες από την πλευρά της διοίκησης της επιχείρησης. Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης μειώνει το ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης και με βάση την περιγραφή που κάναμε προηγουμένως θεωρείται αρνητικό μήνυμα στην αγορά<sup>92</sup>.
- γ) Οι εκδόσεις νέων μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθούν για μετάδοση πληροφοριών (Υπόθεση Αρνητικών Πληροφοριών - information effect) που θα επηρεάσουν αρνητικά τις τιμές των μετοχών όταν τα διευθυντικά στελέχη έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης απ' ό,τι οι μέτοχοι (ασυμμετρία πληροφοριών - asymmetric information). Στην περίπτωση των αυξήσεων με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης η ασυμμετρία έχει ενδιαφέρον μόνο στην περίπτωση που οι μέτοχοι δεν εξασκήσουν τα δικαιώματά τους και δεν υπάρχει αγορά δικαιωμάτων<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Βλέπε Ross [1977].

<sup>93</sup> Βλέπε Leland και Pyle [1977], Miller και Rock [1985] και Myers και Mujluf [1984].

## **ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ:**

Αναμένεται στην περίπτωση που υπάρχουν ευνοϊκές πληροφορίες για την αποδοτικότητα των επενδύσεων της επιχείρησης (Υπόθεση Ευνοϊκών Πληροφοριών - information effect)<sup>94</sup>.

Αποφάσεις για την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης αναμένεται ότι θα επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Όμως, δε μπορούμε να γνωρίζουμε με βεβαιότητα αν η επίδραση θα είναι σύμφωνη με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς ή αν οι μεταβολές είναι αποτέλεσμα της ασυμμετρίας πληροφοριών μεταξύ διευθυντικών στελεχών και επενδυτών ή αποτέλεσμα μεταβολών κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στα κεφάλαια που ακολουθούν θα μελετήσουμε και θα προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε την επίδραση της απόφασης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις τιμές των μετοχών την ημέρα που ανακοινώνεται δημόσια (στον ημερήσιο τύπο).

---

<sup>94</sup> Βλέπε Asquith και Mullins [1986].



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΥΞΗΣΕΩΝ

Στο Κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα στοιχεία του δείγματος, οι πηγές τους, η διαδικασία συλλογής και επεξεργασίας τους και ο τρόπος επιλογής του τελικού δείγματος. Επιπλέον, παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία και χαρακτηριστικά των εταιριών που περιλαμβάνονται στο τελικό δείγμα.

#### 7.1. ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ - ΣΤΟΙΧΕΙΑ - ΠΗΓΕΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Στην περίοδο 1981-1990 εξήντα επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) πραγματοποίησαν συνολικά 110 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (Πίνακας 7.1) με καταβολή μετρητών<sup>95</sup>. Στον αριθμό αυτό συμπεριλαμβάνονται και επιχειρήσεις που έκαναν ταυτόχρονα πραγματική και λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Οι πηγές από τις οποίες αντλήθηκαν τα στοιχεία για την έρευνα είναι:

- Οι εκδόσεις του Χ.Α.Α. που αναφέρονται στην περίοδο 1981-1990.
- Τα επίσημα πρακτικά συνεδριάσεων του Δ.Σ. και της Γ.Σ. της κάθε εταιρίας.
- Τα επίσημα αρχεία του Χ.Α.Α.

<sup>95</sup> Αφού στη χώρα μας η πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου από εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες γίνεται μόνο με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης (βλέπε Κεφάλαιο 2), όταν αναφερόμαστε σε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου θα εννοούμε την αύξηση με καταβολή μετρητών και τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης.

- Ο ελληνικός ημερήσιος πολιτικός και οικονομικός τύπος της περιόδου που εξετάζεται.
- Η μελέτη : "Χρηματιστήριο Αθηνών : Δημιουργία Τράπεζας Πληροφοριών Χρηματιστηριακών Στοιχείων και Χαρακτηριστικά Απόδοσης και Κινδύνου Μετοχών για την περίοδο 1981-1990"<sup>96</sup>.
- Οι αρμόδιες υπηρεσίες του Υπουργείου Εμπορίου.

Πρώτο βήμα στη συλλογή των στοιχείων ήταν ο εντοπισμός και η καταγραφή όλων των αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης που ανακοινώθηκαν την περίοδο 1981-1990. Οι εταιρίες που ικανοποιούν τις συνθήκες αυτές περιέχονται στις εκδόσεις του Χ.Α.Α.<sup>97</sup> Συνολικά έγιναν 110 πραγματικές αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που παρουσιάζονται κατά κλάδο στον Πίνακα 7.2.

Στη συνέχεια, με τηλεφωνική και προσωπική επικοινωνία με κάθε εταιρία που έκανε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου<sup>98</sup>, συγκεντρώθηκαν τα εξής στοιχεία:

- Η ημερομηνία συνεδρίασης της Γ.Σ. που αποφάσισε την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.
- Η ημερομηνία και ο τίτλος της εφημερίδας όπου δημοσιεύτηκε η πρόσκληση που καλούσε τους μετόχους στην πιο πάνω Γ.Σ. Η

<sup>96</sup> Βλέπε Τραυλός [1992]. Η εργασία αυτή αποτελεί μια ολοκληρωμένη προσπάθεια καταγραφής και επεξεργασίας ημερήσιων στοιχείων του Χ.Α.Α. για την περίοδο 1981-1990.

<sup>97</sup> "Ετήσια Έκδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών" [1988], [1989], [1991] και "Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο" [1981] έως και [1990].

<sup>98</sup> Στην άμεση επικοινωνία μας με τις επιχειρήσεις διαπιστώσαμε ότι αυξήσεις που οι εκδόσεις του Χ.Α.Α. ανέφεραν σαν πραγματικές ήταν λογιστικές - "εικονικές" και μόνο για λόγους στρογγυλοποίησης περιείχαν καταβολή ελάχιστου ποσού που έγινε από τις ίδιες τις εταιρίες.

ημερομηνία αυτή είναι η πρώτη επίσημη<sup>99</sup> δημόσια ανακοίνωση για το επενδυτικό κοινό<sup>100</sup>.

- Ο τύπος της πρόσκλησης σε Γ.Σ. δηλαδή, "Καθαρή" ή "Σύνθετη"<sup>101</sup>.  
"Καθαρή" ορίζεται η πρόσκληση που αναφέρει σε μοναδικό θέμα της την πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης.

"Σύνθετη" ορίζεται η πρόσκληση που αναφέρει εκτός από την πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και άλλα θέματα όπως είναι η λογιστική - "εικονική" αύξηση, η διανομή κερδών, ο διορισμός μελών Δ.Σ., η διάσπαση μετοχών, κ.α. Η ταυτόχρονη ανακοίνωση και άλλων γεγονότων αλλοιώνει τα συμπεράσματα αφού δεν είναι εύκολο να διαπιστωθεί σε ποιο θέμα της ανακοίνωσης οφείλεται η έκτακτη απόδοση των μετοχών. Ομως, με τη διάκριση αυτή επιδιώκουμε να δούμε πώς μεταβάλλονται οι τιμές όταν ανακοινώνεται μόνο πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Τρίτο βήμα στη συλλογή των στοιχείων ήταν ο έλεγχος. Τα στοιχεία κάθε αύξησης που συγκεντρώθηκαν διασταυρώνονται με τις προσκλήσεις που δημοσιεύτηκαν στις εφημερίδες εξασφαλίζοντας έτσι την ορθότητα των πληροφοριών.

<sup>99</sup> Ο Ν. 2190/1920 ορίζει ότι η πρόσκληση σε Γ.Σ. πρέπει να δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο.

<sup>100</sup> Σε περίπτωση που η αύξηση δεν αποφασίστηκε στην πρώτη Γ.Σ. επειδή δεν είχε την απαιτούμενη απαρτία αλλά σε μία από τις επαναληπτικές, όπως προβλέπει ο Ν.2190/1920 άρθρο 29, λαμβάνεται υπόψη μόνο η πρώτη ανακοίνωση της αρχικής Γ.Σ.

<sup>101</sup> Αρχικά οι προσκλήσεις διακρίθηκαν σε κατηγορίες ανάλογα με τα θέματα που περιείχαν ως εξής:

Κατηγορία "Α": Μοναδικό θέμα η πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Κατηγορία "Β": Πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και διάφορα άλλα θέματα.

Κατηγορία "Γ": Μοναδικά θέματα η ταυτόχρονη πραγματική και λογιστική -"εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Κατηγορία "Δ": Ταυτόχρονη πραγματική και λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και άλλα θέματα.

Κατηγορία "Ε": Το Δ.Σ. αποφάσισε μόνο πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Ομως, ο μικρός αριθμός εταιριών που περιλαμβάνονται σε ορισμένες από αυτές τις κατηγορίες μας υποχρέωσε να δημιουργήσουμε μόνο δύο κατηγορίες προσκλήσεων ("Καθαρή" και "Σύνθετη").

Τελευταίο βήμα ήταν η "άντληση" των ημερήσιων αποδόσεων των αντίστοιχων μετοχών από την "Τράπεζα Πληροφοριών Χρηματιστηριακών Στοιχείων και Χαρακτηριστικά Απόδοσης και Κινδύνου Μετοχών για την περίοδο 1981-1990". Για κάθε εταιρία που έκανε αύξηση και για κάθε ημερομηνία ανακοίνωσης "αντλούνται" ημερήσιες αποδόσεις για περίοδο από 200 ημέρες πριν έως και 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση. Περισσότερα αναφέρονται στη συνέχεια όταν περιγράφεται ο τρόπος που σχηματίστηκε το τελικό δείγμα.

Από τις 110 αυξήσεις αποκλείστηκαν 7 για τις οποίες δεν ήταν δυνατή η συγκέντρωση των παραπάνω στοιχείων<sup>102</sup>. Έτσι, ο συνολικός αριθμός πραγματικών αυξήσεων (όλος ο πληθυσμός) μειώθηκε στις 103 για τις οποίες, όμως, ήταν δυνατό να συγκεντρωθούν όλα τα στοιχεία.

## 7.2. ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΩΝ

Η έρευνα επικεντρώνει το ενδιαφέρον της στην αντίδραση των τιμών των μετοχών όταν οι επιχειρήσεις (εισηγμένες στο Χ.Α.Α.) ανακοινώνουν αύξηση του Μετοχικού τους Κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών. Είναι ανάγκη λοιπόν να γνωρίζουμε τις ημερομηνίες<sup>103</sup> που ανακοινώνεται για πρώτη φορά η πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Βάσει του Ν. 2190/1920 θα θεωρείται σαν ημερομηνία πρώτης επίσημης δημόσιας ανακοίνωσης η ημερομηνία που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πρόσκληση της επιχείρησης που καλεί τους μετόχους σε Γ.Σ. και στην οποία αναφέρεται η πρόθεση της εταιρίας να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο (έχει ήδη γίνει περιγραφή του τρόπου που συγκεντρώθηκαν οι ημερομηνίες αυτές).

<sup>102</sup> Οι 7 αυξήσεις που αποκλείστηκαν περιλαμβάνουν: 3 αυξήσεις από επιχειρήσεις μεταλλείων, 2 από επιχειρήσεις κλωστούφαντουργίας, 1 από μεταλλουργική επιχείρηση και 1 από αλευροποιητική επιχείρηση.

<sup>103</sup> Αν η ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου είναι αργία τότε θα θεωρείται σαν ημερομηνία ανακοίνωσης η επόμενη εργάσιμη ημέρα.

Επειδή όμως δε γνωρίζουμε με βεβαιότητα αν οι επενδυτές πληροφορούνται για πρώτη φορά την αύξηση κατά την παραπάνω ημερομηνία, εξετάζεται το ενδεχόμενο να υπάρχουν πριν απ' αυτή και κάποιες άλλες ημερομηνίες ανακοίνωσης στις οποίες η αγορά πιθανώς ενημερώνεται για την πρόθεση της εταιρίας να κάνει αύξηση με μετρητά.

Μετά από έρευνα που έγινε για να διαπιστωθεί ποιές άλλες κατηγορίες ημερομηνιών πιθανόν είχαν αξιόλογο πληροφοριακό περιεχόμενο για τη μελέτη αυτή αλλά και συγχρόνως ήταν δυνατή η συλλογή τους από αξιόπιστες πηγές καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι τις δύο αυτές προϋποθέσεις τις ικανοποιούσε μόνο η ημερομηνία που το Δ.Σ. αποφάσισε να εισηγηθεί στη Γ.Σ. των μετόχων σα θέμα την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου<sup>104</sup>. Την ημερομηνία αυτή πρακτικά λαμβάνεται η πρώτη επίσημη απόφαση για αύξηση<sup>105</sup> του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Η έρευνα θα μελετήσει την αντίδραση των τιμών των μετοχών και στις δύο ημερομηνίες που συνδέονται με την αύξηση και είναι:

- α) Η ημερομηνία που δημοσιεύτηκε στον ημερήσιο τύπο (οικονομικό και πολιτικό) η πρόσκληση που καλεί σε Γ.Σ. τους μετόχους και στην οποία αναφέρεται σα θέμα, τουλάχιστον, η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με μετρητά (που πραγματοποιήθηκε).
- β) Η ημερομηνία που συνεδρίασε το Δ.Σ. της επιχείρησης και αποφάσισε να προτείνει στη Γ.Σ. των μετόχων την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση μετοχών με μετρητά. Το Δ.Σ., βάσει του

---

<sup>104</sup> Την ημερομηνία που πραγματοποιείται τελικά η Γ.Σ. των μετόχων και που αποφασίζεται επίσημα η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου δε θα εξεταστεί επειδή δεν αποτελεί ανακοίνωση κάποιου γεγονότος αλλά απλά επιβεβαιώνει την υλοποίηση κάποιας προηγούμενης ανακοίνωσης που η εμπειρία έχει δείξει ότι σχεδόν πάντα εγκρίνεται.

<sup>105</sup> Ο οικογενειακός χαρακτήρας πολλών ελληνικών επιχειρήσεων έχει σαν αποτέλεσμα τα μέλη του Δ.Σ. να είναι και οι ιδιοκτήτες και έτσι οι προτάσεις του Δ.Σ. πάντα να ψηφίζονται από τις Γ.Σ. Δηλαδή, στην πραγματικότητα, η αύξηση είναι πιθανό να έχει αποφασιστεί πολύ πριν και από την ημερομηνία που συνεδριάζει το Δ.Σ.

N. 2190/1920, συντάσσει την πρόσκληση που καλεί τους μετόχους σε Γ.Σ. και έχει την ευθύνη για τη δημοσίευσή της στον ημερήσιο τύπο. Δηλαδή, η επιθυμία της επιχείρησης να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο έχει διατυπωθεί πριν εμφανιστεί στις εφημερίδες η πρόσκληση σε Γ.Σ. Η ημερομηνία που συνεδρίασε το Δ.Σ. αναφέρεται στο κείμενο της πρόσκλησης προς τους μετόχους για Γ.Σ. (περιέχεται στο κείμενο ή στο τέλος της πρόσκλησης όπου γράφει "ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ"<sup>106</sup>). Όμως, η ημερομηνία του Δ.Σ. δε γίνεται γνωστή παρά μόνο μετά τη δημοσίευση της πρόσκλησης στον ημερήσιο τύπο (δηλαδή, δε γίνεται επίσημα και δημόσια γνωστή νωρίτερα). Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι πολλές φορές το Δ.Σ. προηγείται της δημοσίευσης της πρόσκλησης κατά μία μόνο ημέρα<sup>107</sup> μειώνοντας έτσι τη σημασία της ημερομηνίας του Δ.Σ.

Παρόλ' αυτά η ανακοίνωση τύπου (β) θα ερευνηθεί επειδή είναι η δεύτερη ημερομηνία που ήταν δυνατό να καταγραφεί και επειδή, ενώ δεν αποτελεί επίσημη ανακοίνωση, είναι ενδιαφέρον να διερευνηθεί κανείς εάν υπάρχει σημαντική αντίδραση των τιμών των μετοχών.

Ενημερωτικά αναφέρουμε ότι κατά τη γνώμη μας η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου σε ορισμένες περιπτώσεις δεν αποφασίζεται ούτε την ημέρα που συνεδρίασε το Δ.Σ. αλλά πριν προταθεί σα θέμα για συζήτηση. Όμως, δεν είναι δυνατό να προσδιοριστεί με ακρίβεια πότε έγινε η πρώτη αναφορά και γι' αυτό θεωρούμε το Δ.Σ. σα μια αρχική ανακοίνωση και την πρόσκληση σε Γ.Σ. σαν την πρώτη επίσημη και δημόσια ανακοίνωση

---

<sup>106</sup> Όταν δεν υπήρχε στο κείμενο αναζητήθηκε σε κάποια από τις άλλες πηγές που αναφέραμε παραπάνω.

<sup>107</sup> Την αύξηση μπορεί να την αποφασίσει και μόνο του το Δ.Σ., κάτω από ορισμένες συνθήκες (βλέπε Κεφάλαιο 2) και τότε δεν υπάρχει Γ.Σ. δηλαδή, οι ημέρες μεταξύ Δ.Σ. και Γ.Σ. είναι μηδέν (0). Διαπιστώθηκε ότι η δημοσίευση της πρόσκλησης της Γ.Σ. που ακολουθεί απέχει από την ημερομηνία του Δ.Σ. από 0 έως 27 ημέρες με το μεγαλύτερο ποσοστό αυξήσεων να ανακοινώνεται μέσα στις πρώτες δέκα ημέρες μετά την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ.

σχετικά με την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και είναι αυτή που κυρίως ερευνούμε για να διαπιστώσουμε αν η ανακοίνωση της πληροφορίας αυτής (αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου) μεταβάλλει τις αποδόσεις των μετοχών. Η εμπειρική ανάλυση των στοιχείων με τη μεθοδολογία που θα περιγράψουμε θα δώσει απάντηση στο ερώτημα αυτό.

### 7.3. ΔΕΙΓΜΑ

Για τη δημιουργία του τελικού δείγματος ακολουθήθηκε η διαδικασία που περιγράφεται στη συνέχεια.

Με τη βοήθεια Ηλεκτρονικού Υπολογιστή αντλούνται οι ημερήσιες ποσοστιαίες αποδόσεις<sup>108</sup> των 103 μετοχών (όλος ο πληθυσμός) και οι αντίστοιχοι δείκτες που μετρούν την απόδοση της "αγοράς" για περίοδο 200 ημερών συναλλαγής πριν και 10 ημερών μετά από την κάθε ημερομηνία ανακοίνωσης. Τα στοιχεία των ημερήσιων<sup>109</sup> αποδόσεων προέρχονται από τη μελέτη "Τράπεζα Πληροφοριών Χρηματιστηριακών Στοιχείων και Χαρακτηριστικά Απόδοσης και Κινδύνου Μετοχών για την περίοδο 1981-1990"<sup>110</sup>.

<sup>108</sup> Ποσοστιαία απόδοση μετοχής, σε κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, ορίζεται η μεταβολή της συνολικής της αξίας προς την αρχική της αξία. Η συνολική αξία περιλαμβάνει μερίσματα, μεταβολές στην τιμή και άλλες πραγματικές χρηματικές μεταβολές.

Επομένως, αν η τιμή της μετοχής στις χρονικές στιγμές  $t - 1$  και  $t$  είναι  $P_{t-1}$  και  $P_t$  αντίστοιχως και η κοινή μετοχή εισπράττει μέρισμα  $D_t$  κατά τη χρονική στιγμή  $t$ , τότε η ποσοστιαία απόδοση της μετοχής  $i$  κατά τη χρονική στιγμή  $t - 1$  σε  $t$  μετράται ως εξής:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Ο παραπάνω ορισμός της απόδοσης δεν ισχύει σε περιπτώσεις δωρεάν μετοχών, διάσπασης μετοχών, σύμπτυξης μετοχών, αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης και σε περιπτώσεις διανομών προς τους μετόχους σε είδος. Συνεπώς, απαιτούνται σχετικές προσαρμογές. Για λεπτομερή περιγραφή των προσαρμογών και του τρόπου υπολογισμού των αποδόσεων βλέπε Τραυλός [1992].

<sup>109</sup> Οι Brown και Warner [1985] αναφέρουν ότι η αποτελεσματικότητα των ελέγχων (tests) που χρησιμοποιούν μηνιαία στοιχεία είναι πολύ μικρότερη από αυτή των ελέγχων που χρησιμοποιούν ημερήσια στοιχεία.

<sup>110</sup> Βλέπε Τραυλός [1992].

Στη συνέχεια οι ημερομηνίες εκφράζονται με περιόδους γεγονότων (μία ημέρα συναλλαγής = 1 περίοδος). Επομένως, -10 είναι η δέκατη περίοδος πριν την ημέρα ανακοίνωσης. Η ημέρα ανακοίνωσης συμβολίζεται σαν περίοδος "0" ενώ +10 είναι η δέκατη περίοδος μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Οι 211 ημερήσιες αποδόσεις κάθε μετοχής χωρίζονται σε δύο περιόδους: α) την περίοδο προσδιορισμού (estimation period) από -200 έως -51 και β) την περίοδο του γεγονότος (event period) από -50 έως +10.

Από τις 103 ανακοινώσεις αύξησης έγινε προσπάθεια ώστε να εξασφαλιστεί η συμμετοχή σε όσο το δυνατό μεγαλύτερο αριθμό αυξήσεων στο τελικό δείγμα. Για το λόγο αυτό δε χρησιμοποιήθηκαν περιορισμοί που ενδεχομένως μειώνουν τον αριθμό αυξήσεων που θα συμμετέχουν. Εξετάζεται μόνο ο αριθμός των ημερών με συναλλαγές στην περίοδο πρόβλεψης κάθε επιχείρησης και αποκλείονται μετοχές που είχαν πολύ μικρό ή ανύπαρκτο αριθμό συναλλαγών για να αποφευχθούν προβλήματα κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας. Δηλαδή, το τελικό δείγμα αυξήσεων που ερευνάται αποτελείται απ' όλες τις ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου που ικανοποιούν το εξής κριτήριο επιλογής:

*"Στην έρευνα αυτή συμπεριλαμβάνονται μόνο αυξήσεις επιχειρήσεων που έχουν τουλάχιστον 30 ημερήσιες αποδόσεις<sup>111</sup> κατά την περίοδο προσδιορισμού".*

---

<sup>111</sup> Όπως σημειώνουν οι Brown και Warner [1985] "αν υπάρχουν ημέρες χωρίς αποδόσεις (δεν έγιναν συναλλαγές), κατά τον υπολογισμό παραμέτρων εξαιρούνται τόσο η ημέρα αυτή όσο και η απόδοση της ημέρας που ακολουθεί αμέσως μετά". Δηλαδή, θέλουμε να υπάρχουν συνολικά τουλάχιστον 30 ημέρες με αποδόσεις αφού εξαιρεθούν οι αποδόσεις που ακολουθούν τις ημέρες χωρίς απόδοση. Με τον περιορισμό αυτό εξασφαλίζεται ότι οι αποδόσεις που χρησιμοποιήθηκαν θα είναι όλες αποδόσεις μιας ημέρας.



Το κριτήριο αυτό περιόρισε τον αριθμό των αυξήσεων που περιέχει το τελικό δείγμα σε 59 που πραγματοποιήθηκαν από 36 επιχειρήσεις. Ο Πίνακας 7.3 παρουσιάζει την κατανομή των αυξήσεων κατά έτος και κατηγορία χρεογράφων που εκδίδονται. Παρατηρούμε ότι στο δείγμα συμμετέχουν μόνο αυξήσεις που έγιναν μετά το 1985. Από το έτος αυτό συμμετέχει μόνο μία αύξηση, το 1986 δύο, το 1987 συμμετέχουν έντεκα, το 1988 επτά, το 1989 επτά και το 1990 τριάντα μία, που αποτελούν το 52,5% των αυξήσεων του δείγματος. Επιπλέον ο Πίνακας 7.4 απεικονίζει τις 59 αυξήσεις του τελικού δείγματος κατά κλάδο δραστηριότητας. Παρατηρούμε ότι το 50,8% των αυξήσεων έγιναν από επιχειρήσεις που ανήκουν κατά το ήμισυ στον τραπεζικό κλάδο και κατά το ήμισυ στον κλάδο ασφαλειών και επενδυτικών επιχειρήσεων.

Για να ερευνηθεί με μεγαλύτερη ακρίβεια η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία που ανακοινώνεται η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου το τελικό δείγμα των 59 αυξήσεων χωρίζεται σε κατηγορίες λαμβάνοντας υπόψη και άλλα χαρακτηριστικά όπως η κατηγορία μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση (κοινές ή προνομιούχες), ο κλάδος στον οποίο ανήκει η επιχείρηση που κάνει την αύξηση ("Τραπεζικός" ή "Βιομηχανικός") και αν γίνονται ταυτόχρονα και άλλες ανακοινώσεις ("Καθαρές" ή "Σύνθετες"). Μας ενδιαφέρει να διαπιστώσουμε αν υπάρχουν έκτακτες αποδόσεις των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος και αν η απόδοση αυτή μεταβάλλεται όταν μεταβάλλεται ο τύπος της ανακοίνωσης (α ή β), το είδος της μετοχής, ο κλάδος της επιχείρησης και η ύπαρξη ταυτόχρονων ανακοινώσεων.

#### **7.4. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Ανάλογα με το συνδυασμό μετοχών (κοινών και προνομιούχων) που εκδίδει η επιχείρηση το τελικό δείγμα αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που ερευνάται διακρίνεται σε τρεις κατηγορίες που είναι:

- Αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών μετοχών
- Αυξήσεις με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών και
- Αυξήσεις με έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών.

Διαπιστώνεται ότι οι επιχειρήσεις αυτές έκαναν έκδοση μετοχών της κατηγορίας που είχαν σε κυκλοφορία. Εξαίρεση αποτελεί η έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών από επιχειρήσεις που τη στιγμή της ανακοίνωσης είχαν μόνο κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο.

Τα χαρακτηριστικά όλου του δείγματος και των υποδιαιρέσεών του αναφέρονται στον Πίνακα 7.5. Από το συνολικό αριθμό των 59 αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου, του τελικού δείγματος, 38 είναι αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών μετοχών, 18 είναι αυξήσεις με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων και 3 είναι αυξήσεις με έκδοση μόνο προνομιούχων.

Αν διακρίνουμε τις αυξήσεις ανάλογα με το είδος των μετοχών που εκδίδονται, διαπιστώνουμε ότι έγιναν συνολικά 55 αυξήσεις με έκδοση κοινών μετοχών και 20 με έκδοση προνομιούχων. Οι αυξήσεις με έκδοση κοινών μετοχών περιλαμβάνουν 38 αυξήσεις από επιχειρήσεις που δεν είχαν προνομιούχες μετοχές ενώ οι υπόλοιπες 17 ήταν αυξήσεις από επιχειρήσεις που έκαναν ταυτόχρονα έκδοση και προνομιούχων μετοχών. Οι 20 αυξήσεις με έκδοση προνομιούχων μετοχών αποτελούνται από 17

περιπτώσεις όπου οι επιχειρήσεις έκαναν ταυτόχρονα έκδοση και κοινών μετοχών και από 3 εταιρίες που έκαναν έκδοση προνομιούχων μετοχών για πρώτη φορά χωρίς να εκδώσουν ταυτόχρονα κοινές μετοχές.

Όταν γίνεται διάκριση των ανακοινώσεων σε "Καθαρές" και σε "Σύνθετες" διαπιστώνεται ότι το δείγμα περιλαμβάνει συνολικά 32 "καθαρές" ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου που αποτελούνται από 21 αυξήσεις με έκδοση κοινών μετοχών, 10 με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων και 1 με έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών. Οι "σύνθετες" ανακοινώσεις είναι συνολικά 27 που αποτελούνται από 17 αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών μετοχών, 8 με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων και 2 με έκδοση μόνο προνομιούχων.

Στον "Τραπεζικό" κλάδο (Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρίες, Επενδυτικές Εταιρίες και Εταιρίες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης) ανήκουν 29 αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών μετοχών και 3 με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών, δηλαδή, συνολικά 32 αυξήσεις. Στον "Βιομηχανικό" κλάδο (όλες οι επιχειρήσεις εκτός αυτών του "Τραπεζικού") ανήκουν 9 αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών μετοχών, 15 με έκδοση κοινών και προνομιούχων και 3 με έκδοση μόνο προνομιούχων, δηλαδή συνολικά 27 αυξήσεις.

Τέλος, "οικογενειακή" διοίκηση είχαν οι επιχειρήσεις 5 αυξήσεων με έκδοση κοινών μετοχών, 11 με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων και 3 με έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών.

Ο Πίνακας 7.6 παρουσιάζει συγκεντρωτικές στατιστικές παραμέτρους (μέσος, τυπική απόκλιση, διάμεσος) των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στο τελικό δείγμα για την περίοδο 1981-1990. Χωρίζεται σε τρία τμήματα που το καθένα αναφέρεται σε μια κατηγορία αυξήσεων ανάλογα με το συνδυασμό μετοχών που εκδίδουν οι επιχειρήσεις κατά την

αύξηση. Τα στοιχεία προέρχονται από τους Ισολογισμούς των επιχειρήσεων που περιέχονται στις εκδόσεις του Χ.Α.Α.: "Ετήσια Εκδοση Χρηματιστηρίου Αθηνών" του 1985, 1989 και 1991 και από τα "Ετήσια Στατιστικά Δελτία" του 1984-1990.

Στο Τμήμα Α του Πίνακα 7.6 παρουσιάζονται συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των 38 αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση μόνο κοινών μετοχών. Το σύνολο του Ενεργητικού και των Υποχρεώσεων που παρουσιάζονται στις σειρές (1) και (2) προέρχονται από τους Ισολογισμούς που περιέχονται στην "Ετήσια Εκδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών" του 1985, 1989 και 1991. Ο μέσος αυτών των μεταβλητών είναι (σε χιλιάδες δρχ.) 99.542.059 και 94.085.562 αντίστοιχα, ενώ η τυπική απόκλιση τους είναι 226.234.945 και 217.409.248 και ο διάμεσος υπολογίστηκε σε 5.702.076 και 3.481.414<sup>112</sup>.

Στην τρίτη σειρά (3) παρουσιάζεται η τρέχουσα αξία των κοινών μετοχών που έχει η επιχείρηση πριν ανακοινώσει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η τρέχουσα αξία είναι το γινόμενο του αριθμού των μετοχών πριν την ανακοίνωση αύξησης επί τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών στις 31/12 του έτους πριν την ανακοίνωση. Ο μέσος, η τυπική απόκλιση και ο διάμεσος της μεταβλητής αυτής είναι αντίστοιχα (σε χιλιάδες δρχ.) 6.282.498, 7.923.795 και 2.627.680. Η τρέχουσα αξία των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν αναφέρεται στη σειρά (4) και είναι το γινόμενο του αριθμού των μετοχών που εκδίδονται επί την τιμή διάθεσης. Ο μέσος, η τυπική απόκλιση και ο διάμεσος είναι αντίστοιχα (σε χιλιάδες δρχ.) 3.264.864, 5.561.106 και 1.012.600.

---

<sup>112</sup> Οι στατιστικοί παράμετροι είναι αυτής της τάξης εξαιτίας της διαφοράς μεγέθους των επιχειρήσεων του δείγματος (για παράδειγμα σύνολο Ενεργητικού 1989: "ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ" 1,13 δισ. και "ΒΙΟΤΕΡ" 277 εκατ.).

Ο αριθμός κοινών μετοχών που κυκλοφορούν πριν την έκδοση και ο αριθμός μετοχών που εκδόθηκαν αναφέρονται στις σειρές (5) και (6) και προέρχονται από τα "Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α." των ετών 1985-1990. Ο μέσος όρος των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία και των μετοχών που εκδόθηκαν με την ανακοίνωση αύξησης είναι 2.703.078 και 812.657 αντίστοιχα, η τυπική απόκλιση είναι 2.835.043 και 599.156 και η διάμεσος είναι 2.200.000 και 660.325.

Τέλος, στη σειρά (7) καταγράφεται η ποσοστιαία μεταβολή της μόχλευσης από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου. Βασίζεται σε λογιστική αξία και υπολογίζεται:

$$\left( \frac{\Delta Y.}{E_{+1}} \div \frac{\Delta Y.}{E_{-1}} \right) - 1$$

όπου:

$\Delta Y.$  = Δανειακές Υποχρεώσεις πριν την ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

$E_{-1}$  = Ενεργητικό στις 31/12 πριν την ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

$E_{+1}$  =  $E_{-1}$  + Πραγματικά Κεφάλαια που θα αντλήσει η επιχείρηση από την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Στο Τμήμα Β του Πίνακα 7.6 παρουσιάζονται τα στατιστικά στοιχεία των 18 αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών, ενώ στο Τμήμα Γ τα στατιστικά στοιχεία των 3 αυξήσεων με έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών. Οι μεταβλητές και στα δύο Τμήματα (Β και Γ) είναι όμοιες μ' αυτές που χρησιμοποιήθηκαν και περιγράφηκαν παραπάνω στο Τμήμα Α. Όμως στο Τμήμα Β και Γ οι μετοχές διακρίνονται σε κοινές και προνομιούχες.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7.1**  
**ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΚΔΟΣΕΩΝ
1981	9
1982	6
1983	7
1984	7
1985	4
1986	7
1987	12
1988	12
1989	9
1990	37
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>110</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7.2**  
**ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	ΣΥΝΟΛΟ
ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ											
1. ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1		2	1		1	3	4		9	21
2. ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ-ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2	1			3	3	4	2	1	5	21
3. ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΧΡΗΜ/ΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ									1	1	2
4. ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ-ΣΥΓΓ/ΝΙΕΣ											
5. ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΕΣ		2	2	2		2	1		4	2	15
6. ΧΗΜΙΚΕΣ	1			2			1		2	2	8
7. ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΕΣ	1									2	3
8. ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ			1	1				1			3
9. ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΕΣ	1						1	1	1	4	8
10. ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ		2	1					2		2	7
11. ΑΛΕΥΡΟΠΟΙΗΤΙΚΕΣ	1									3	4
12. ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ										2	2
13. ΨΥΓΕΙΑ											
14. ΧΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ											
15. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	1										1
16. ΔΙΑΦΟΡΕΣ	1	1	1	1	1	1	2	2		5	15
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>37</b>	<b>110</b>

**Σημείωση:** Για ευκολία οι Πίνακες 7.1 και 7.2 αποτελούν επανάληψη των Πινάκων 3.3 και 3.4

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7.3**

**ΚΑΤΑΝΟΜΗ 59 ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΤΕΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΕΤΟΣ ΚΑΙ  
ΕΙΔΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΕΚΔΙΔΟΥΝ ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ  
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990**

ΕΤΟΣ	ΕΙΔΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΕΚΔΙΔΟΝΤΑΙ			ΣΥΝΟΛΟ
	ΚΟΙΝΕΣ	ΚΟΙΝΕΣ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ	ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ	
1981				
1982				
1983				
1984				
1985	1			1 (1,7)
1986	2			2 (3,4)
1987	9	2		11 (18,6)
1988	6	1		7 (11,9)
1989	4	3		7 (11,9)
1990	16	12	3	31 (52,5)
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>38</b> (64,41)	<b>18</b> (30,5)	<b>3</b> (5,1)	<b>59</b>

**Σημείωση:** Οι αριθμοί στις παρενθέσεις εκφράζουν ποσοστά

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.4

ΤΕΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ 59 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ  
ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΕΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990

ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	ΣΥΝΟΛΟ
1. ΤΡΑΠΕΖΕΣ						1	2	3	1	8	15 (25,4)
2. ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ-ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ					1	1	5	1	1	6	15 (25,4)
3. LEASING									1	1	2 (3,4)
4. ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ-ΣΥΓΓΙΝΙΕΣ											
5. ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΕΣ									1	2	3 (5,1)
6. ΧΗΜΙΚΕΣ							1	1	1		3 (5,1)
7. ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΕΣ											
8. ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ											
9. ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΕΣ							1		1	4	6 (10,2)
10. ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ								1		1	2 (3,4)
11. ΑΛΕΥΡΟΠΟΙΗΤΙΚΕΣ										2	2 (3,4)
12. ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ											
13. ΨΥΓΕΙΑ											
14. ΧΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ											
15. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ											
16. ΔΙΑΦΟΡΕΣ							2	1	1	7	11 (18,6)
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>					<b>1</b> (1,7)	<b>2</b> (3,4)	<b>11</b> (18,6)	<b>7</b> (11,9)	<b>7</b> (11,9)	<b>31</b> (52,5)	<b>59</b>

Σημείωση: Οι αριθμοί στις παρενθέσεις εκφράζουν ποσοστά



## ΠΙΝΑΚΑΣ 7.5

### ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ 59 ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΤΕΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990

	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ.	ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ		ΣΥΝΟΛΟ
	ΚΟΙΝΩΝ	ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ	ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ	
Αριθμός αυξήσεων σε κάθε κατηγορία <sup>α</sup>	38	18	3	59
Τύπος μετοχών που εκδίδουν:				
"Κοινές"	38	17	0	55
"Προνομιούχες"	0	17	3	20
Τύπος ανακοίνωσης που έγινε:				
"Καθαρή" <sup>β</sup>	21	10	1	32
"Σύνθετη" <sup>γ</sup>	17	8	2	27
Κλάδος επιχείρησης:				
"Τραπεζικός" <sup>δ</sup>	29	3	0	32
"Βιομηχανικός" <sup>ε</sup>	9	15	3	27
Επιχειρήσεις με "Οικογενειακή Διοίκηση" <sup>στ</sup>	5	11	3	19

<sup>α</sup> Οι αριθμοί προέρχονται από τον Πίνακα 7.3.

<sup>β</sup> Η ανακοίνωση που περιέχει σα μοναδικό θέμα την πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

<sup>γ</sup> Η ανακοίνωση που περιέχει περισσότερα θέματα (μέρισμα, κέρδη, λογιστική αύξηση, πραγματική αύξηση κ.α.).

<sup>δ</sup> Περιλαμβάνονται οι Τράπεζες, οι Ασφαλιστικές Εταιρίες, οι Επενδυτικές Εταιρίες και οι Εταιρίες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.

<sup>ε</sup> Περιλαμβάνονται όλες οι επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στον "Τραπεζικό" κλάδο.

<sup>στ</sup> Ο χαρακτηρισμός έγινε εμπειρικά ελέγχοντας αν η οικογένεια μετέχει στο Δ.Σ. της επιχείρησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.6

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990

	Μέσος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος
<b>Τμήμα Α: Για 38 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (Μ.Κ.) με Έκδοση μόνο Κοινών Μετοχών</b>			
(1) Σύνολο Ενεργητικού (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>α</sup>	99.542.059	226.234.945	5.702.076
(2) Σύνολο Υποχρεώσεων (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>α</sup>	94.085.562	217.409.248	3.481.414
(3) Τρέχουσα αξία κοινών μετοχών που κυκλοφορούν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>β</sup>	6.282.498	7.923.795	2.627.680
(4) Τρέχουσα αξία κοινών μετοχών που εκδόθηκαν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>γ</sup>	3.264.864	5.561.106	1.012.600
(5) Αριθμός κοινών μετοχών που κυκλοφορούν πριν την ανακάλυψη αύξησης	2.703.078	2.835.043	2.200.000
(6) Αριθμός κοινών μετοχών που εκδόθηκαν	812.657	599.156	660.325
(7) Ποσοστιαία μεταβολή μόχλευσης (%) από αύξηση Μ.Κ. <sup>δ</sup>	-31,05	29,32	-30,4
<b>Τμήμα Β: Για 18 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (Μ.Κ.) με ταυτόχρονη Έκδοση Κοινών και Προνομιούχων Μετοχών</b>			
(1) Σύνολο Ενεργητικού (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>α</sup>	11.606.484	21.653.274	2.050.912
(2) Σύνολο Υποχρεώσεων (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>α</sup>	8.691.287	18.155.641	1.246.745
(3) Τρέχουσα αξία κοινών μετοχών που κυκλοφορούν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>β</sup>	2.939.811	3.888.993	966.848
(4) Τρέχουσα αξία προνομιούχων μετοχών που κυκλοφορούν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>β</sup>	691.468	921.899	243.800
(5) Τρέχουσα αξία κοινών μετοχών που εκδόθηκαν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>γ</sup>	1.003.632	1.354.594	279.000
(6) Τρέχουσα αξία προνομιούχων μετοχών που εκδόθηκαν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>γ</sup>	408.158	656.831	168.750
(7) Αριθμός κοινών μετοχών που κυκλοφορούν πριν την ανακάλυψη αύξησης	1.658.829	1.551.299	1.099.732
(8) Αριθμός προνομιούχων μετοχών που κυκλοφορούν πριν την ανακάλυψη αύξησης	479.233	368.097	400.000
(9) Αριθμός κοινών μετοχών που εκδόθηκαν	571.036	726.036	276.012
(10) Αριθμός προνομιούχων μετοχών που εκδόθηκαν	232.915	241.331	87.230
(11) Ποσοστιαία μεταβολή μόχλευσης (%) από αύξηση κοινού Μ.Κ. <sup>δ</sup>	-11,02	7,26	-7,8
(12) Ποσοστιαία μεταβολή μόχλευσης (%) από αύξηση προνομιούχου Μ.Κ. <sup>δ</sup>	-6,30	5,18	-5,5
(13) Ποσοστιαία μεταβολή μόχλευσης (%) από συνολική αύξηση Μ.Κ. <sup>δ</sup>	-8,66	6,74	-6,4
(14) Αριθμός ημερών μεταξύ 1ης και 2ης ανακάλυψης	3,9	5,78	2

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.6 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ)

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990

Τμήμα Γ: Για 3 Αυξήσεις Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (Μ.Κ.)  
με Έκδοση Προνομιούχων Μετοχών

	Μέσος	Τυπική Απόκλιση	Διήμεσος
(1) Σύνολο Ενεργητικού (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>α</sup>	14.086.495	12.147.108	10.276.169
(2) Σύνολο Υποχρεώσεων (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>α</sup>	7.841.823	6.098.404	7.297.837
(3) Τρέχουσα αξία προνομιούχων μετοχών που κυκλοφορούν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>β</sup>	-	-	-
(4) Τρέχουσα αξία προνομιούχων μετοχών που εκδόθηκαν (σε χιλιάδες δραχ.) <sup>γ</sup>	3.518.457	2.671.689	2.782.500
(5) Αριθμός προνομιούχων μετοχών που κυκλοφορούν πριν την ανακοίνωση αύξησης	-	-	-
(6) Αριθμός προνομιούχων μετοχών που εκδόθηκαν	689.870	299.229	483.551
(7) Ποσοστιαία μεταβολή μόχλευσης (%) από αύξηση προνομιούχου Μ.Κ. <sup>δ</sup>	23,83	5,38	-21,3

**Σημείωση:** Τα στοιχεία προέρχονται από την "Ετήσια Έκδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών" [1985], [1988], [1989], [1991] και τα "Ετήσια Στατιστικά Δελτία" των ετών 1984 - 1990.

<sup>α</sup> Αναφέρονται στη λογιστική αξία της προηγούμενης διαχειριστικής περιόδου.

<sup>β</sup> Είναι ίσο με το γινόμενο του αριθμού κοινών μετοχών που ήδη κυκλοφορούν επί την τιμή κλεισίματος στο τέλος του έτους (31/12) πριν την ανακοίνωση.

<sup>γ</sup> Είναι το γινόμενο του αριθμού κοινών μετοχών που εκδόθηκαν επί την τιμή έκδοσης.

<sup>δ</sup> Βασίζεται σε λογιστική αξία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Χρησιμοποιώντας μεθόδους "Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων" (event study methodologies), όπως περιγράφονται από τους Brown και Warner [1983] και [1985], ελέγχονται οι υποθέσεις που διατυπώθηκαν στο Κεφάλαιο 6 και υπολογίζονται οι επιδράσεις επί των τιμών των μετοχών από ανακοινώσεις πραγματικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης. Δηλαδή, εξετάζεται η μεταβολή της τιμής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρίας να εκδόσει νέες μετοχές.

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τυχόν επιδράσεις στην τιμή της μετοχής, που προέρχονται από τις πληροφορίες σχετικά με την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης, θα πρέπει να παρατηρηθούν κατά την ημέρα ανακοίνωσης και όχι μετά απ' αυτήν αφού μόνο την ημέρα ανακοίνωσης μεταδίδονται νέες πληροφορίες. Επομένως, η έρευνα εξετάζει μόνο τις μεταβολές των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Το ερευνητικό ενδιαφέρον εντοπίζεται στις σχετικές ανακοινώσεις των πιο κάτω ημερομηνιών:

- i) Την ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης Γ.Σ. των μετόχων και στην οποία αναφέρεται σα θέμα η πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

ii) Την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. που αποφάσισε να προτείνει στη Γ.Σ. των μετόχων την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

Για την ανάλυση των επιδράσεων τιμών των μετοχών στις σχετικές ανακοινώσεις απαιτείται κάποιο μέτρο σύγκρισης με το οποίο θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις. Ένα τέτοιο μέτρο σύγκρισης είναι η "κανονική" ή "αναμενόμενη" απόδοση των μετοχών που υπολογίζεται με μια από τις μεθόδους που αναφέρονται αναλυτικά παρακάτω.

Στη συνέχεια εξηγείται πώς υπολογίζονται οι έκτακτες<sup>113</sup> αποδόσεις και παραθέτονται οι κατάλληλες στατιστικές μέθοδοι για να ελεγχθούν πόσο σημαντικές είναι οι έκτακτες αποδόσεις. Επίσης αναφέρεται η μεθοδολογία των Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων (cross-sectional regressions) που χρησιμοποιείται για να διερευνηθεί η τυχόν επίδραση συγκεκριμένων παραγόντων επί των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών. Τα αποτελέσματα από την εφαρμογή αυτών των μεθόδων παρουσιάζονται στο επόμενο Κεφάλαιο.

### **8.1. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΝΕΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ**

Η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης την ημέρα που ανακοινώνεται αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου δε μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σ' αυτήν την ανακοίνωση γιατί οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από πολλές άλλες πληροφορίες που μπορεί να περιέχονται ή όχι σ' αυτήν.

Για τη μέτρηση μόνο της επίδρασης από την ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης πρέπει

<sup>113</sup> Δηλαδή, αν οι αποδόσεις των μετοχών είναι διαφορετικές απ' αυτές που αναμένονται με βάση το κατάλληλο υπόδειγμα.

πρώτα να εξουδετερωθούν οι μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές από γεγονότα που δεν περιέχονται στη συγκεκριμένη ανακοίνωση.

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

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Για να υπολογιστεί η έκτακτη απόδοση,  $e_{it}$ , των μετοχών σε ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών πρέπει να προσδιοριστεί το  $E(R_{it})$ , δηλαδή, η "μη-παρατηρηθείσα" αναμενόμενη απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$ .

Διάφορα υποδείγματα έχουν προταθεί για τον προσδιορισμό του  $E(R_{it})$  και των σχετικών έκτακτων αποδόσεων. Περισσότερο διαδεδομένα είναι<sup>114</sup>:

- Το υπόδειγμα της "αγοράς" (market model).
- Το υπόδειγμα της "μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης" (mean-adjusted model).
- Το υπόδειγμα της "προσαρμοσμένης - με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης" (market-adjusted model).

---

<sup>114</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες για τα υποδείγματα αυτά βλέπε Brown [1980] και Warner [1985].

### 8.1.1. ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ <sup>115</sup>

Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την παρακάτω διαδικασία:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

όπου:

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, M$$

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

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

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

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

$e_{it}$  = υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  που έχει κανονική κατανομή και μέσο μηδέν (0). Επίσης, υποθέτουμε ότι η διακύμανση του  $e_{it}$  είναι σταθερή διαμέσου του χρόνου.

Το Χαρτοφυλάκιο της αγοράς  $R_{mt}$  είναι δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ο "Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών" που όμως δεν περιέχει τα διανεμηθέντα μερίσματα και συνεπώς δεν αποτελεί αντιπροσωπευτικό μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου αφού από κατασκευής του υποεκτιμά την απόδοσή του<sup>116</sup>. Επίσης η έλλειψη, για αρκετές μετοχές, συναλλαγών επί καθημερινής βάσης και οι ετεροχρονισμένες συναλλαγές δημιουργούν σοβαρά οικονομετρικά προβλήματα στον υπολογισμό του  $\beta$  (βήτα). Αν λοιπόν ο επενδυτής

<sup>115</sup> Για μια λεπτομερή παρουσίαση του υποδείγματος της "αγοράς" βλέπε Fama [1976].

<sup>116</sup> Βλέπε σχετικά Τραυλός [1992], Παραϊοαννου [1982] και [1984], Καραθανάσης και Φίλιππας [1990] και Karathanassis και Philippos [υπό δημοσίευση].

χρειάζεται ένα δείκτη συνολικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου του ο δείκτης τιμών του Χ.Α.Α. δεν επαρκεί. Εδώ χρησιμοποιείται ο "Σταθμικός - με αγοραίες αξίες - Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς <sup>117</sup>", ένας δείκτης συνολικής χρηματιστηριακής απόδοσης που δεν παρουσιάζει τα παραπάνω αναφερθέντα μειονεκτήματα.

Ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής  $i$  είναι το μέτρο της ευαισθησίας της μετοχής αυτής στις μεταβολές της αγοράς. Ορίζεται σαν το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής  $i$  με αυτή της αγοράς διά τη διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ  $R_{it}$  και  $R_{mt}$  (με 150 ημερήσιες<sup>118</sup> αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση της Γ.Σ. (δηλαδή εκτός της περιόδου του γεγονότος [event period])<sup>119</sup>, υπολογίζονται οι συντελεστές  $\hat{\alpha}_i$  και  $\hat{\beta}_i$  για κάθε μετοχή του δείγματος.

Χρησιμοποιώντας τους συντελεστές  $\hat{\alpha}_i$  και  $\hat{\beta}_i$  η εξίσωση (2) γίνεται:

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}] \quad (3)$$

Η αφαίρεση των αναμενόμενων αποδόσεων από τις αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν προσδιορίζει (estimates) τις έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns)  $\hat{e}_{it}$ .

Δηλαδή το  $[\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}]$  είναι η "κανονική" απόδοση της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  και το  $\hat{e}_{it}$  είναι η "έκτακτη" απόδοση της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$ .

<sup>117</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τον τρόπο υπολογισμού βλέπε Τραυλός [1992].

<sup>118</sup> Οι White και Lusztig [1980] αναφέρουν ότι για να ελεγχθεί πόσο γρήγορα αντιδρά η αγορά σε νέες πληροφορίες πρέπει τα στοιχεία τιμών να είναι ημερήσια ή μικρότερων διαστημάτων.

<sup>119</sup> Δηλαδή, επιλέγονται για κάθε εταιρία 211 ημερήσιες αποδόσεις από  $t = -200$  έως  $t = +10$  (αν  $t = 0$  είναι η περίοδος που γίνεται η ανακοίνωση). Το διάστημα αυτό χωρίζεται σε δύο μέρη, την περίοδο προσδιορισμού (estimation period) από  $t = -200$  έως  $t = -51$  (150 παρατηρήσεις) και την περίοδο του γεγονότος (event period) από  $t = -50$  έως  $t = +10$  (61 παρατηρήσεις).



Το υπόδειγμα της αγοράς, όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση (2), δείχνει τη συνολική απόδοση  $R_{it}$  της μετοχής  $i$  να αποτελείται από την απόδοση της αγοράς και από ένα μέρος που εξαρτάται από τη συγκεκριμένη επιχείρηση.

Η αφαίρεση του  $[\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}]$  από το  $R_{it}$  εξουδετερώνει την επίδραση των μεταβολών της αγοράς αλλά δεν εξουδετερώνει μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές και από άλλα γεγονότα εκτός της ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου.

Για να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών που προκαλούνται από γεγονότα άλλα εκτός της συγκεκριμένης ανακοίνωσης που ερευνάται (ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου) χρησιμοποιείται ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων (μη-κανονικών αποδόσεων) των μετοχών στο δείγμα. Για κάθε μια από τις 61 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση  $\overline{AR}_t$  του δείγματος κατά την ημέρα  $t$  ως ακολούθως:

$$\overline{AR}_t = \overline{e}_t = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{e}_{it}}{N} \quad (4)$$

όπου:

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

$N =$  ο αριθμός μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη ημέρα.

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

Τελευταίο βήμα στην ανάλυση των έκτακτων αποδόσεων είναι ο υπολογισμός των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων  $CAR$  (Cumulative Abnormal Returns) για τις ημέρες  $t_1$  έως  $t_2$  στην περίοδο των γεγονότων ( $t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$ ). Δηλαδή, η ημέρα που γίνεται η ανακοίνωση είναι η ημέρα 0. Η περίοδος πριν την ανακοίνωση καλύπτει 50 ημέρες και η περίοδος μετά την ανακοίνωση καλύπτει 10 ημέρες.

Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων για τις  $N$  μετοχές του δείγματος από την ημέρα  $t_1$  έως την ημέρα  $t_2$  υπολογίζεται:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad (5)$$

Ειδικότερα, ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δύο ημερών είναι αναγκαίος εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Η περίοδος  $t = 0$  είναι η ημέρα που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πληροφορία για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι πληροφορίες δίνονται στην εφημερίδα την προηγούμενη ημέρα ( $t = -1$ ) και δημοσιεύονται την επομένη. Αν μια ανακοίνωση αύξησης δοθεί στην εφημερίδα πριν το τέλος των συναλλαγών τότε η αντίδραση της αγοράς στις πληροφορίες προηγείται της δημοσίευσης κατά μία ημέρα ενώ αν δοθεί μετά το τέλος αυτών η αγορά θα αντιδράσει την επομένη ( $t = 0$ ). Επομένως, υπάρχει "ημέρα ανακοίνωσης δύο ημερών" ( $t = -1, 0$ ). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών για τη μετοχή  $i$  είναι:

$$CAR(-1, 0) = \overline{AR}_{-1} + \overline{AR}_0 \quad (6)$$

### 8.1.2. ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ<sup>120</sup>

Στη μέθοδο αυτή ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής  $i$ ,  $(\bar{R}_i)$ , για τις 150 ημέρες που λήγουν 50 ημέρες πριν την ημέρα της ανακοίνωσης<sup>121</sup>, χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής  $i$ . Στην περίπτωση αυτή, η μέση έκτακτη απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $t$  υπολογίζεται:

$$\hat{e}_t = R_{it} - \bar{R}_i \quad (7)$$

όπου  $\bar{R}_i = \frac{\sum_{t=-200}^{-51} R_{it}}{150}$

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις  $\hat{e}_t$  χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης  $(\overline{AR}_i)$  και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων  $[CAR(t_1, t_2)]$  για το δείγμα των  $N$  μετοχών σύμφωνα με τους τύπους (4) και (5).

### 8.1.3. ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ - ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ - ΑΠΟΔΟΣΗΣ<sup>122</sup>

Στο υπόδειγμα αυτό η έκτακτη απόδοση της μετοχής  $i$  δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσής της και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα  $t$  ( $R_{mt}$ ):

$$\hat{e}_t = R_{it} - R_{mt} \quad (8)$$

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο  $t$  οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, δηλαδή  $R_{mt}$ , αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή<sup>123</sup>.

<sup>120</sup> Βλέπε επίσης Brown και Warner [1980].

<sup>121</sup> Η επιλογή των χρονικών διαστημάτων αποτελεί πρακτικό κανόνα σε παρόμοιες μελέτες.

<sup>122</sup> Βλέπε επίσης Brown και Warner [1985].

<sup>123</sup> Δηλαδή  $\hat{\alpha} = 0$  και  $\hat{\beta} = 1$  για κάθε μετοχή.

Για τους λόγους που αναφέρθηκαν και στο "Υπόδειγμα της Αγοράς" χρησιμοποιείται κι εδώ ο "Σταθμικός - με αγοραίες αξίες - Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς"<sup>124</sup>.

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις  $\hat{e}_t$  χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης ( $\overline{AR}_t$ ) και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων [ $CAR(t_1, t_2)$ ] για το δείγμα των  $N$  μετοχών σύμφωνα με τους τύπους (4) και (5).

Η σύγκριση των ( $\overline{AR}_t$ ) και [ $CAR(t_1, t_2)$ ] που προέκυψε από τα παραπάνω υποδείγματα βοηθά να διαπιστωθεί η ευαισθησία των αποτελεσμάτων μας στη μεθοδολογία που τελικά επιλέχθηκε.

#### 8.1.4. ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ<sup>125</sup>

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

Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις ( $\overline{AR}_t$ ) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις [ $CAR(t_1, t_2)$ ] είναι ίσες με μηδέν<sup>126</sup> πραγματοποιείται, αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών  $t$  ( $t$  - statistics)<sup>127</sup>:

$$\text{Στατιστικός } t(AR) = \frac{\overline{AR}_t}{S(\overline{AR}_t)} \quad (9)$$

$$\text{Στατιστικός } t = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * S(\overline{AR}_t)} \quad (10)$$

<sup>124</sup> Για λεπτομερή παρουσίαση του δείκτη βλέπε Τραυλός [1992].

<sup>125</sup> Βλέπε επίσης Brown και Warner [1985] και Mikkelsen και Partch [1986].

<sup>126</sup> Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις ακόμα κι αν υπολογίστηκαν ότι είναι διάφορες του μηδενός μπορεί, στατιστικά, να είναι ισοδύναμες με μηδέν. Με το στατιστικό έλεγχο διαπιστώνουμε σε πιο επίπεδο σημαντικότητας είναι διάφορες του μηδενός.

<sup>127</sup> Στατιστικός συντελεστής  $t$  ή κρίσιμη τιμή της κατανομής  $t$  [του student].

όπου:

$S(\overline{AR}_t)$ : η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 ημέρες από την περίοδο  $t = -200$  έως την περίοδο  $t = -51$ <sup>128</sup> σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης  $t = 0$  και

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

Στην ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων (event study) που ακολουθεί χρησιμοποιείται η μέθοδος της "προσαρμοσμένης - με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης" γιατί θεωρείται η πλέον κατάλληλη λόγω των ιδιορρυθμιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κυριότεροι λόγοι που ενισχύουν την επιλογή είναι η αστάθεια των παραμέτρων που υπολογίζονται στο "υπόδειγμα της αγοράς"<sup>129</sup> και η διαπίστωση ότι οι τιμές των μετοχών συχνά παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές χωρίς ιδιαίτερο λόγο κάνοντας τη μέθοδο της "μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης" επίσης ακατάλληλη. Επιπλέον, σε αντίθεση με τη μέθοδο της "μέσης προσαρμοσμένης

---

<sup>128</sup> Το  $S(\overline{AR}_t)$  δεν υπολογίζεται την περίοδο του γεγονότος (event period) αφού οι αποδόσεις των μετοχών την περίοδο αυτή ενδέχεται να επηρεάζονται (θετικά ή αρνητικά) από τις ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και επομένως το  $S(\overline{AR}_t)$  μπορεί να είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο απ' ό,τι αν υπολογιζόταν στην περίοδο προσδιορισμού όπου δεν υπάρχουν ανακοινώσεις αυξήσεων.

<sup>129</sup> Οι Karathanassis και Philippas [1992] διαπίστωσαν την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας (heteroscedasticity) όταν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα της "αγοράς" ενισχύοντας έτσι την επιλογή της μεθόδου της "προσαρμοσμένης - με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης". Ο Γκλεζάκος [1987α] αναφέρει ότι υπάρχουν ενδείξεις ότι το C.A.P.M. δε λειτουργεί στο Χ.Α.Α. (βλέπε επίσης Γκλεζάκος [1987β] και Glezakos [1992]). Οι Brown και Warner [1980] σελ. 246, αναφέρουν ότι: "Η δύναμη των ελέγχων (tests) δε φάνηκε να εμπλουτίζεται από τη χρησιμοποίηση προσαρμογής για κίνδυνο που περιγράφει το C.A.P.M.". Ο Marsh [1979] αναφέρει ότι: "το υπόδειγμα της αγοράς δεν περιγράφει ικανοποιητικά τη στατιστική αποτελεσματικότητα αφού οι συντελεστές  $\alpha$  περιέχουν οποιαδήποτε απροσδόκητη συμπεριφορά της περιόδου προσδιορισμού αυξάνοντας το θόρυβο όταν υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις. Επιπλέον, οι συντελεστές  $\alpha$  εύκολα μπορούν να μεροληπτούν από μια λανθασμένη επιλογή της περιόδου προσδιορισμού".

Με δεδομένους τους περιορισμούς του C.A.P.M. και του υποδείγματος της "αγοράς" χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα της "προσαρμοσμένης - με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης" που βασίζεται στο δείκτη της αγοράς.

απόδοσης" η μέθοδος που επιλέχθηκε λαμβάνει υπόψη της τις μεταβολές που συνέβησαν στην αγορά την ίδια χρονική στιγμή που το δείγμα δέχεται την επίδραση της ανακοίνωσης για αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου.

## 8.2. ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις πραγματικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων χρησιμοποιείται η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης.

Εξαρτημένες μεταβλητές είναι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (*CAR*) δύο και έντεκα ημερών:

- $CAR_i (-1, 0)$
- $CAR_i (-10, 0)$

για κάθε επιχείρηση *i* που συμμετέχει στο δείγμα. Η επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών βασίστηκε στη σχετική διεθνή βιβλιογραφία.

Οι εξισώσεις παλινδρόμησης είναι:

$$CAR(-1,0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta METOX + \alpha_2 \Delta ΚΕΦΑΛ + \alpha_3 ΚΛΑΔΕΠ + \alpha_4 \Delta ΔΑΝΕΠ + \alpha_5 \Sigma ΑΠΟΜ + \alpha_6 \Sigma ΑΠ - \Delta Χ + \alpha_7 \Delta ΙΑΚ + \alpha_8 \Delta ΑΝΑΚ + \alpha_9 \Delta ΟΙΚΟΓ + \alpha_{10} ΚΜ - ΚΠ + \varepsilon_i$$

$$CAR(-10,0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta METOX + \alpha_2 \Delta ΚΕΦΑΛ + \alpha_3 ΚΛΑΔΕΠ + \alpha_4 \Delta ΔΑΝΕΠ + \alpha_5 \Sigma ΑΠΟΜ + \alpha_6 \Sigma ΑΠ - \Delta Χ + \alpha_7 \Delta ΙΑΚ + \alpha_8 \Delta ΑΝΑΚ + \alpha_9 \Delta ΟΙΚΟΓ + \alpha_{10} ΚΜ - ΚΠ + \varepsilon_i$$

όπου:

**ΔΜΕΤΟΧ** είναι ο λόγος του αριθμού των νέων μετοχών που εκδίδονται προς τον αριθμό των μετοχών που υπάρχουν πριν την ανακοίνωση της αύξησης. Το ίδιο μέτρο σχετικού μεγέθους χρησιμοποιούν και οι Masulis και Korwar [1986] όταν εξετάζουν την υπόθεση της μείωσης της τιμής (price pressure hypothesis). Η υπόθεση αυτή προβλέπει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το σχετικό μέγεθος της νέας έκδοσης τόσο μεγαλύτερη θα είναι η μείωση της τιμής της μετοχής.

**ΔΚΕΦΑΛ** είναι ο λόγος της αξίας των μετοχών που εκδίδονται προς την αξία των μετοχών που υπήρχαν πριν την ανακοίνωση της αύξησης (ένα μέτρο παρόμοιο με το προηγούμενο). Η αξία των μετοχών που ήδη κυκλοφορούν υπολογίστηκε με βάση την τιμή κλεισίματος της 31/12 του έτους πριν την ανακοίνωση αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου. Το υπόδειγμα των Miller και Rock [1985] προβλέπει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία της νέας έκδοσης τόσο περισσότερο αρνητική είναι η αντίδραση της τιμής της μετοχής. Αναμένεται δηλαδή να υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ των κεφαλαίων που αντλούνται και των έκτακτων αποδόσεων.

**ΚΛΑΔΕΠ** είναι η ψευδομεταβλητή (dummy variable) που δείχνει τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Οι κλάδοι, όπως έχουν οριστεί από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, είναι συνολικά 16. Οι επιχειρήσεις του δείγματος ανήκουν σε 9 απ' αυτούς τους κλάδους. Όμως, λόγω του μικρού αριθμού εταιριών στον κάθε κλάδο, οι επιχειρήσεις διακρίνονται σε δύο μόνο κατηγορίες: Τον "ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ", όπου περιλαμβάνονται οι Τράπεζες, οι Επενδυτικές Εταιρίες και οι Εταιρίες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης και τον "ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟ" όπου

περιλαμβάνονται όλες οι άλλες επιχειρήσεις του δείγματος. Η προνομιακή θέση των Τραπεζών<sup>130</sup> έναντι των άλλων επιχειρήσεων (και το γεγονός ότι οι άλλες εταιρίες που ανήκουν στον "Τραπεζικό" κλάδο όπως ορίζεται εδώ είναι θυγατρικές επιχειρήσεις Τραπεζών) συνιστά πως ο κλάδος της επιχείρησης ίσως επηρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις.

Οι τιμές που παίρνει η μεταβλητή αυτή είναι :

- "0" αν η επιχείρηση ανήκει στον "Βιομηχανικό" κλάδο και
- "1" αν η επιχείρηση ανήκει στον "Τραπεζικό" κλάδο

**ΔΔΑΝΕΠ** είναι η αναμενόμενη μεταβολή της δανειακής επιβάρυνσης από την πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Μεταβολές στη μόχλευση ειδοποιούν για όμοιας κατεύθυνσης μεταβολές στα κέρδη. Γενικά αναμένεται ότι αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου θα οδηγήσει σε μείωση της μόχλευσης που πιθανόν προμηνύει μείωση των κερδών και επομένως μείωση των τιμών των μετοχών<sup>131</sup>.

**ΣΑΠΟΜ** είναι το άθροισμα των αποδόσεων της κάθε μετοχής την περίοδο του γεγονότος ( $t = -50$  έως  $t = -1$ ). Όταν εξαρτημένη μεταβλητή είναι το  $AR(-10,0)$  οι αποδόσεις αθροίζονται στο διάστημα  $t = -60$  έως  $t = -11$ .

**ΣΑΠ - ΔΧ** είναι το άθροισμα των αποδόσεων της αγοράς την περίοδο του γεγονότος ( $t = -50$  έως  $t = -1$ ). Όταν εξαρτημένη μεταβλητή είναι το  $AR(-10,0)$  οι αποδόσεις αθροίζονται στο διάστημα  $t = -60$  έως  $t = -11$ .

Οι Masulis και Korwar [1986] χρησιμοποιούν τις ίδιες μεταβλητές (**ΣΑΠΟΜ** και **ΣΑΠ-ΔΧ**) και ισχυρίζονται ότι

<sup>130</sup> Βλέπε Κεφάλαιο 3.1.

<sup>131</sup> Βλέπε Masulis [1983] και Cornett και Travlos [1989].



χρησιμοποιούνται από την αγορά προκειμένου να προβλεφθεί πότε θα γίνει ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Επομένως, όσο μεγαλύτερες είναι αυτές οι δύο μεταβλητές τόσο μικρότερες είναι οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση αύξησης.

#### **ΔΙΑΚ**

είναι το μέτρο του συνολικού κινδύνου μιας μετοχής που μετριέται με τη διακύμανση των αποδόσεών της για περίοδο 150 ημερών πριν την ανακοίνωση ( $t = -200$  έως  $t = -51$ ). Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Myers και Majluf [1984] η αύξηση της διακύμανσης των αποδόσεων μιας μετοχής αυξάνει την αρνητική αντίδραση της αγοράς όταν εκδίδονται νέες μετοχές. Δηλαδή, υψηλότερη διακύμανση των αποδόσεων αναμένεται να συνοδεύεται με μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις της μετοχής.

#### **ΑΝΑΚ**

είναι η ψευδομεταβλητή που απεικονίζει τον τύπο της ανακοίνωσης που χρησιμοποιεί η επιχείρηση όταν κάνει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Με βάση το περιεχόμενό τους οι ανακοινώσεις διακρίνονται σε "ΚΑΘΑΡΕΣ", που περιέχουν σα μοναδικό θέμα την πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (δεν περιέχουν άλλα θέματα) και σε "ΣΥΝΘΕΤΕΣ", που περιέχουν ταυτόχρονα με την πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και άλλα θέματα (όπως λογιστική - "εικονική" αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, διανομή κερδών, κ.α.). Χρησιμοποιώντας τις "Καθαρές" ανακοινώσεις απομονώνονται εκείνες που περιέχουν μόνο το γεγονός που ερευνάται και μπορεί να υπολογιστεί με μεγαλύτερη ακρίβεια η επίδραση των ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών (δεν περιέχονται "Σύνθετες" ανακοινώσεις στο ίδιο δείγμα). Οι

"Σύνθετες" εξετάζονται χωριστά για να διαπιστωθεί σε ποιό βαθμό οι ταυτόχρονες ανακοινώσεις γεγονότων περιέχουν "θόρυβο" ή μεροληπτούν συστηματικά. Αναμένεται δηλαδή ότι ο τύπος της ανακοίνωσης θα επηρεάσει τις έκτακτες αποδόσεις.

Οι τιμές που παίρνει η μεταβλητή αυτή είναι :

- "0" αν η ανακοίνωση είναι "Σύνθετη" και
- "1" αν η ανακοίνωση είναι "Καθαρή"

### **ΟΙΚΟΓ**

είναι η ψευδομεταβλητή που δείχνει ποιός έχει τον έλεγχο της επιχείρησης. Οι τιμές που παίρνει η μεταβλητή αυτή είναι:

- "0" αν η επιχείρηση είναι οικογενειακή και
- "1" αν η επιχείρηση δεν είναι οικογενειακή

Οικογενειακή θεωρείται η επιχείρηση εκείνη στην οποία κάποιος από τους ιδιοκτήτες συμμετέχει στο Δ.Σ. της. Η μεταβλητή αυτή ελέγχει αν επηρεάζονται οι έκτακτες αποδόσεις από το γεγονός ότι η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου αποφασίζεται από τους ιδιοκτήτες της ή από τα διευθυντικά στελέχη που πιθανόν δεν έχουν στην κατοχή τους μετοχές.

### **ΚΜ - ΚΠ**

είναι η ψευδομεταβλητή που απεικονίζει τους τύπους των μετοχών που εκδίδει μια επιχείρηση. Οι τιμές που μπορεί να πάρει είναι:

- "0" αν η επιχείρηση έχει εκδόσει κοινές και προνομιούχες μετοχές κατά την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου και

- "1" αν η επιχείρηση έχει εκδόσει μόνο κοινές μετοχές κατά την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου.

Η μεταβλητή αυτή μετρά την πιθανή αντίδραση των έκτακτων αποδόσεων στους τύπους των μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 8 ερευνώνται οι επιδράσεις των ανακοινώσεων<sup>132</sup> πραγματικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.

Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται αφορούν το συνολικό δείγμα των 59 αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου αλλά και επιμέρους δείγματα. Ο χωρισμός στις επιμέρους κατηγορίες γίνεται με βάση τον κλάδο που ανήκουν οι επιχειρήσεις, το αν έγιναν ταυτόχρονα ανακοινώσεις άλλων γεγονότων εκτός από την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και το είδος των μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση κατά την αύξηση.

Τα αποτελέσματα χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το συνδυασμό μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση. Στην πρώτη κατηγορία εξετάζονται όλες οι αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου δηλαδή αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών, κοινών και προνομιούχων και μόνο προνομιούχων μετοχών. Στη δεύτερη κατηγορία εξετάζονται οι αυξήσεις με την έκδοση μόνο κοινών μετοχών ενώ στην τρίτη εξετάζονται οι αυξήσεις με ταυτόχρονη έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών<sup>133</sup>.

<sup>132</sup> Είναι οι ημερομηνίες συνεδρίασης του Δ.Σ. και δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ.

<sup>133</sup> Οι αυξήσεις με έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών ήταν μόνο τρεις και δε θα αποτελέσουν ιδιαίτερη κατηγορία.

Σε κάθε κατηγορία παρουσιάζονται αποτελέσματα τουλάχιστον για το συνολικό δείγμα, που περιλαμβάνει και τις περισσότερες αυξήσεις, ενώ για τα επιμέρους δείγματα κριτήριο αποτελεί ο αριθμός αυξήσεων που περιλαμβάνει<sup>134</sup> το κάθε δείγμα.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται σε Πίνακες και αναφέρονται σε περίοδο δέκα ημερών πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Η πρώτη στήλη περιλαμβάνει τις περιόδους του γεγονότος, από την ημέρα -10 έως +10, σε σχέση με την ημερομηνία της ανακοίνωσης (ημέρα 0), η δεύτερη το συνολικό αριθμό έκτακτων αποδόσεων  $N$  που συμμετέχουν στο δείγμα την αντίστοιχη ημέρα, η τρίτη τον αριθμό αρνητικών και θετικών μέσων έκτακτων αποδόσεων της κάθε περιόδου, η τέταρτη την αντίστοιχη μέση έκτακτη απόδοση ( $AR$ ), η πέμπτη την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση ( $CAR$ ) και η έκτη το στατιστικό συντελεστή  $t$  ( $t(AR)$  από την κατανομή  $t$  του student) ο οποίος ελέγχει αν οι αντίστοιχες μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι σε στατιστικά σημαντικό επίπεδο διάφορες του μηδενός, δηλαδή, αν μπορεί να απορριφθεί ή όχι η μηδενική υπόθεση<sup>135</sup>. Επιπλέον ο κάθε Πίνακας παρουσιάζει αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις δύο ημερών [ $CAR (-1,0)$ ], έξι ημερών [ $CAR (-5,0)$ ] και έντεκα ημερών [ $CAR (-10,0)$ ] και τους αντίστοιχους στατιστικούς  $t$  καθώς επίσης και την τιμή  $z$  για το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων ( $z$  value of positive abnormal returns)<sup>136</sup> που

<sup>134</sup> Για μικρά δείγματα τα αποτελέσματα δεν είναι αντιπροσωπευτικά και επομένως τα συμπεράσματα δε μπορούν να γενικευτούν.

<sup>135</sup> Η μηδενική υπόθεση  $H_0$  αναφέρει ότι: "η έκτακτη απόδοση γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης είναι μηδέν".

<sup>136</sup> Η τιμή  $z$  για το ποσοστό θετικών (ή αρνητικών) έκτακτων αποδόσεων υπολογίζεται με τον τύπο (Doukas και Travlos [1988]):

$$z = \frac{(\mu - \pi\nu)}{\sqrt{\pi(1-\pi)}\nu}$$

όπου:

$\pi$  = η πιθανότητα κατά τη μηδενική υπόθεση να παρατηρήσουμε μια θετική (ή αρνητική) έκτακτη απόδοση (0,50)

$\nu$  = ο αριθμός των έκτακτων αποδόσεων της περιόδου και

συμμετέχουν στον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης την περίοδο -1 και 0.

Τέλος, από τα στοιχεία του κάθε Πίνακα κατασκευάζονται γραφικές παραστάσεις όπου στον κάθετο άξονα απεικονίζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (*CAR*) και στον οριζόντιο οι περίοδοι (από -10 έως +10).

### 9.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται για το συνολικό δείγμα των 59 αυξήσεων και για τα επιμέρους δείγματα επιλέγονται με βάση τα παρακάτω χαρακτηριστικά<sup>137</sup> :

- Ημερομηνία ανακοίνωσης ("Δ.Σ." και "Γ.Σ.")
- Τύπος ανακοίνωσης ("Καθαρή" και "Σύνθετη")
- Κλάδος επιχείρησης ("Τραπεζικός" και "Βιομηχανικός")

#### 9.1.1. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΤΑ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ

Το συνολικό δείγμα των 59 αυξήσεων εξετάζεται για κάθε ημερομηνία ανακοίνωσης ώστε να διαπιστωθεί η αντίδραση των αποδόσεων των μετοχών.

---

$\nu$  = ο αριθμός των έκτακτων αποδόσεων της περιόδου και  
 $\mu$  = ο αριθμός των θετικών (ή αρνητικών) έκτακτων αποδόσεων που παρατηρήθηκαν στην περίοδο του γεγονότος.

<sup>137</sup> Το δείγμα μας ίσως θα μπορούσε να χωριστεί σε περισσότερες κατηγορίες όμως σε πολλές απ' αυτές ο αριθμός των επιχειρήσεων που θα συμμετείχε θα ήταν πολύ μικρός. Για λεπτομερή παρουσίαση βλέπε Πίνακα 7.5.

## A. Ανακοίνωση Γ.Σ. (ημερομηνία δημοσίευσης πρόσκλησης Γ.Σ.)

Ο Πίνακας 9.1 παρουσιάζει την επίδραση στις τιμές των κοινών μετοχών όταν ημερομηνία ανακοίνωσης των 59 αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου θεωρείται η ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης σε Γ.Σ.

Η μέση έκτακτη απόδοση την περίοδο 0 είναι 2,4% στατιστικά σημαντική<sup>138</sup> ( $t = 5,091$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπλέον, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών είναι 3,9% στατιστικά σημαντική ( $t = 4,116$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, των έξι ημερών είναι 8,2% στατιστικά σημαντική ( $t = 2,846$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και των έντεκα ημερών είναι 11,5% στατιστικά σημαντική ( $t = 2,174$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Τέλος, σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 είναι στατιστικά σημαντικό και το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων της περιόδου 0 ( $z = 2,886$ )<sup>139</sup>.

Σε γενικές γραμμές δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις στις περιόδους που ακολουθούν αμέσως μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης<sup>140</sup>. Αυτό σημαίνει ότι η αντίδραση της αγοράς στη δημοσιοποίηση πληροφοριών ολοκληρώνεται ως την ημέρα της ανακοίνωσης. Δηλαδή, οι έκτακτες αποδόσεις επιβεβαιώνουν την υπόθεση της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας της αγοράς (semistrong market efficiency).

<sup>138</sup> Η απόδοση είναι στατιστικά διάφορη του μηδενός.

<sup>139</sup> Όλοι οι έλεγχοι των τιμών  $Z$  και των στατιστικών συντελεστών  $t$  είναι δίπλευροι.

<sup>140</sup> Όπως προκύπτει από σχετική έρευνα, οι στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που παρατηρούνται στις περιόδους +7 και +10 οφείλονται στις υψηλές έκτακτες αποδόσεις ορισμένων μόνο μετοχών. Την περίοδο +7 είναι οι μετοχές των εταιριών (σε παρένθεση η έκτακτη απόδοση): "Αλφα Επενδύσεων" (11,68%) και "Πετζετάκης" (17,95%) και την περίοδο +10 των εταιριών: "Αλφα Επενδύσεων" (10,53%), "Πετζετάκης" (29,99%), "Βαλκάν Εξपोर्ट" (10,27%) και "Σέλμαν" (13,8%).

Στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις διακρίνονται πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης οι οποίες πιθανόν οφείλονται στο γεγονός ότι η κεφαλαιαγορά πληροφορείται τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου πριν αυτές ανακοινωθούν επίσημα (διαρροή πληροφοριών). Έτσι, οι στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 που παρατηρούνται στις περιόδους -8 και -3 ( $t = 4,379$  και  $t = 6,032$  αντίστοιχα) πιθανόν οφείλονται σε διαρροή πληροφοριών από ορισμένες επιχειρήσεις του δείγματος στο διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας του Δ.Σ. και της ανακοίνωσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. Η διαπίστωση αυτή ίσως φανεί καλύτερα όταν εξεταστεί σαν ημερομηνία ανακοίνωσης και η ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ.

Στο Διάγραμμα 9.1 απεικονίζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (-10 έως +10) του Πίνακα 9.1 όπου διακρίνεται η ανοδική πορεία των αποδόσεων.

## **B. Ανακοίνωση Δ.Σ. (ημερομηνία συνεδρίασης Δ.Σ.)**

Ο Πίνακας 9.2 παρουσιάζει την επίδραση στις τιμές των κοινών μετοχών όταν ημερομηνία ανακοίνωσης των 59 αυξήσεων θεωρείται η ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. Παρατηρούμε ότι την περίοδο 0 η μέση έκτακτη απόδοση 0,2% δεν είναι στατιστικά σημαντική. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών είναι 2,3% στατιστικά σημαντική ( $t = 2,128$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Όμως, το ποσοστό των θετικών έκτακτων αποδόσεων τις ημέρες αυτές δεν είναι στατιστικά σημαντικό.



Πριν και μετά από την ημερομηνία του Δ.Σ. παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις που, όπως προκύπτει από την έρευνα, μάλλον οφείλονται σε διαρροή πληροφοριών<sup>141</sup>.

Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγουμε διότι:

- Δεν ήταν δυνατό να συνδεθούν οι έκτακτες αποδόσεις με κάποια επίσημη ανακοίνωση.
- Οι επενδυτικές εταιρίες συνηθίζουν να ενημερώνουν ανεπίσημα τους μετόχους για μελλοντικές αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (αυτό προκύπτει από προφορικές συνεντεύξεις με στελέχη επιχειρήσεων)<sup>142</sup>.
- Η δημοσίευση της πρόσκλησης της Γ.Σ. γίνεται τις περισσότερες φορές στο διάστημα των δέκα ημερών μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ.<sup>143</sup>.

Επομένως, με βάση τα αποτελέσματα από την εξέταση του συνολικού δείγματος και για τις δύο ημερομηνίες ανακοίνωσης, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και συμπεραίνεται ότι οι τιμές των μετοχών, εταιριών που αυξάνουν το Μετοχικό τους Κεφάλαιο, αυξάνονται, κατά μέσο όρο, κατά την ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών.

---

<sup>141</sup> Η ευκαιρία στην κεφαλαιαγορά για την εξεύρεση προνομιακών πληροφοριών και η απόκλιση έκτακτων αποδόσεων από την εκμετάλλευση μιας τέτοιας ευκαιρίας έχει καταγραφεί από τους Jaffee [1974] και Finnerty [1976].

<sup>142</sup> Σύντομη αναφορά γίνεται στο Κεφάλαιο 8. Επιπλέον, οι πληροφορίες που συγκεντρώθηκαν συγκλίνουν στην ύπαρξη διαρροής πληροφοριών που ενδεχομένως υπάρχει γύρω από την ημερομηνία του Δ.Σ. και η οποία, αν και είναι δύσκολο να αποδειχτεί, δε μπορεί να αγνοηθεί.

<sup>143</sup> Η διαρροή πληροφοριών πιθανόν εξαρτάται και από τον αριθμό ημερών που χωρίζουν την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. με την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γ.Σ. Δηλαδή, αν παρεμβάλεται μόνο μια ημέρα μεταξύ του Δ.Σ. και της ημερομηνίας δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γ.Σ. μειώνεται η πιθανότητα σημαντικής διαρροής ενώ κάθε ημέρα που προστίθεται (σως συμβάλλει στην αύξηση της διαρροής δηλαδή στην αύξηση του "θορύβου").

Ιδιαίτερα για την ανακοίνωση της Γ.Σ. το συμπέρασμα ενισχύεται από το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων, που την ημέρα ανακοίνωσης είναι στατιστικά σημαντικό επιβεβαιώνοντας τη θετική επίδραση της ανακοίνωσης, αλλά και από το γεγονός ότι μετά την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης οι μέσες έκτακτες αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές επιβεβαιώνοντας την ύπαρξη αποτελεσματικής αγοράς. Επιπλέον υπάρχουν ενδείξεις για διαρροή πληροφοριών στο διάστημα -10 έως -1 πριν την ανακοίνωση της Γ.Σ. που γίνεται εντονότερη γύρω από την ημερομηνία του Δ.Σ.

Στο Διάγραμμα 9.2 απεικονίζονται γραφικά οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.2. όπου διακρίνεται η ανοδική τάση των αποδόσεων.

#### **Γ. Ανακοίνωση Συνεδρίασης Δ.Σ. για τα Επιμέρους Δείγματα**

Αν και σε πολλές περιπτώσεις διαπιστώνεται ότι οι ανακοινώσεις του Δ.Σ. επιδρούν θετικά και σε στατιστικά σημαντικό βαθμό στις αποδόσεις των μετοχών δε θα παρουσιαστούν λεπτομερώς άλλα αποτελέσματα σχετικά μ' αυτήν την ημερομηνία. Στην απόφαση αυτή καταλήγουμε διότι:

- Οι συνεδριάσεις και τα θέματα του Δ.Σ. δεν ανακοινώνονται επίσημα και αποτελούν προνομιακές πληροφορίες που δεν είναι εύκολο να εντοπιστούν πότε διαρρέουν για πρώτη φορά (θέμα που ξεφεύγει από τους στόχους της μελέτης).
- Εμφανίζονται πολλές ημέρες με στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις που δε μπορούν με βεβαιότητα να αποδοθούν στο γεγονός της αύξησης αν και δε διαπιστώθηκε να υπάρχει άλλη σημαντική ανακοίνωση γύρω από την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ.

- Υπήρξαν ενδείξεις ότι πληροφορίες μεταδίδονται από διάφορες πηγές και πριν το Δ.Σ.

Στη συνέχεια μόνο η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης της Γ.Σ. θα εξετάζεται σαν ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και όλοι οι υπολογισμοί θα γίνονται βάσει αυτής.

#### **Δ. Υπόδειγμα Υπολογισμού Έκτακτων Αποδόσεων**

Στο Κεφάλαιο 8 αναφέρονται οι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκε το υπόδειγμα της "προσαρμοσμένης - με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης" για τον υπολογισμό των μέσων έκτακτων αποδόσεων. Μόνο οι Πίνακες 9.3 και 9.4 παρουσιάζουν αποτελέσματα από την εξέταση του συνολικού δείγματος για τις ανακοινώσεις της Γ.Σ. και του Δ.Σ. έχοντας χρησιμοποιήσει για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων το υπόδειγμα της "αγοράς". Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των Πινάκων 9.3 και 9.4 μ' αυτά των Πινάκων 9.1 και 9.2 αντίστοιχα βλέπουμε ότι όταν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα της "αγοράς" τα αποτελέσματα είναι ποιοτικώς παρόμοια και για τις δύο ανακοινώσεις. Το Διάγραμμα 9.17 επιβεβαιώνει την ομοιότητα των αποτελεσμάτων από τη χρησιμοποίηση του υποδείγματος της "προσαρμοσμένης- με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης" (Πίνακες 9.1 και 9.2) και του υποδείγματος της "αγοράς" (Πίνακες 9.3 και 9.4).

Το Διάγραμμα 9.3 απεικονίζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του συνολικού δείγματος για την ανακοίνωση της Γ.Σ. ενώ το Διάγραμμα 9.4 για την ανακοίνωση του Δ.Σ. όταν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα της "αγοράς" για τον υπολογισμό των μέσων έκτακτων αποδόσεων.

### 9.1.2. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΤΑ ΤΥΠΟ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ

Το συνολικό δείγμα των 59 αυξήσεων εξετάζεται κατά τύπο ανακοίνωσης για να διαπιστωθεί η επίδραση ταυτόχρονων ανακοινώσεων στις αποδόσεις των κοινών μετοχών.

#### **A. "Καθαρές" Ανακοινώσεις (περιέχουν μόνο πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου)**

Από τα αποτελέσματα του Πίνακα 9.5 παρατηρούμε ότι την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση 3,6% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 4,921$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 αλλά και το ποσοστό των θετικών έκτακτων αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντικό ( $t = 2,745$ ) σε επίπεδο 0,01. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών 5,1% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 3,394$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, των έξι ημερών είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 0,05 και των έντεκα ημερών σε επίπεδο 0,10.

Πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης παρατηρούνται μέσες έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές που όπως ήδη αναφέρθηκε οφείλονται πιθανόν σε διαρροή πληροφοριών. Την άποψη αυτή ενισχύει η ύπαρξη στατιστικά σημαντικών αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων έντεκα ημερών αλλά και το γεγονός ότι, σε γενικές γραμμές, δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις αμέσως μετά την ημέρα ανακοίνωσης της Γ.Σ. που δείχνει την αποτελεσματικότητα της αγοράς<sup>144</sup>.

Συμπερασματικά, οι αυξήσεις που ανακοινώνονται χωρίς να γίνονται ταυτόχρονα και ανακοινώσεις άλλων θεμάτων ("καθαρές" ανακοινώσεις)

---

<sup>144</sup> Η μέση έκτακτη απόδοση που παρατηρείται μετά την ανακοίνωση της Γ.Σ. στην περίοδο +10 είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,701$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και οφείλεται στην έκτακτη απόδοση της μετοχής της εταιρίας "Πετζετάκης" που την ημέρα αυτή ήταν 29,98%.

επιδρούν θετικά στις τιμές των κοινών μετοχών και σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Οι στατιστικοί  $t$  αν και μικρότεροι απ' ότι όταν εξετάζεται το συνολικό δείγμα είναι περισσότερο αντιπροσωπευτικοί διότι δεν περιέχουν "θόρυβο" αφού στο δείγμα περιλαμβάνονται ανακοινώσεις που περιέχουν μόνο πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η σημασία ύπαρξης "θορύβου" φαίνεται όταν εξετάζονται, παρακάτω, αυξήσεις που ανακοινώθηκαν ταυτόχρονα με άλλα θέματα ("σύνθετες" ανακοινώσεις).

Το Διάγραμμα 9.5 απεικονίζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.5.

#### **B. "Σύνθετες" Ανακοινώσεις (γίνονται ταυτόχρονα και άλλες ανακοινώσεις)**

Ο Πίνακας 9.6 παρουσιάζει αποτελέσματα για δείγμα 27 αυξήσεων και καταγράφει την επίδραση των "σύνθετων" ανακοινώσεων στις αποδόσεις των κοινών μετοχών δηλαδή την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου ταυτόχρονα με άλλες ανακοινώσεις. Την ημερομηνία της ανακοίνωσης δεν παρατηρείται μέση έκτακτη απόδοση στατιστικά σημαντική ενώ την περίοδο -1 είναι σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών είναι 2,6% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Το ποσοστό των θετικών έκτακτων αποδόσεων στις περιόδους -1 και 0 δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Η στατιστικά σημαντική μέση έκτακτη απόδοση που παρατηρείται την περίοδο +7 οφείλεται στην υψηλή έκτακτη απόδοση της μετοχής "Πετρετάκη" (17,95%).

Σε γενικές γραμμές παρατηρούνται χαμηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις "καθαρές" ανακοινώσεις γεγονόσ που μπορεί να αντανακλά το στατιστικό "θόρυβο" αυτών των ανακοινώσεων<sup>145</sup>.

Μια εναλλακτική ερμηνεία για τον τρόπο που ενδεχομένως επηρεάζει ο τύπος της ανακοίνωσης τις αποδόσεις των μετοχών βασίζεται στη διαπίστωση ότι οι αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που ανακοινώνονται με "σύνθετες" ανακοινώσεις συγκαλούν συνήθως Τακτικές Γ.Σ. ενώ οι αυξήσεις που ανακοινώνονται με "καθαρές" ανακοινώσεις συγκαλούν συνήθως Έκτακτες Γ.Σ. Δηλαδή, η αύξηση στις "σύνθετες" αποφασίζεται σε μια τακτικά επαναλαμβανόμενη και εν πολλοίς αναμενόμενη συνεδρίαση όπου εκ των προτέρων είναι γνωστό ότι θα συζητηθούν υποχρεωτικά και άλλα θέματα ενώ η αύξηση στις "καθαρές" ανακοινώσεις αποφασίζεται σε μια έκτακτη - μη-αναμενόμενη, συνεδρίαση που συνήθως δεν περιέχει άλλα θέματα. Έτσι, υπάρχει μεγαλύτερος "αιφνιδιασμός" στην "καθαρή" - έκτακτη ανακοίνωση και επομένως θα αναμένονται υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις.

Το Διάγραμμα 9.6 παρουσιάζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.6.

### **9.1.3. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

Το δείγμα των 59 αυξήσεων χωρίζεται κατά κλάδο επιχείρησης για να διαπιστωθεί η επίδραση του κλάδου στις έκτακτες αποδόσεις των κοινών μετοχών.

---

<sup>145</sup> Για παράδειγμα ευνοϊκές πληροφορίες για συγκεκριμένες επιχειρήσεις (αύξηση κερδών) και δυσμενείς (μείωση κερδών) για άλλες.

## **A. "Τραπεζικός" Κλάδος**

Ο Πίνακας 9.7 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της ανάλυσης 32 αυξήσεων που ανήκουν στον "Τραπεζικό" κλάδο. Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση 2,5% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 4,171$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών είναι 3,5% στατιστικά σημαντική ( $t = 2,946$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την περίοδο της ανακοίνωσης είναι στατιστικά σημαντικό ( $z = 2,501$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Αντίθετα δεν είναι στατιστικά σημαντικές οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των έξι και έντεκα ημερών.

Οι στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση, περιόδους -7 και -4, οφείλονται σε πιθανές διαρροές πληροφοριών για ορισμένες από τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου όπως ήδη αναφέρθηκε. Μετά την ανακοίνωση δεν παρατηρούνται μέσες έκτακτες αποδόσεις, δηλαδή οι πληροφορίες της ανακοίνωσης έχουν ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής μέχρι την ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ η έκτακτη απόδοση την περίοδο +7 οφείλεται στη μεγάλη έκτακτη απόδοση που παρουσίασε η μετοχή της "Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" (12,047%).

Το Διάγραμμα 9.7 παρουσιάζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.7.

## **B. "Βιομηχανικός" Κλάδος**

Ο Πίνακας 9.8 παρουσιάζει αποτελέσματα για 27 αυξήσεις από επιχειρήσεις που ανήκουν στον "Βιομηχανικό" κλάδο. Την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση 2,3% είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο

ημερών 4,6% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,478$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Ομοια και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση έξι ημερών 14,1% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,530$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ενώ των έντεκα ημερών δεν είναι στατιστικά σημαντική. Το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντικό μόνο την περίοδο -1 σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10 δηλαδή, την περίοδο αυτή (-1) ο αριθμός αυξήσεων με θετική έκτακτη απόδοση ήταν μεγαλύτερος από οποιαδήποτε άλλη περίοδο.

Υπάρχουν αρκετές ημέρες με στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση γεγονόσ που δείχνει ότι η αγορά προσαρμόζει τις τιμές των μετοχών των εταιριών που πρόκειται να ανακοινώσουν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, δηλαδή υπάρχει διαρροή πριν την επίσημη ανακοίνωση. Μετά την ανακοίνωση δεν παρατηρούνται μέσες έκτακτες αποδόσεις, δηλαδή η αγορά είναι αποτελεσματική. Την περίοδο +10 παρατηρείται στατιστικά σημαντική μέση έκτακτη απόδοση που οφείλεται στις μεγάλες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών "Πετζετάκη" (29,98%), "Βαλκάν Εξπορτ" (10,27%) και "Σέλμαν" (13,80%). Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.8 παρουσιάζονται γραφικά στο Διάγραμμα 9.8.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται ανεξάρτητα του κλάδου στον οποίο ανήκει μια επιχείρηση (οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι θετικές). Είδαμε ότι ο "Βιομηχανικός" κλάδος παρουσίασε μέσες έκτακτες αποδόσεις υψηλότερες από αυτές του "Τραπεζικού" κλάδου. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις του "Βιομηχανικού" κλάδου παρουσίασαν μεγαλύτερο αριθμό ημερών με στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι διαφορές αυτές πιστεύουμε ότι συνδέονται με την καλύτερη πληροφόρηση που παρέχουν οι επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" κλάδου η



οποία μειώνει τον αιφνιδιασμό από τις ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με αποτέλεσμα η σχετική μεταβολή των τιμών των μετοχών να είναι μικρότερη.

Αναλυτικότερα, οι επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" κλάδου έχουν καλύτερη οργάνωση αλλά και αυστηρότερους κανόνες λειτουργίας που επιβάλλουν μεγαλύτερη διαφάνεια στις ενέργειές τους με αποτέλεσμα οι ανακοινώσεις αύξησης λίγο-πολύ να αναμένονται. Στις περιπτώσεις αυτές δεν υπάρχει αιφνιδιασμός της αγοράς και δεν αναμένονται μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύει και η διαπίστωση ότι οι εταιρίες του κλάδου δεν είναι οικογενειακές (υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών και τα διευθυντικά στελέχη δεν κατέχουν οπωσδήποτε μετοχές) γεγονός που πιθανόν βελτιώνει τη ροή πληροφοριών μεταξύ επιχείρησης και επενδυτών περιορίζοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τον αιφνιδιασμό της αγοράς.

Αντίθετα, οι επιχειρήσεις του "Βιομηχανικού" κλάδου δεν έχουν υποχρέωση παροχής πληροφοριών που προέρχονται από τον κλάδο με αποτέλεσμα οι ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών να αποκαλύπτουν περισσότερες νέες πληροφορίες (ο αιφνιδιασμός από την ανακοίνωση είναι μεγαλύτερος) και οι αποδόσεις να αναμένονται μεγαλύτερες την ημέρα της ανακοίνωσης. Σ' αυτό συντελεί και ο οικογενειακός χαρακτήρας πολλών επιχειρήσεων του κλάδου που πιθανόν περιορίζει τη ροή πληροφοριών και συνεπώς συντελεί στον αιφνιδιασμό της αγοράς.

## **9.2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΜΟΝΟ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Στη συνέχεια εξετάζονται αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με την έκδοση μόνο κοινών μετοχών και παρουσιάζονται οι μεταβολές των αποδόσεών τους γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της Γ.Σ.

Αρχικά ερευνάται το δείγμα όλων των αυξήσεων αυτής της κατηγορίας και στη συνέχεια τα επιμέρους δείγματα. Τα επιμέρους δείγματα επιλέγονται με βάση τα παρακάτω κριτήρια:

- Τον κλάδο της επιχείρησης ("Τραπεζικός" ή "Βιομηχανικός")
- Τον τύπο της ανακοίνωσης ("Καθαρή" ή "Σύνθετη")
- Συνδυασμός των παραπάνω δύο κριτηρίων ("Καθαρή και Τραπεζική", "Σύνθετη και Τραπεζική").

### **9.2.1. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΜΟΝΟ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Ο Πίνακας 9.9 παρουσιάζει την επίδραση που έχει στις τιμές των κοινών μετοχών η ανακοίνωση 38 αυξήσεων με έκδοση μόνο κοινών μετοχών. Την ημερομηνία της ανακοίνωσης παρατηρείται μέση έκτακτη απόδοση 2,9% στατιστικά σημαντική ( $t = 4,894$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών 3,8% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 3,206$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 ενώ των έξι και έντεκα ημερών δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Το ποσοστό των θετικών έκτακτων αποδόσεων της περιόδου 0 είναι στατιστικά σημαντικό ( $z = 2,743$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 επιβεβαιώνοντας την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση.

Οι στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση οφείλονται, όπως ήδη αναφέρθηκε, σε διαρροές πληροφοριών σχετικά με την αύξηση ενώ την περίοδο +3 οφείλονται στις υψηλές έκτακτες αποδόσεις των μετοχών της "Γενικής Τράπεζας" (12,08%) και της "Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" (11,27%), την περίοδο +7 στις μετοχές της "Αλφα Επενδύσεων" (11,68%) και της "Πετζετάκης" (17,95%) και την περίοδο +10 στις μετοχές της "Αλφα Επενδύσεων"

(10,53%) και της "Πετζετάκης" (29,99%). Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.9 παρουσιάζονται γραφικά στο Διάγραμμα 9.9.

Οι κάτοχοι μετοχών εταιριών που ανακοινώνουν αύξηση και εκδίδουν μόνο κοινές μετοχές κερδίζουν και η άνοδος φαίνεται ότι αρχίζει πριν τη δημοσίευση της πρόσκλησης. Επομένως, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση.

## **9.2.2. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΜΟΝΟ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ("ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ" ή "ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟ")**

### **A. "Τραπεζικός" Κλάδος**

Στον Πίνακα 9.10 παρουσιάζονται αποτελέσματα για 29 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση μόνο κοινών μετοχών από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" κλάδου. Την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης η έκτακτη απόδοση 2,2% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 3,742$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών 2,9% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,410$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ενώ των έξι και έντεκα ημερών δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Το ποσοστό των θετικών έκτακτων αποδόσεων της περιόδου 0 είναι στατιστικά σημαντικό ( $z = 1,800$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10.

Οι στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση σχετίζονται με τη διαρροή πληροφοριών ενώ μετά την ανακοίνωση την περίοδο +3 οφείλονται στις υψηλές έκτακτες αποδόσεις των μετοχών της "Γενικής Τράπεζας" (12,08%) και της "Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" (11,27%) ενώ την περίοδο +7 στις μετοχές της "Άλφα Επενδύσεων" (11,68%). Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.10 παρουσιάζονται γραφικά στο Διάγραμμα 9.10.

## **B. "Βιομηχανικός" Κλάδος**

Στον "Βιομηχανικό" κλάδο περιλαμβάνονται μόνο 9 επιχειρήσεις αριθμός πολύ μικρός για να μπορέσουμε να βγάλουμε έγκυρα συμπεράσματα. Αναφέρουμε μόνο ότι την ημέρα της ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των δύο, έξι και έντεκα ημερών δεν είναι στατιστικά σημαντικές (είναι μηδέν) και το ποσοστό των θετικών έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0 είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

### **9.2.3. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΜΟΝΟ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΤΥΠΟ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ("ΚΑΘΑΡΗ" Ή "ΣΥΝΘΕΤΗ")**

#### **A. "Καθαρή" Ανακοίνωση**

Οι 21 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου της κατηγορίας αυτής αποτελούν το πιο αντιπροσωπευτικό δείγμα αφού ερευνά την επίδραση της έκδοσης κοινών μετοχών στις τιμές των κοινών μετοχών ενώ συγχρόνως για τις αυξήσεις που εξετάζει δεν έχουν γίνει ταυτόχρονες ανακοινώσεις άλλων γεγονότων που ενδεχομένως να επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών.

Στον Πίνακα 9.11 παρατηρούμε ότι την ημερομηνία ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση 4,1% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 4,367$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την περίοδο 0 είναι στατιστικά σημαντικό ( $z = 2,683$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών 4,7% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,501$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ενώ των έξι και έντεκα ημερών δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Οι στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση της πρόσκλησης της Γ.Σ. οφείλονται σε περιορισμένη διαρροή πληροφοριών (οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των έξι και έντεκα ημερών δεν είναι στατιστικά σημαντικές) ενώ μετά την ανακοίνωση την περίοδο +3 οφείλονται στις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών της "Γενικής Τράπεζας" (-12,08%) και της "Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" (-11,27%), την περίοδο +10 στις μετοχές της "Πετρετάκης" (29,98%) ενώ αυτές της περιόδου +8 οφείλονται στο μεγάλο αριθμό αρνητικών αποδόσεων (13)<sup>146</sup>. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.11 παρουσιάζονται γραφικά στο Διάγραμμα 9.11.

## **B. "Σύνθετη" Ανακοίνωση**

Το δείγμα περιλαμβάνει 17 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση κοινών μετοχών που ανακοινώνονται μαζί με άλλα θέματα. Στον Πίνακα 9.12 παρατηρούμε ότι η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για όλα τα διαστήματα και το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Επομένως, δε μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση. Το Διάγραμμα 9.12 απεικονίζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.12.

Συμπερασματικά, όταν η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου είναι το μοναδικό θέμα που ανακοινώνεται οι τιμές των μετοχών κατά μέσο όρο αυξάνονται. Αντίθετα, όταν η αύξηση ανακοινώνεται μαζί με άλλα θέματα δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Ενδεχομένως αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι "καθαρές" ανακοινώσεις συνοδεύουν Έκτακτες Γ.Σ. ενώ οι "σύνθετες" ανακοινώσεις συνοδεύουν Τακτικές Γ.Σ. Στη δεύτερη περίπτωση, όπου τα θέματα είναι προγραμματισμένα και

---

<sup>146</sup> Παρά τη σχολαστική διερεύνηση του ημερήσιου τύπου δεν ήταν δυνατό να καταγραφούν γεγονότα που εξηγούν αυτές τις αρνητικές αποδόσεις.

πιθανόν δεν "αιφνιδιάζουν", οι τιμές των μετοχών δεν αναμένεται να μεταβληθούν την ημέρα ανακοίνωσης ενώ στις έκτακτες Γ.Σ., που είναι απρογραμμάτιστες, είναι αναμενόμενη η ύπαρξη έκτακτων αποδόσεων όπως συμβαίνει και στο εξεταζόμενο δείγμα.

Επιπλέον, στις σύνθετες ανακοινώσεις πέρα από το γεγονός της πραγματικής αύξησης υπάρχουν πιθανόν και αρνητικά γεγονότα που εξουδετερώνουν μέρος της θετικής απίδρασης που προέρχεται από την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

#### **9.2.4. ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΜΟΝΟ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΤΥΠΟ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΚΛΑΔΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

Εδώ γίνεται διάκριση των αυξήσεων με έκδοση κοινών μετοχών ως προς τον τύπο της ανακοίνωσης που χρησιμοποιήθηκε (αν έγιναν ή όχι ταυτόχρονες ανακοινώσεις) και ως προς τον κλάδο όπου ανήκει η επιχείρηση. Παρουσιάζονται αποτελέσματα από τους συνδυασμούς:

- "Καθαρή" ανακοίνωση του "Τραπεζικού" κλάδου
- "Σύνθετη" ανακοίνωση του "Τραπεζικού" κλάδου

Οι άλλοι συνδυασμοί περιέχουν μικρό αριθμό επιχειρήσεων και δε θα εξεταστούν εδώ.

##### **A. "Καθαρή" Ανακοίνωση του "Τραπεζικού" κλάδου**

Το δείγμα περιλαμβάνει 14 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που έγιναν από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" κλάδου και για τις οποίες δεν υπήρχαν ταυτόχρονες ανακοινώσεις ("καθαρή" ανακοίνωση). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 9.13 όπου την ημέρα ανακοίνωσης της Γ.Σ. παρατηρείται μέση έκτακτη απόδοση 3,4% στατιστικά σημαντική ( $t = 3,473$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Οι αθροιστικές μέσες

έκτακτες αποδόσεις για όλα τα διαστήματα δεν είναι στατιστικά σημαντικές ενώ την περίοδο 0 το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντικό ( $z = 1,941$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10.

Πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις γεγονός που ενισχύει την υπόθεση ότι ο αυστηρότερος έλεγχος αλλά και η καλύτερη οργάνωση περιορίζουν φαινόμενα διαρροής πληροφοριών<sup>147</sup>.

Μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις την περίοδο +3 και +10. Την περίοδο +3 οφείλονται στις μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών της "Γενικής Τράπεζας" (-12,08%) και της "Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" (-11,27%) ενώ την περίοδο +10 στις μετοχές της "Αλφα Λήσινγκ" (13,54%). Το Διάγραμμα 9.13 απεικονίζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.13.

## **B. "Σύνθετη" Ανακοίνωση του "Τραπεζικού" κλάδου**

Οι 15 αυξήσεις του δείγματος πραγματοποιούνται από επιχειρήσεις του "Τραπεζικού" κλάδου που ανακοινώθηκαν ταυτόχρονα με άλλα γεγονότα ("σύνθετη" ανακοίνωση). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 9.14 όπου διαπιστώνεται ότι η μέση έκτακτη απόδοση την περίοδο -1 και 0 δεν είναι στατιστικά σημαντική. Επίσης, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τα διάφορα διαστήματα και το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την ημερομηνία ανακοίνωσης δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Το Διάγραμμα 9.14 παρουσιάζει γραφικά τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.14.

---

<sup>147</sup> Η ανακοίνωση του Δ.Σ. επιβεβαιώνει ότι δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις.

Ο μικρός αριθμός παρατηρήσεων σε κάθε περίοδο περιορίζει τη δυνατότητα εξαγωγής γενικών συμπερασμάτων. Είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσει κανείς πως όταν οι ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου περιέχουν μοναδικό θέμα την αύξηση ("καθαρή" ανακοίνωση) σημειώνεται αύξηση των τιμών των μετοχών δηλαδή η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται. Αντίθετα, δε σημειώνεται άνοδος των τιμών των μετοχών όταν μαζί με την αύξηση ανακοινώνονται και άλλα θέματα. Οπως έχει ήδη αναφερθεί αυτό ίσως εξηγείται από το γεγονός ότι οι "σύνθετες" ανακοινώσεις είναι προγραμματισμένες ενώ οι "καθαρές" είναι έκτακτες και περιέχουν περισσότερο το στοιχείο του "αιφνιδιασμού". Εναλλακτικά αυτό ίσως οφείλεται και στο στατιστικό "θόρυβο" που περιέχεται στο δείγμα των "σύνθετων" ανακοινώσεων.

### **9.3. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Εξετάζεται η επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών στις αποδόσεις των μετοχών. Παρουσιάζονται αποτελέσματα από δύο δείγματα:

- Επίδραση αύξησης με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών στις τιμές των κοινών μετοχών.
- Επίδραση αύξησης με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών στις τιμές των προνομιούχων μετοχών.

Αλλα δείγματα περιέχουν πολύ μικρό αριθμό επιχειρήσεων και γι' αυτό δεν παρουσιάζονται.



### **9.3.1. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Ο Πίνακας 9.15 παρουσιάζει αποτελέσματα για 17 αυξήσεις με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών. Παρατηρούμε ότι την ημερομηνία ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση δεν είναι στατιστικά σημαντική ενώ την περίοδο -1 είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών 4,8% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 1,801$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10, των έξι ημερών 17,9% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,212$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1 είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.15 παρουσιάζονται γραφικά στο Διάγραμμα 9.15.

### **9.3.2. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Ο Πίνακας 9.16 παρουσιάζει αποτελέσματα για 17 αυξήσεις με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών στις τιμές των προνομιούχων μετοχών. Την ημερομηνία της ανακοίνωσης η μέση έκτακτη απόδοση 3,4% είναι στατιστικά σημαντική ( $t = 2,403$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ενώ την περίοδο -1 είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, των έξι ημερών σε επίπεδο 0,05 και των έντεκα ημερών σε επίπεδο 0,10. Το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την περίοδο -1 είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,01 ενώ την ημέρα του γεγονότος δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του Πίνακα 9.16 παρουσιάζονται γραφικά στο Διάγραμμα 9.16.

Είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε ότι η αύξηση με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών έχει σαν αποτέλεσμα οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των προνομιούχων μετοχών να είναι μεγαλύτερες από τις μέσες έκτακτες αποδόσεις των κοινών μετοχών (Διάγραμμα 9.19). Δηλαδή, τα χρεόγραφα μικρότερου κινδύνου έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Εξαιτίας του μικρού αριθμού αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που περιλαμβάνει η κάθε περίοδος τα συμπεράσματα δε μπορούν να γενικευτούν.

#### **9.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Στο Κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της επίδρασης της ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις αποδόσεις των μετοχών. Μέσες έκτακτες και αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις υπολογίστηκαν για το σύνολο των αυξήσεων που συμμετέχουν στο δείγμα αλλά και για επιμέρους δείγματα (κατά ημερομηνία ανακοίνωσης, τύπο ανακοίνωσης, είδος χρεογράφων και κλάδο επιχείρησης) και έγιναν στατιστικοί έλεγχοι για να διαπιστωθεί η σημαντικότητα των μέσων έκτακτων αποδόσεων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Με βάση τη στατιστική ανάλυση απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για τα περισσότερα δείγματα που εξετάστηκαν. Δηλαδή, οι ανακοινώσεις αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου δημιουργούν θετικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές. Σε δύο μόνο περιπτώσεις η μηδενική υπόθεση έγινε αποδεκτή (οι έκτακτες αποδόσεις ήταν μηδενικές) γεγονός που πιθανόν οφείλεται στο μικρό αριθμό αυξήσεων που περιείχαν τα δείγματα ενώ δε βρέθηκε καμιά περίπτωση όπου η ανακοίνωση είχε αρνητική επίδραση.

Επιπλέον, το ποσοστό θετικών έκτακτων αποδόσεων την ημερομηνία ανακοίνωσης είναι σε όλα σχεδόν τα δείγματα στατιστικά σημαντικό επιβεβαιώνοντας την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση.

Είδαμε ότι ο κλάδος της επιχείρησης επηρεάζει το ύψος των μέσων έκτακτων αποδόσεων με τις αποδόσεις των μετοχών του "Βιομηχανικού" κλάδου να είναι υψηλότερες. Επίσης, εξετάζοντας το πιο αντιπροσωπευτικό δείγμα "αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών μετοχών χωρίς άλλες ταυτόχρονες ανακοινώσεις" ("καθαρές" ανακοινώσεις) διαπιστώθηκε ότι ο τύπος της ανακοίνωσης επηρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών είναι 4,7% ενώ όταν υπάρχουν παράλληλα και άλλες ανακοινώσεις δεν παρατηρείται μέση έκτακτη απόδοση. Αυτό ίσως οφείλεται στο στατιστικό "*θόρυβο*" που προκαλούν οι ταυτόχρονες ανακοινώσεις ή/και στην απουσία "*αιφνιδιασμού*" των τακτικών Γ.Σ. που ανακοινώνονται με "σύνθετες" ανακοινώσεις.

Επομένως απορρίπτονται όλες οι υποθέσεις που προβλέπουν μείωση των αποδόσεων των μετοχών (δεν ισχύει η υπόθεση της συμπίεσης της τιμής, της μεταβολής της κεφαλαιακής διάρθρωσης και των αρνητικών πληροφοριών)<sup>148</sup> ενώ επιβεβαιώνεται η υπόθεση που προβλέπει αύξηση των τιμών (υπόθεση των ευνοϊκών πληροφοριών). Δηλαδή, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ανακοίνωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου είναι "*καλό νέο*". Τέλος, η υπόθεση που προβλέπει ότι δε μεταβάλλονται οι αποδόσεις (υπόθεση της υποκατάστασης) ισχύει σε ορισμένες μόνο περιπτώσεις στις οποίες, όμως, παρατηρήθηκε μικρός αριθμός επιχειρήσεων.

Τα Διαγράμματα 9.17, 9.18 και 9.19 παρουσιάζουν κατά κατηγορία αυξήσεων τα Διαγράμματα 9.1 έως 9.16. Αυτή η ταυτόχρονη απεικόνιση

---

<sup>148</sup> Βλέπε Κεφάλαιο 6.

δίνει τη δυνατότητα σύγκρισης των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων μεταξύ των διαφόρων δειγμάτων. Το Διάγραμμα 9.17 παρουσιάζει τα διαγράμματα 9.1 έως 9.8 (αυξήσεις με έκδοση μόνο κοινών, κοινών και προνομιούχων και μόνο προνομιούχων μετοχών), το Διάγραμμα 9.18 παρουσιάζει τα Διαγράμματα 9.9 έως 9.14 (αυξήσεις με έκδοση κοινών μετοχών) και το Διάγραμμα 9.19 παρουσιάζει τα Διαγράμματα 9.15 και 9.16 (αυξήσεις με έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών).

Η σύγκριση των αποτελεσμάτων μ' αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας<sup>149</sup> αποκαλύπτει διαφορές με τα αποτελέσματα των White και Lusztig [1980], των Ekbo και Masulis [1987] - για το δείγμα των αυξήσεων που χρησιμοποιεί ανάδοχο - και του Kothare [1991], οι μελέτες των οποίων προβλέπουν μείωση των αποδόσεων. Αντίθετα, επιβεβαιώθηκαν τα αποτελέσματα των Scholes [1972], Smith [1977], Ekbo και Masulis [1987] - για το δείγμα των αυξήσεων που δε χρησιμοποιεί ανάδοχο -, Marsh [1979], Kim και Lee [1990] και Kang [1990], οι μελέτες των οποίων προβλέπουν αύξηση των αποδόσεων.

Τα θετικά αποτελέσματα όμως των παραπάνω ερευνών δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμα μ' αυτά της παρούσας εργασίας. Αυτό συμβαίνει επειδή ο Scholes [1972] και ο Smith [1977] εξετάζουν την ημερομηνία έκδοσης και ο Marsh [1979] την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ενώ οι άλλες μελέτες εξετάζουν την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης. Επιπλέον, οι Ekbo και Masulis [1987] ενώ ερευνούν την ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης κάνουν διαχωρισμό των αυξήσεων με κριτήριο τη χρησιμοποίηση ή όχι αναδόχου έκδοσης που οι άλλες μελέτες δεν εξετάζουν. Τέλος, δε χρησιμοποιούν όλες ημερήσιες αποδόσεις αλλά μηνιαίες που μειώνουν τη δύναμη των ελέγχων που κάνουν<sup>150</sup>.

---

<sup>149</sup> Βλέπε Κεφάλαιο 5.

<sup>150</sup> Βλέπε Brown και Warner [1985].

Διαπιστώνεται ότι μόνο η μελέτη του Kang [1990] από την Κορέα εξετάζει την ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης και χρησιμοποιεί παρόμοια κριτήρια επιλογής και διάκρισης των αυξήσεων μ' αυτά που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα εργασία. Ταυτόχρονα υπάρχει το κοινό χαρακτηριστικό ότι η Κορέα και η χώρα μας είναι αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές, δηλαδή, όλες οι αυξήσεις που εξετάζονται πραγματοποιήθηκαν κάτω από παρόμοιες εξωτερικές συνθήκες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.1

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 59 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
 & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	47	25/22	0,00398	0,00398	0,82617
-9	45	26/19	0,00646	0,01044	1,34262
-8	47	17/30	0,02109	0,03153	4,37934 ***
-7	46	25/21	0,00308	0,03461	0,64060
-6	47	28/19	-0,00168	0,03293	-0,34912
-5	48	26/22	-0,00028	0,03265	-0,05871
-4	50	24/26	0,00430	0,03695	0,89265
-3	47	18/29	0,02905	0,06599	6,03211 ***
-2	44	23/21	0,00954	0,07553	1,98074 *
-1	43	18/25	0,01513	0,09066	3,14282 ***
0	48	14/34	0,02451	0,11518	5,09117 ***
1	50	26/24	-0,00131	0,11387	-0,27144
2	49	28/21	-0,00545	0,10842	-1,13211
3	41	21/20	0,00161	0,11003	0,33487
4	42	22/20	0,00127	0,11130	0,26365
5	47	29/18	-0,00700	0,10430	-1,45384
6	44	20/24	0,00230	0,10661	0,47837
7	44	19/25	0,01095	0,11755	2,27357 **
8	46	28/18	-0,00522	0,11234	-1,08368
9	42	24/18	-0,00370	0,10863	-0,76881
10	41	14/27	0,01532	0,12396	3,18205 ***

		Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:		
- Δύο ημερών CAR (-1,0)	= 0,03965	4,11699 ***
- Έξι ημερών CAR (-5,0)	= 0,08225	2,84680 ***
- Εντεκα ημερών CAR (-10,0)	= 0,11518	2,17458 **
		Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:		1,06749
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:		2,88675 ***

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
 \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9.2

**ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΣΥΝΕΔΡΙΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ  
ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ 59 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
& ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990**

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	43	20/23	0,00538	0,00538	0,98628
-9	47	24/23	0,00122	0,00660	0,22273
-8	50	26/24	0,00174	0,00834	0,31927
-7	49	21/28	0,01230	0,02064	2,25311 **
-6	47	29/18	-0,00106	0,01958	-0,19423
-5	45	24/21	0,01936	0,03894	3,54776 ***
-4	48	30/18	-0,00613	0,03280	-1,12408
-3	48	23/25	0,00018	0,03299	0,03348
-2	49	22/27	0,00975	0,04273	1,78619 *
-1	49	21/28	0,02058	0,06332	3,77188 ***
0	46	20/26	0,00265	0,06597	0,48602
1	46	21/25	0,01360	0,07957	2,49159 **
2	47	19/28	0,00999	0,08956	1,83101 *
3	49	21/28	0,01562	0,10518	2,86149 ***
4	44	22/22	-0,00648	0,09870	-1,18721
5	47	27/20	0,00028	0,09898	0,05119
6	47	25/22	0,00115	0,10013	0,21127
7	45	18/27	0,00865	0,10878	1,58459
8	44	26/18	-0,00633	0,10245	-1,15927
9	47	34/13	-0,01053	0,09192	-1,92906 *
10	48	28/20	-0,00605	0,08587	-1,10939

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,02324	2,12895 **
- Έξι ημερών CAR(-5,0) = 0,04639	1,41687
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,06597	1,09895
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	1,00000
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	0,88465

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
 \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.3

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ 59 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
& ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

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

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	47	24/23	0,00682	0,00682	1,35486
-9	45	26/19	0,01082	0,01764	2,15157 **
-8	47	19/28	0,02177	0,03941	4,32763 ***
-7	46	24/22	0,00151	0,04092	0,29970
-6	47	27/20	0,00092	0,04184	0,18308
-5	48	28/20	0,00076	0,04261	0,15172
-4	50	29/21	0,00525	0,04785	1,04304
-3	47	20/27	0,02594	0,07379	5,15534 ***
-2	44	26/18	0,00786	0,08165	1,56320
-1	43	19/24	0,01103	0,09269	2,19247 **
0	48	19/29	0,01908	0,11176	3,79215 ***
1	50	30/20	-0,00584	0,10593	-1,16031
2	49	28/21	-0,01003	0,09589	-1,99418
3	41	21/20	0,00228	0,09818	0,45367
4	42	23/19	0,00354	0,10171	0,70297
5	47	31/16	-0,00738	0,09434	-1,46600
6	44	20/24	0,00427	0,09861	0,84968
7	44	22/22	0,01052	0,10913	2,09160 **
8	46	29/17	-0,00859	0,10054	-1,70739 *
9	42	24/18	-0,00487	0,09567	-0,96794
10	41	17/24	0,01850	0,11417	3,67692 ***

		Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις:		
- Δύο ημερών CAR(-1,0)	= 0,03011	2,99231 ***
- Έξι ημερών CAR(-5,0)	= 0,06992	2,31632 **
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0)	= 0,11176	2,01952 *
		Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:		0,76249
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:		1,44375

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
\*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01



## ΠΙΝΑΚΑΣ 9.4

**ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΣΥΝΕΔΡΙΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ 59 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
& ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990**

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

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	43	22/21	0,00519	0,00519	0,87419
-9	47	23/24	0,00267	0,00786	0,45060
-8	50	32/18	0,00354	0,01140	0,59653
-7	49	27/22	0,01360	0,02499	2,29208 **
-6	47	26/21	0,00096	0,02595	0,16127
-5	45	23/22	0,02217	0,04812	3,73843 ***
-4	48	30/18	-0,00484	0,04328	-0,81635
-3	48	29/19	0,00056	0,04384	0,09448
-2	49	25/24	0,00761	0,05145	1,28347
-1	49	25/24	0,02144	0,07289	3,61412 ***
0	46	22/24	-0,00245	0,07044	-0,41279
1	46	24/22	0,00497	0,07541	0,83759
2	47	21/26	0,00522	0,08063	0,88035
3	49	20/29	0,01433	0,09497	2,41625 **
4	44	24/20	-0,00737	0,08760	-1,24204
5	47	26/21	0,00281	0,09041	0,47456
6	47	27/20	0,00145	0,09186	0,24377
7	45	18/27	0,00635	0,09821	1,07072
8	44	30/14	-0,00728	0,09094	-1,22652
9	47	32/15	-0,01063	0,08031	-1,79199 *
10	48	35/13	-0,01026	0,07004	-1,73024 *

		Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:		
- Δύο ημερών CAR(-1,0)	= 0,01899	1,60067
- Έξι ημερών CAR(-5,0)	= 0,04450	1,25023
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0)	= 0,07044	1,07964
		Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:		-0,14285
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:		0,29488

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9.5

**ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ  
("ΚΑΘΑΡΗ" ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ) ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ  
ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ 31 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
& ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990**

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	25	16/9	-0,00016	-0,00016	-0,02138
-9	27	15/12	0,00784	0,00768	1,04822
-8	27	10/17	0,02398	0,03167	3,20455 ***
-7	25	17/8	0,00200	0,03367	0,26714
-6	25	16/9	0,00655	0,04021	0,87493
-5	26	15/11	-0,00723	0,03298	-0,96617
-4	27	10/17	0,01079	0,04377	1,44148
-3	25	10/15	0,04622	0,08999	6,17683 ***
-2	24	10/14	0,01764	0,10764	2,35755 **
-1	25	12/13	0,01397	0,12161	1,86702 *
0	26	6/20	0,03683	0,15844	4,92154 ***
1	27	14/13	-0,00840	0,15004	-1,12236
2	26	15/11	-0,01034	0,13970	-1,38143
3	23	14/9	-0,00116	0,13855	-0,15454
4	25	11/14	0,01028	0,14882	1,37325
5	25	17/8	-0,00407	0,14475	-0,54428
6	23	10/13	0,00436	0,14911	0,58238
7	24	10/14	0,00362	0,15272	0,48317
8	25	15/10	-0,01313	0,13959	-1,75483 *
9	21	13/8	-0,00664	0,13295	-0,88785
10	21	7/14	0,02022	0,15316	2,70128 **

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,05080	3,39428 ***
- Εξι ημερών CAR(-5,0) = 0,11823	2,63304 **
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,15844	1,92470 *
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	0,20000
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	2,74562 ***

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9.6

**ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ  $t$  [ $t$  (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΠΟΥ ΠΕΡΙΕΧΕΙ ΕΠΙΠΛΕΟΝ  
ΘΕΜΑΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ("ΣΥΝΘΕΤΗ" ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)  
ΓΙΑ 27 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
& ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990**

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	$t$ (AR)
-10	22	9/13	0,00868	0,00868	1,31044
-9	18	11/7	0,00440	0,01308	0,66357
-8	20	7/13	0,01718	0,03026	2,59350 **
-7	21	8/13	0,00438	0,03463	0,66072
-6	22	12/10	-0,01103	0,02360	-1,66541
-5	22	11/11	0,00793	0,03153	1,19687
-4	23	14/9	-0,00332	0,02821	-0,50114
-3	22	8/14	0,00952	0,03773	1,43766
-2	20	13/7	-0,00019	0,03754	-0,02853
-1	18	6/12	0,01675	0,05429	2,52799 **
0	22	8/14	0,00996	0,06425	1,50347
1	23	12/11	0,00702	0,07127	1,05957
2	23	13/10	0,00007	0,07134	0,01103
3	18	7/11	0,00515	0,07649	0,77755
4	17	11/6	-0,01198	0,06451	-1,80802 *
5	22	12/10	-0,01033	0,05419	-1,55898
6	21	10/11	0,00005	0,05424	0,00798
7	20	9/11	0,01975	0,07399	2,98087 ***
8	21	13/8	0,00420	0,07819	0,63463
9	21	11/10	-0,00076	0,07743	-0,11466
10	20	7/13	0,01018	0,08761	1,53742

	Στατιστικό $t$
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,02670	2,01573 **
- Έξι ημερών CAR(-5,0) = 0,04065	1,02272
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,06425	0,88174
	Τιμή $z$
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	1,41421
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	1,27920

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9.7

**ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ 32 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
& ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ "ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ" ΚΛΑΔΟΥ  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990**

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	27	17/10	-0,00042	-0,00042	-0,06947
-9	26	16/10	-0,00080	-0,00121	-0,13281
-8	27	12/15	0,01043	0,00922	1,73948 *
-7	27	12/15	0,01235	0,02157	2,05923 **
-6	28	15/13	0,01102	0,03259	1,83694 *
-5	28	16/12	-0,00242	0,03017	-0,40384
-4	28	15/13	0,00234	0,03250	0,38961
-3	29	12/17	0,01189	0,04439	1,98230 *
-2	28	17/11	-0,00180	0,04259	-0,30071
-1	26	13/13	0,01032	0,05291	1,72123 *
0	27	7/20	0,02502	0,07793	4,17170 ***
1	28	15/13	0,00714	0,08507	1,18991
2	29	16/13	-0,00013	0,08494	-0,02104
3	25	14/11	-0,00764	0,07731	-1,27335
4	25	15/10	-0,00421	0,07309	-0,70227
5	26	17/9	-0,00500	0,06809	-0,83365
6	25	10/15	0,00634	0,07443	1,05673
7	25	7/18	0,01628	0,09071	2,71476 **
8	27	15/12	-0,00665	0,08406	-1,10875
9	26	13/13	-0,00121	0,08285	-0,20258
10	25	9/16	0,00118	0,08403	0,19667

		Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:		
- Δύο ημερών CAR(-1,0)	= 0,03534	2,94646 ***
- Έξι ημερών CAR(-5,0)	= 0,04534	1,26005
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0)	= 0,07793	1,18124
		Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:		0,00000
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:		2,50185 **

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.8

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 27 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ, ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
 & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ "ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ" ΚΛΑΔΟΥ  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	20	8/12	0,00991	0,00991	1,06006
-9	19	10/9	0,01640	0,02631	1,75429 *
-8	20	5/15	0,03547	0,06178	3,79381 ***
-7	19	13/6	-0,01008	0,05170	-1,07848
-6	19	13/6	-0,02039	0,03130	-2,18139 **
-5	20	10/10	0,00271	0,03402	0,29012
-4	22	9/13	0,00679	0,04081	0,72673
-3	18	6/12	0,05669	0,09750	6,06299 ***
-2	16	6/10	0,02938	0,12688	3,14290 ***
-1	17	5/12	0,02249	0,14937	2,40537 **
0	21	7/14	0,02386	0,17323	2,55243 **
1	22	11/11	-0,01205	0,16118	-1,28924
2	20	12/8	-0,01317	0,14801	-1,40891
3	16	7/9	0,01607	0,16407	1,71829 *
4	17	7/10	0,00933	0,17340	0,99798
5	21	12/9	-0,00948	0,16393	-1,01366
6	19	10/9	-0,00301	0,16092	-0,32144
7	19	12/7	0,00393	0,16485	0,42012
8	19	13/6	-0,00318	0,16167	-0,34047
9	16	11/5	-0,00774	0,15392	-0,82819
10	16	5/11	0,03742	0,19134	4,00231 ***

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,04635	2,47890 **
- Έξι ημερών CAR(-5,0) = 0,14193	2,53009 **
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,17323	1,68444
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	1,69774 *
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	1,52752

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
 \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9.9

**ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ 38 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990**

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	35	21/14	0,00179	0,00179	0,29934
-9	33	20/13	0,00099	0,00277	0,16524
-8	34	15/19	0,01348	0,01625	2,25850 **
-7	35	18/17	0,00717	0,02342	1,20080
-6	35	19/16	0,00579	0,02922	0,97039
-5	33	18/15	0,00484	0,03406	0,81081
-4	35	18/17	0,00201	0,03607	0,33734
-3	35	15/20	0,01522	0,05129	2,54988 **
-2	34	21/13	-0,00665	0,04464	-1,11407
-1	33	16/17	0,00906	0,05370	1,51831
0	34	9/25	0,02922	0,08292	4,89491 ***
1	35	19/16	0,00478	0,08770	0,80061
2	34	19/15	-0,00170	0,08601	-0,28410
3	29	17/12	-0,01301	0,07300	-2,17872 **
4	30	19/11	-0,00684	0,06616	-1,14585
5	34	23/11	-0,00476	0,06140	-0,79691
6	30	11/19	0,00631	0,06771	1,05718
7	30	12/18	0,01413	0,08184	2,36693 **
8	34	22/12	-0,00969	0,07215	-1,62310
9	31	14/17	0,00552	0,07768	0,92526
10	31	11/20	0,01490	0,09258	2,49690 **

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,03828	3,20661 ***
- Εξι ημερών CAR(-5,0) = 0,05371	1,49953
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,08292	1,26286
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	0,17407
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	2,74397 ***

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
 \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.10

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 29 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ "ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ" ΚΛΑΔΟΥ  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	26	17/9	-0,00239	-0,00239	-0,38904
-9	25	16/9	-0,00194	-0,00433	-0,31651
-8	26	12/14	0,00978	0,00545	1,59404
-7	27	12/15	0,01136	0,01681	1,85119 *
-6	28	15/13	0,00920	0,02600	1,49945
-5	27	15/12	0,00156	0,02757	0,25467
-4	27	15/12	0,00081	0,02837	0,13144
-3	28	12/16	0,01049	0,03887	1,71038 *
-2	27	17/10	-0,00524	0,03363	-0,85414
-1	25	14/11	0,00661	0,04024	1,07832
0	25	8/17	0,02296	0,06320	3,74297 ***
1	26	15/11	0,00273	0,06593	0,44453
2	27	14/13	0,00191	0,06783	0,31064
3	23	14/9	-0,01185	0,05598	-1,93181 *
4	23	15/8	-0,00501	0,05097	-0,81721
5	25	18/7	-0,00660	0,04437	-1,07603
6	24	10/14	0,00400	0,04837	0,65206
7	24	8/16	0,01312	0,06149	2,13863 **
8	26	15/11	-0,00749	0,05400	-1,22030
9	24	11/13	0,00141	0,05541	0,22917
10	24	9/15	0,00399	0,05940	0,65084

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,02958	2,41064 **
- Εξι ημερών CAR(-5,0) = 0,03720	1,01061
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,06320	0,93662
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	-0,60000
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	1,80000 *

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.11

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ  $t$  [ $t$  (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ  
 ("ΚΑΘΑΡΗ" ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ) ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ  
 ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 21 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	$t$ (AR)
-10	20	14/6	0,00276	0,00276	0,29204
-9	20	11/9	0,01054	0,01331	1,11454
-8	20	8/12	0,01770	0,03101	1,87118 *
-7	20	13/7	0,00628	0,03729	0,66421
-6	20	12/8	0,00775	0,04505	0,81927
-5	19	10/9	0,00221	0,04726	0,23382
-4	20	8/12	0,00924	0,05649	0,97618
-3	19	8/11	0,01837	0,07486	1,94129 *
-2	18	10/8	-0,01003	0,06483	-1,06016
-1	19	10/9	0,00601	0,07084	0,63547
0	20	4/16	0,04132	0,11216	4,36720 ***
1	20	10/10	0,00609	0,11825	0,64344
2	19	11/8	-0,00669	0,11156	-0,70668
3	17	11/6	-0,02214	0,08942	-2,34029 **
4	18	10/8	-0,00396	0,08546	-0,41827
5	19	14/5	-0,00316	0,08231	-0,33351
6	16	6/10	0,00741	0,08972	0,78309
7	16	7/9	-0,00107	0,08865	-0,11297
8	19	13/6	-0,02261	0,06604	-2,38968 **
9	17	8/9	0,00746	0,07350	0,78888
10	17	6/11	0,02243	0,09594	2,37131 **

	Στατιστικό $t$
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,04733	2,50133 **
- Εξι ημερών CAR(-5,0) = 0,06711	1,18230
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,11216	1,07773
	Τιμή $z$
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	-0,22941
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	2,68328 **

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
 \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01



ΠΙΝΑΚΑΣ 9.12

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΠΟΥ ΠΕΡΙΕΧΕΙ ΕΠΙΠΛΕΟΝ  
 ΘΕΜΑΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ("ΣΥΝΘΕΤΗ" ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)  
 ΓΙΑ 17 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	15	7/8	0,00049	0,00049	0,06004
-9	13	9/4	-0,01372	-0,01323	-1,69712
-8	14	7/7	0,00745	-0,00578	0,92182
-7	15	5/10	0,00835	0,00256	1,03257
-6	15	7/8	0,00318	0,00575	0,39356
-5	14	8/6	0,00841	0,01415	1,03996
-4	15	10/5	-0,00762	0,00654	-0,94210
-3	16	7/9	0,01149	0,01802	1,42097
-2	16	11/5	-0,00285	0,01518	-0,35234
-1	14	6/8	0,01320	0,02838	1,63351
0	14	5/9	0,01194	0,04032	1,47666
1	15	9/6	0,00303	0,04335	0,37542
2	15	8/7	0,00462	0,04798	0,57212
3	12	6/6	-0,00006	0,04791	-0,00784
4	12	9/3	-0,01116	0,03675	-1,38113
5	15	9/6	-0,00679	0,02996	-0,83950
6	14	5/9	0,00506	0,03502	0,62545
7	14	5/9	0,03150	0,06652	3,89662 ***
8	15	9/6	0,00668	0,07319	0,82589
9	14	6/8	0,00317	0,07636	0,39181
10	14	5/9	0,00576	0,08212	0,71275

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,02514	1,55509
- Εξι ημερών CAR(-5,0) = 0,03457	0,71278
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,04032	0,45341
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	0,53452
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	1,06904

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.13

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ  
 ("ΚΑΘΑΡΗ" ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ) ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ  
 ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 14 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ "ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ" ΚΛΑΔΟΥ  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	13	10/3	-0,00198	-0,00198	-0,20007
-9	14	8/6	0,00836	0,00638	0,84378
-8	14	6/8	0,01737	0,02375	1,75248
-7	14	8/6	0,01509	0,03884	1,52188
-6	14	8/6	0,01576	0,05459	1,58962
-5	14	8/6	-0,00593	0,04866	-0,59841
-4	14	6/8	0,00882	0,05748	0,89019
-3	14	6/8	0,00708	0,06456	0,71378
-2	13	7/6	-0,00575	0,05881	-0,58026
-1	13	8/5	-0,00072	0,05808	-0,07303
0	13	3/10	0,03443	0,09251	3,47355 ***
1	13	6/7	0,00602	0,09854	0,60757
2	13	7/6	-0,00469	0,09385	-0,47293
3	12	8/4	-0,02181	0,07204	-2,20052 **
4	12	6/6	0,00175	0,07379	0,17697
5	12	10/2	-0,00344	0,07035	-0,34714
6	12	5/7	0,00562	0,07597	0,56665
7	12	4/8	0,00329	0,07925	0,33158
8	13	8/5	-0,02302	0,05624	-2,32196 **
9	12	5/7	0,00406	0,06030	0,40969
10	12	5/7	0,00063	0,06093	0,06373

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,03371	1,70026
- Έξι ημερών CAR(-5,0) = 0,03792	0,63764
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,09251	0,84850
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	-0,83205
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	1,94145 *

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.14

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ  $t$  [ $t$  (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΠΟΥ ΠΕΡΙΕΧΕΙ ΕΠΙΠΛΕΟΝ  
 ΘΕΜΑΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ("ΣΥΝΘΕΤΗ" ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ)  
 ΓΙΑ 15 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ "ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ" ΚΛΑΔΟΥ  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	13	7/6	-0,00279	-0,00279	-0,33229
-9	11	8/3	-0,01506	-0,01785	-1,79332 *
-8	12	6/6	0,00092	-0,01693	0,10967
-7	13	4/9	0,00734	-0,00959	0,87419
-6	14	7/7	0,00264	-0,00695	0,31442
-5	13	7/6	0,00963	0,00269	1,14721
-4	13	9/4	-0,00783	-0,00514	-0,93228
-3	14	6/8	0,01391	0,00877	1,65659
-2	14	10/4	-0,00476	0,00400	-0,56743
-1	12	6/6	0,01457	0,01857	1,73469
0	12	5/7	0,01054	0,02910	1,25482
1	13	9/4	-0,00057	0,02854	-0,06770
2	14	7/7	0,00803	0,03656	0,95612
3	11	6/5	-0,00098	0,03558	-0,11715
4	11	9/2	-0,01240	0,02318	-1,47630
5	13	8/5	-0,00952	0,01367	-1,13356
6	12	5/7	0,00238	0,01605	0,28385
7	12	4/8	0,02295	0,03900	2,73354 **
8	13	7/6	0,00804	0,04705	0,95802
9	12	6/6	-0,00125	0,04580	-0,14878
10	12	4/8	0,00735	0,05315	0,87578

	Στατιστικό $t$
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,02510	1,49475
- Εξι ημερών CAR(-5,0) = 0,03605	0,71560
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,02910	0,31512
	Τιμή $z$
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	0,00000
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	0,57735

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1  
 \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.15

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 17 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	11	3/8	0,01582	0,01582	1,16796
-9	10	5/5	0,01346	0,02928	0,99389
-8	11	3/8	0,03474	0,06403	2,56492 **
-7	10	7/3	-0,01438	0,04965	-1,06137
-6	11	10/1	-0,03565	0,01400	-2,63176 **
-5	13	5/8	-0,00241	0,01159	-0,17797
-4	13	6/7	0,00680	0,01839	0,50178
-3	10	3/7	0,07207	0,09045	5,32021 ***
-2	9	3/6	0,05459	0,14505	4,03022 ***
-1	9	2/7	0,03871	0,18376	2,85773 **
0	12	5/7	0,01009	0,19384	0,74458
1	13	6/7	-0,02264	0,17120	-1,67138
2	13	6/7	-0,00451	0,16669	-0,33272
3	10	3/7	0,03933	0,20603	2,90372 ***
4	10	2/8	0,03318	0,23921	2,44978 **
5	11	4/7	-0,00419	0,23502	-0,30932
6	12	8/4	-0,00944	0,22559	-0,69665
7	12	5/7	0,00474	0,23033	0,35011
8	10	3/7	0,01879	0,24912	1,38715
9	9	7/2	-0,01028	0,23883	-0,75924
10	8	3/5	0,01807	0,25690	1,33363

	Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:	
- Δύο ημερών CAR(-1,0) = 0,04880	1,80115 *
- Έξι ημερών CAR(-5,0) = 0,17984	2,21276 **
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0) = 0,19384	1,30093
	Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:	1,66666
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:	0,57735

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.16

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (AR),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CAR) &  
 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ t [t (AR)] ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ Γ.Σ. ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ  
 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
 ΓΙΑ 17 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΩΝ & ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ  
 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1981-1990

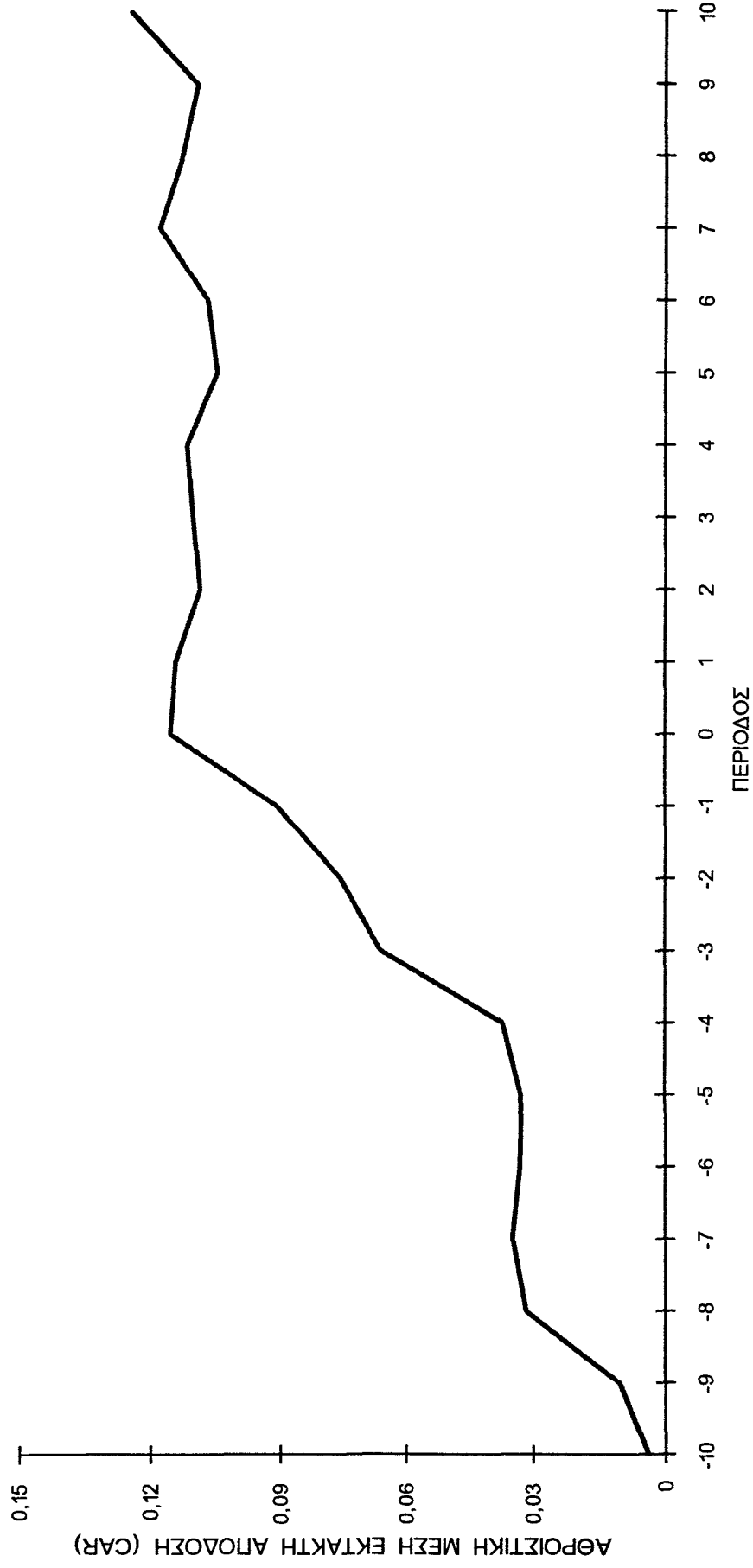
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΑΡΝΗΤΙΚΑ/ΘΕΤΙΚΑ	AR	CAR	t (AR)
-10	8	0/8	0,05297	0,05297	3,73509 ***
-9	9	4/5	0,01749	0,07045	1,23302
-8	11	2/9	0,04323	0,11368	3,04837 ***
-7	8	6/2	-0,01146	0,10222	-0,80838
-6	8	6/2	-0,01823	0,08398	-1,28578
-5	12	9/3	-0,01841	0,06557	-1,29845
-4	12	5/7	0,00952	0,07509	0,67155
-3	11	4/7	0,07540	0,15049	5,31689 ***
-2	9	1/8	0,07592	0,22642	5,35385 ***
-1	9	1/8	0,04942	0,27584	3,48485 ***
0	10	4/6	0,03408	0,30992	2,40349 **
1	10	3/7	-0,01381	0,29611	-0,97362
2	13	6/7	0,00326	0,29937	0,22988
3	11	4/7	0,01758	0,31696	1,23994
4	9	5/4	0,01795	0,33490	1,26554
5	9	3/6	-0,00401	0,33090	-0,28261
6	10	5/5	-0,00608	0,32481	-0,42881
7	9	5/4	-0,01852	0,30630	-1,30565
8	10	3/7	0,02148	0,32778	1,51477
9	10	7/3	-0,00703	0,32075	-0,49580
10	10	7/3	-0,00169	0,31906	-0,11903

		Στατιστικό t
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις:		
- Δύο ημερών CAR(-1,0)	= 0,08350	2,94417 ***
- Εξι ημερών CAR(-5,0)	= 0,22594	2,65536 **
- Εντεκα ημερών CAR(-10,0)	= 0,30992	1,98677 *
		Τιμή z
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο -1:		2,33330 **
Ποσοστό θετικών AR την περίοδο 0:		0,63424

- \* Επίπεδο σημαντικότητας 0,1
- \*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,05
- \*\*\* Επίπεδο σημαντικότητας 0,01

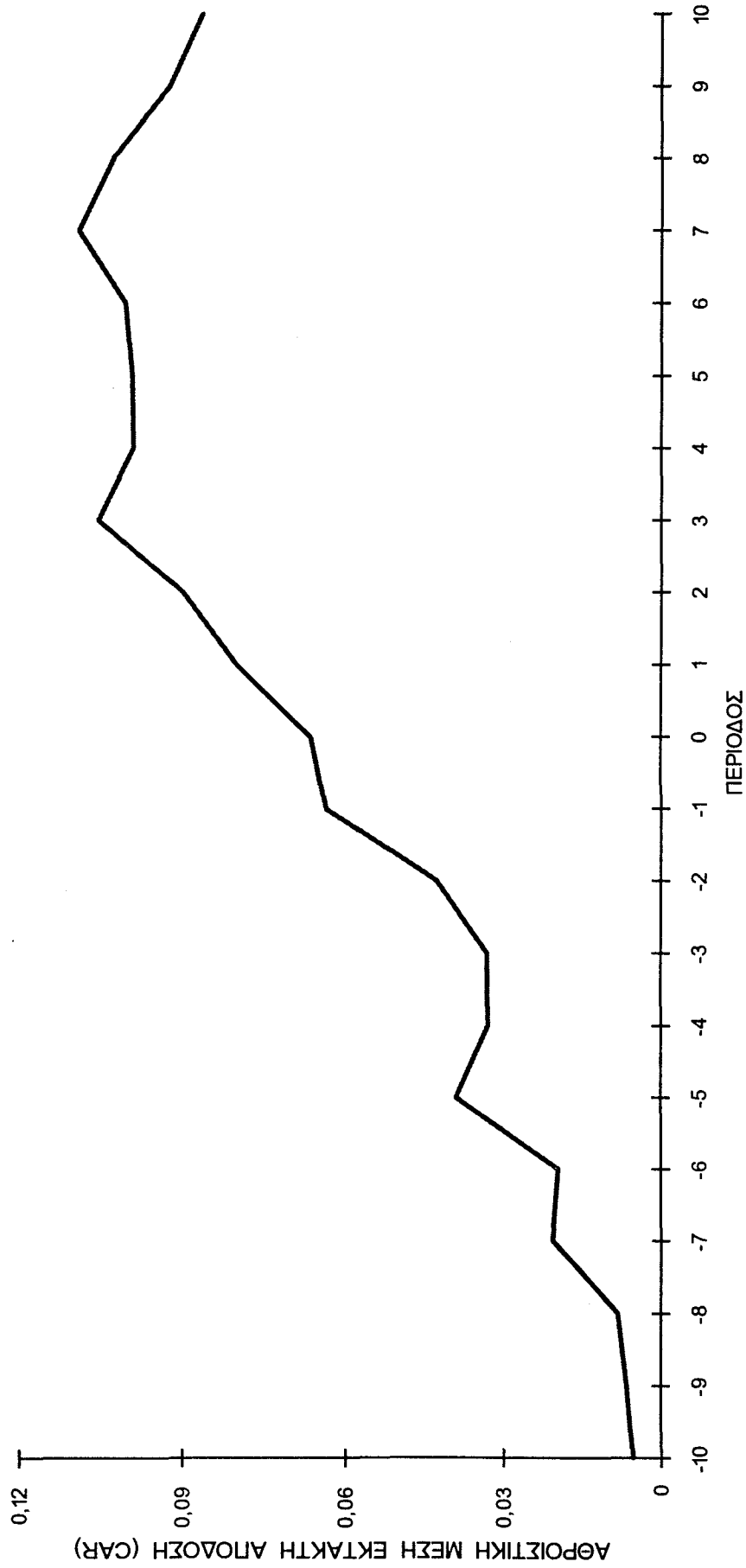
**Διάγραμμα 9.1**

**Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.1)**



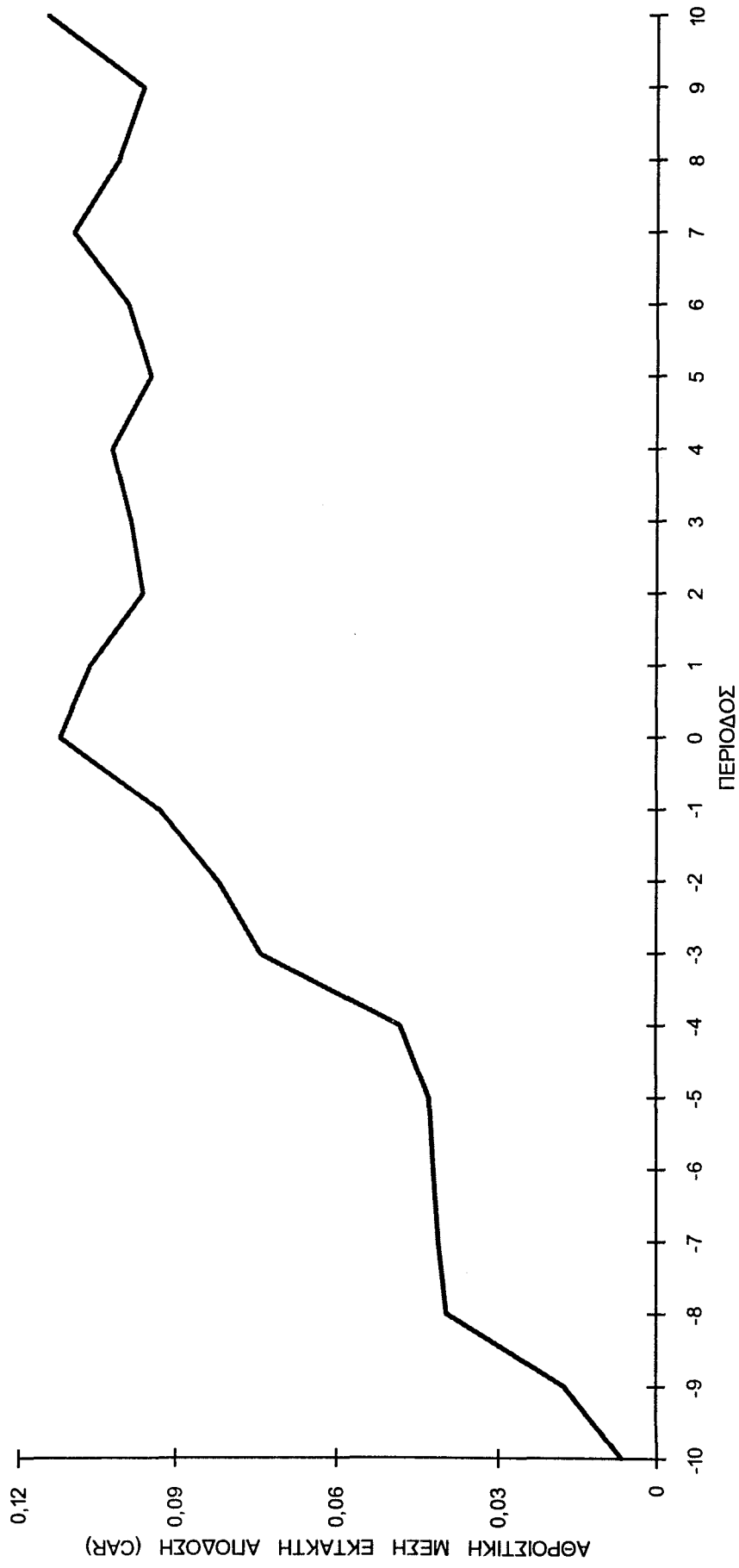
### Διάγραμμα 9.2

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Συνεδρίασης του Δ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.2)



### Διάγραμμα 9.3

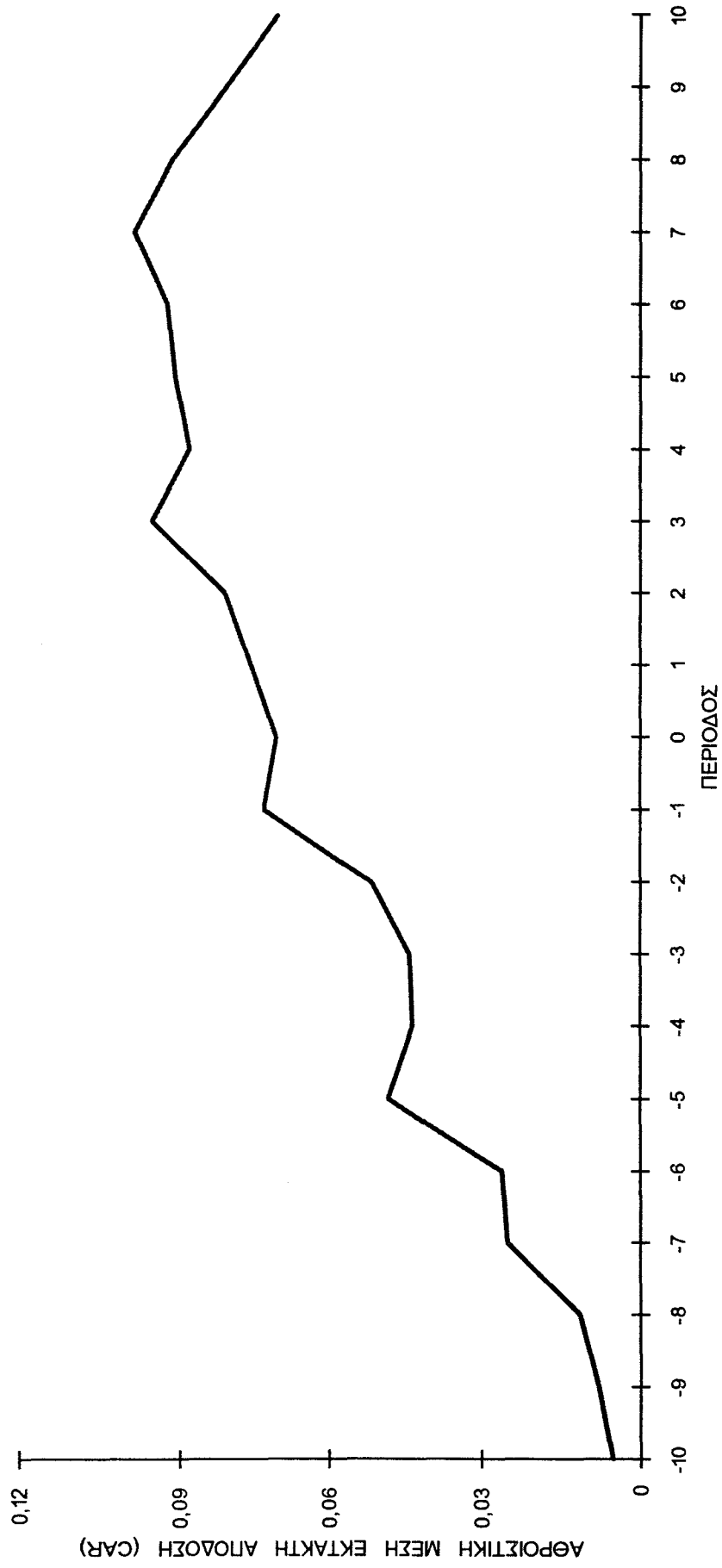
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.3)  
(Ο Υπολογισμός των Μέσων Εκτακτων Αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της "Αγοράς")





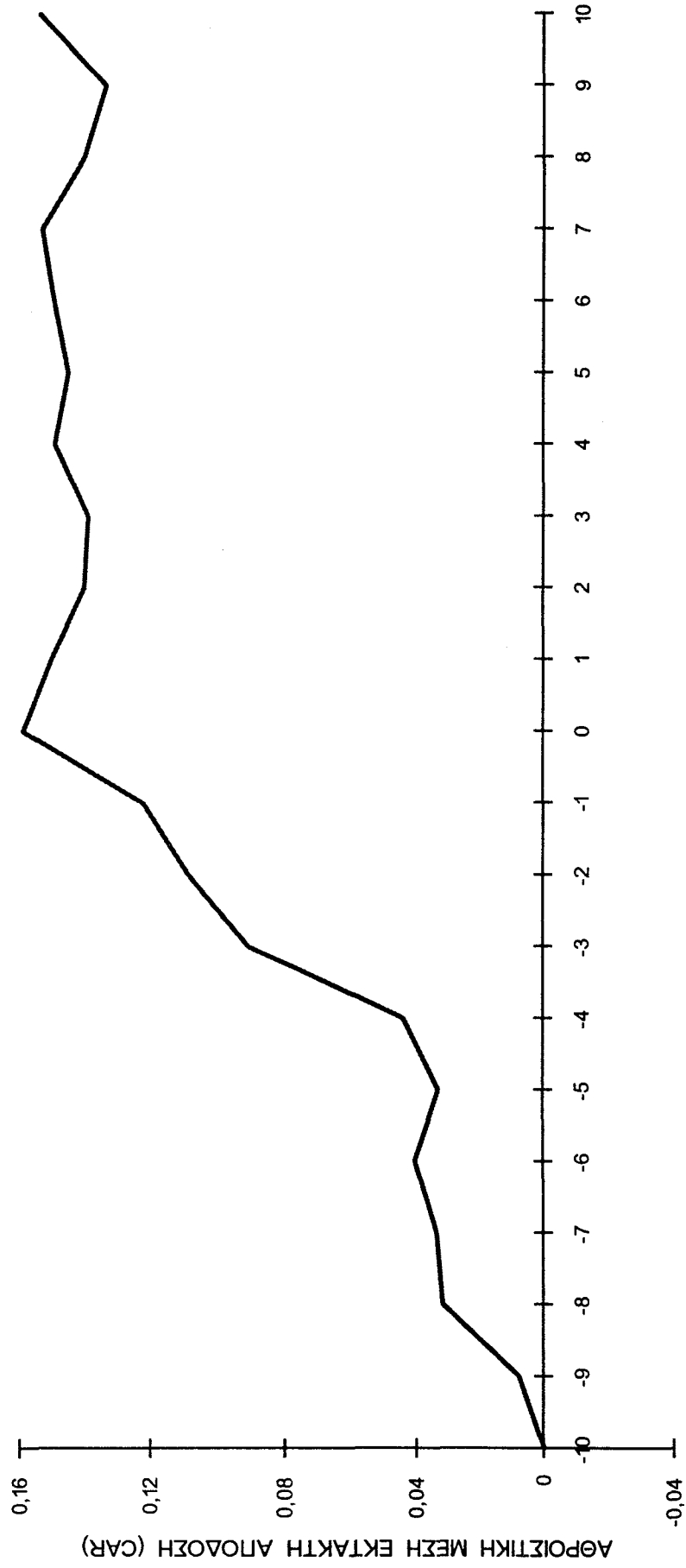
#### Διάγραμμα 9.4

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Συνεδρίασης του Δ.Σ. για 59 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.4)  
(Ο Υπολογισμός των Μέσων Εκτακτων Αποδόσεων έγινε με το Υπόδειγμα της "Αγοράς")



### Διάγραμμα 9.5

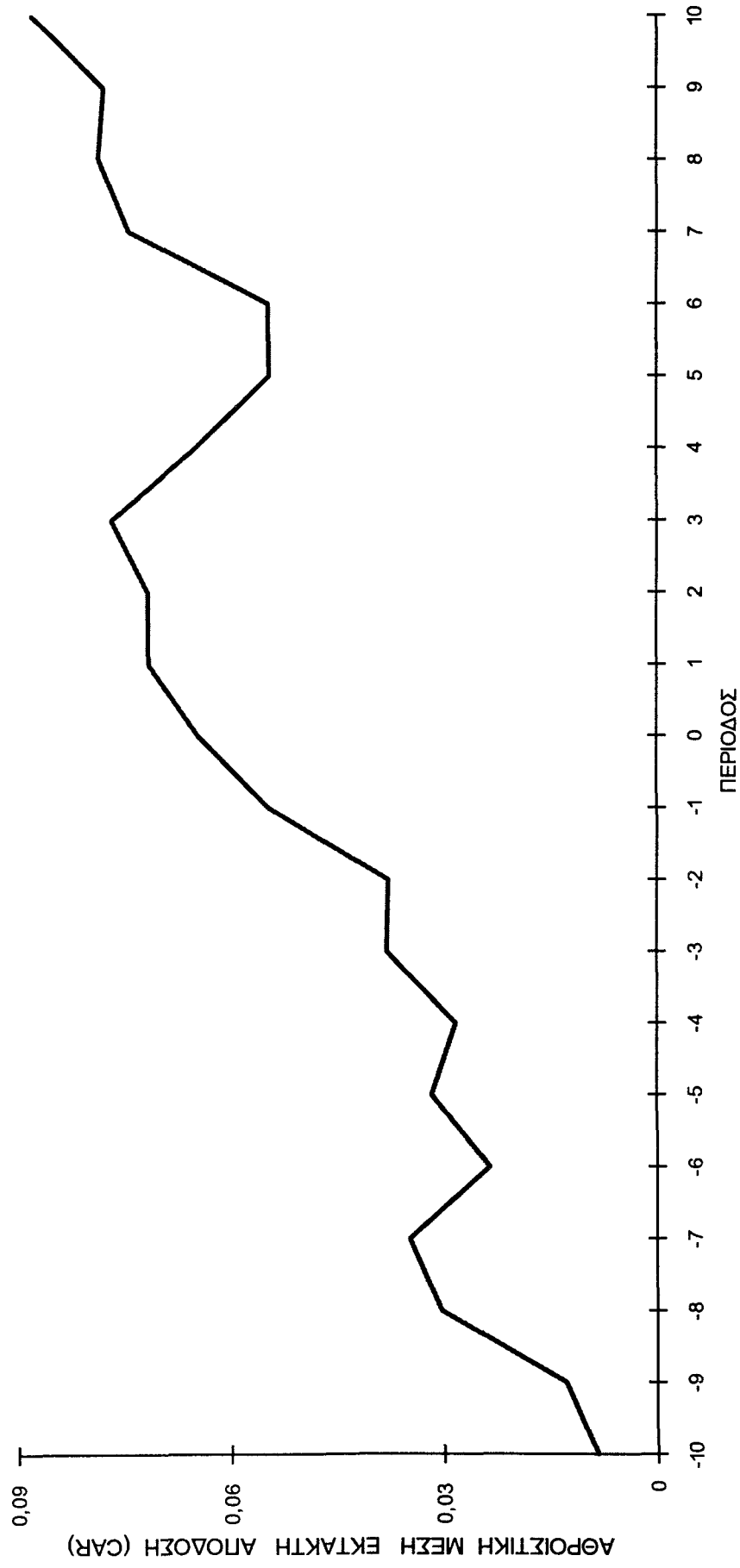
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 31 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.5)



ΠΕΡΙΟΔΟΣ

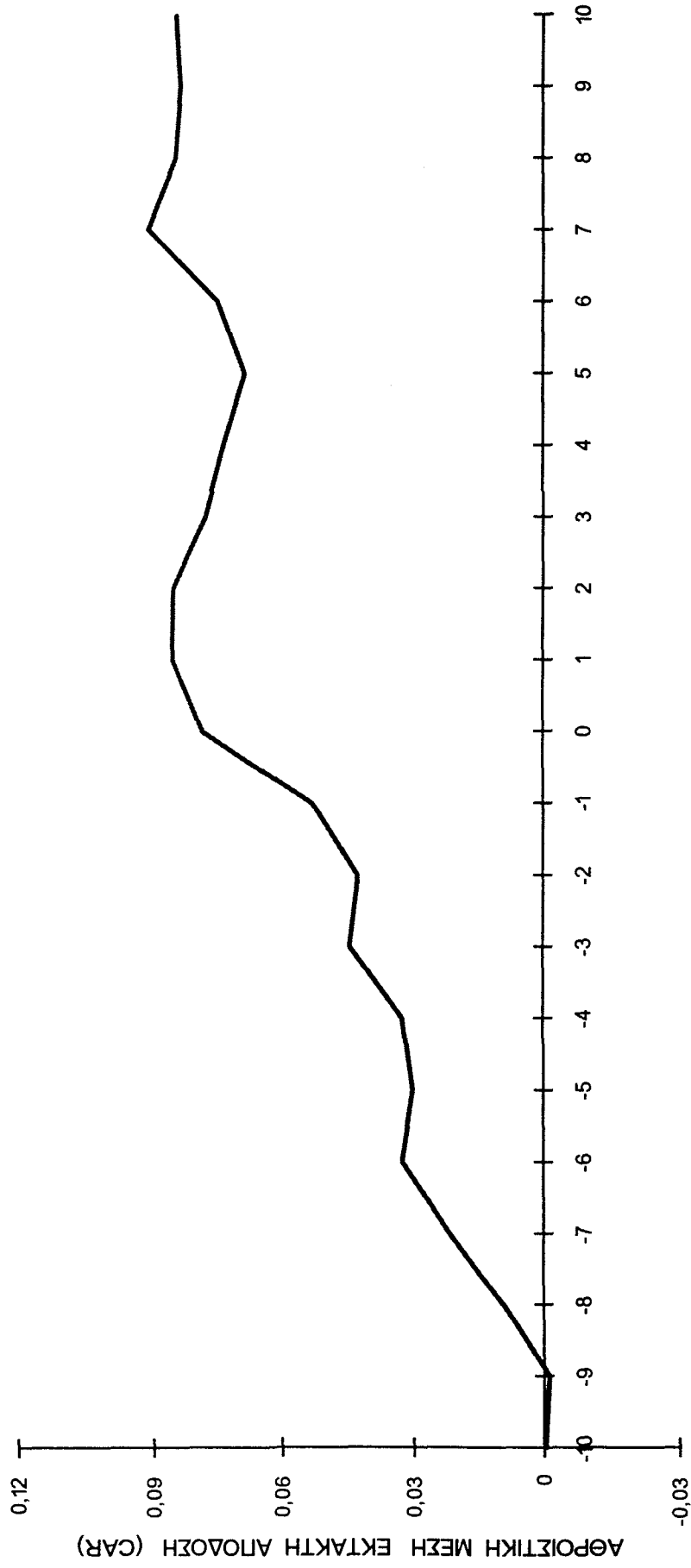
Διάγραμμα 9.6

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 27 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.8)



Διάγραμμα 9.7

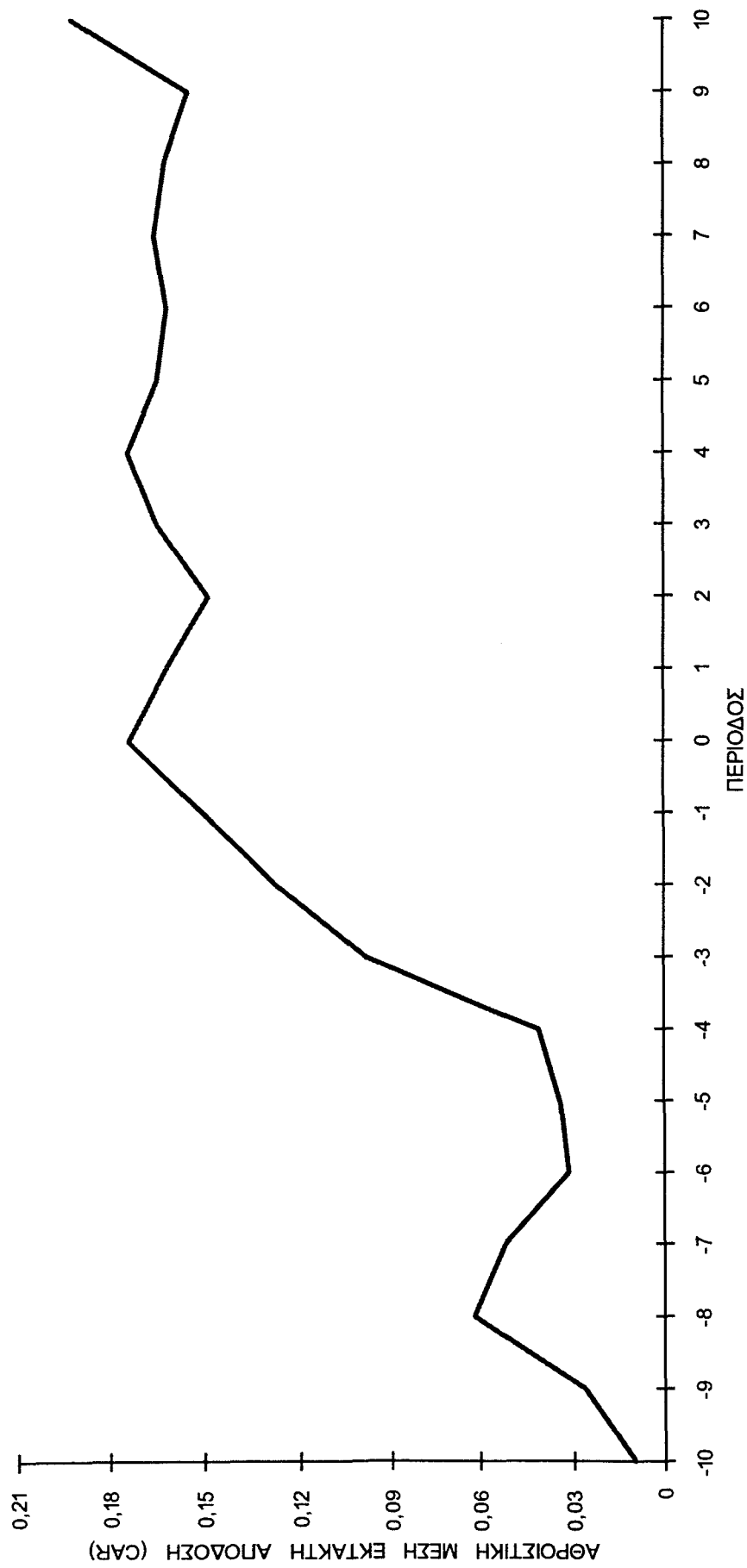
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 32 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.7)



ΠΕΡΙΟΔΟΣ

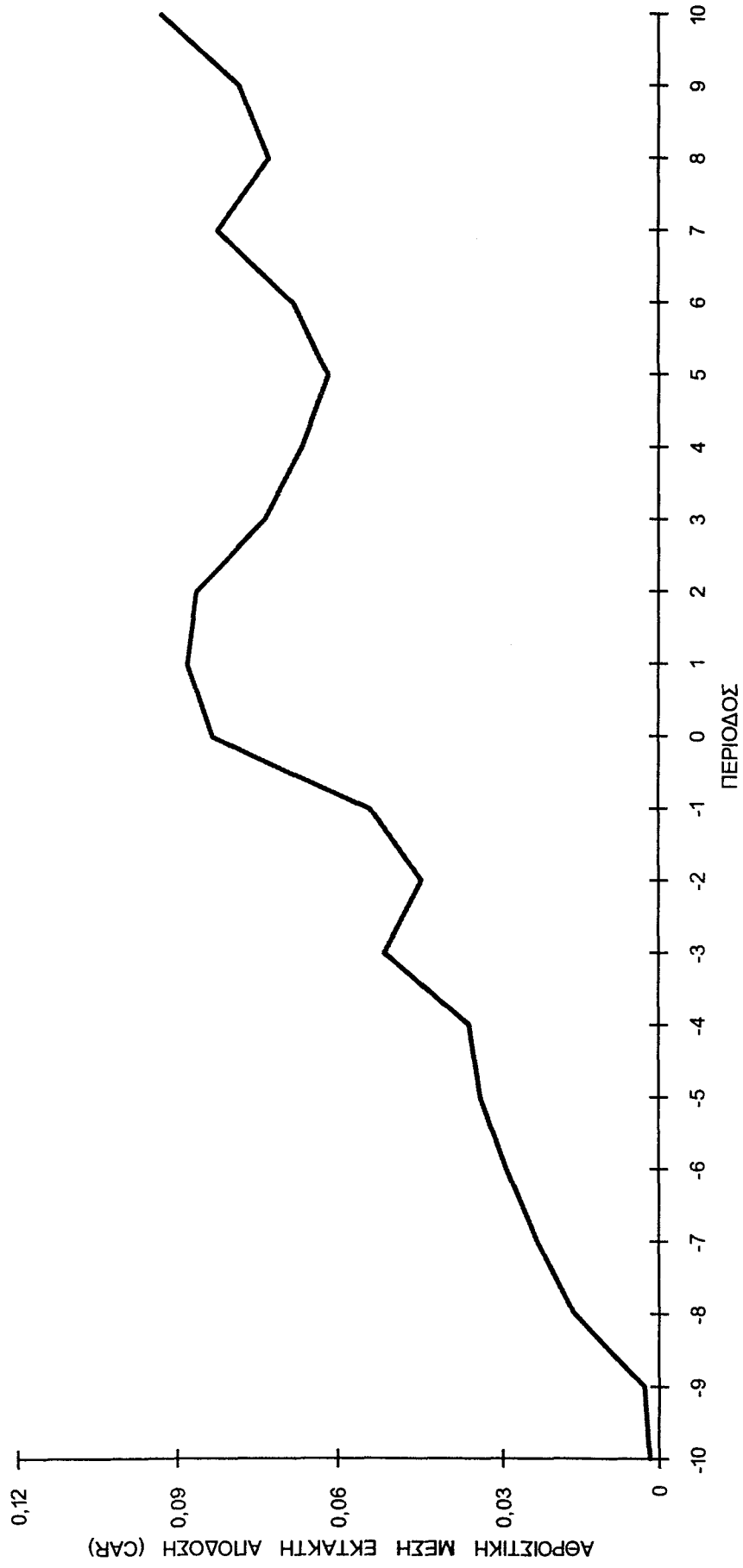
### Διάγραμμα 9.8

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 27 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.8)



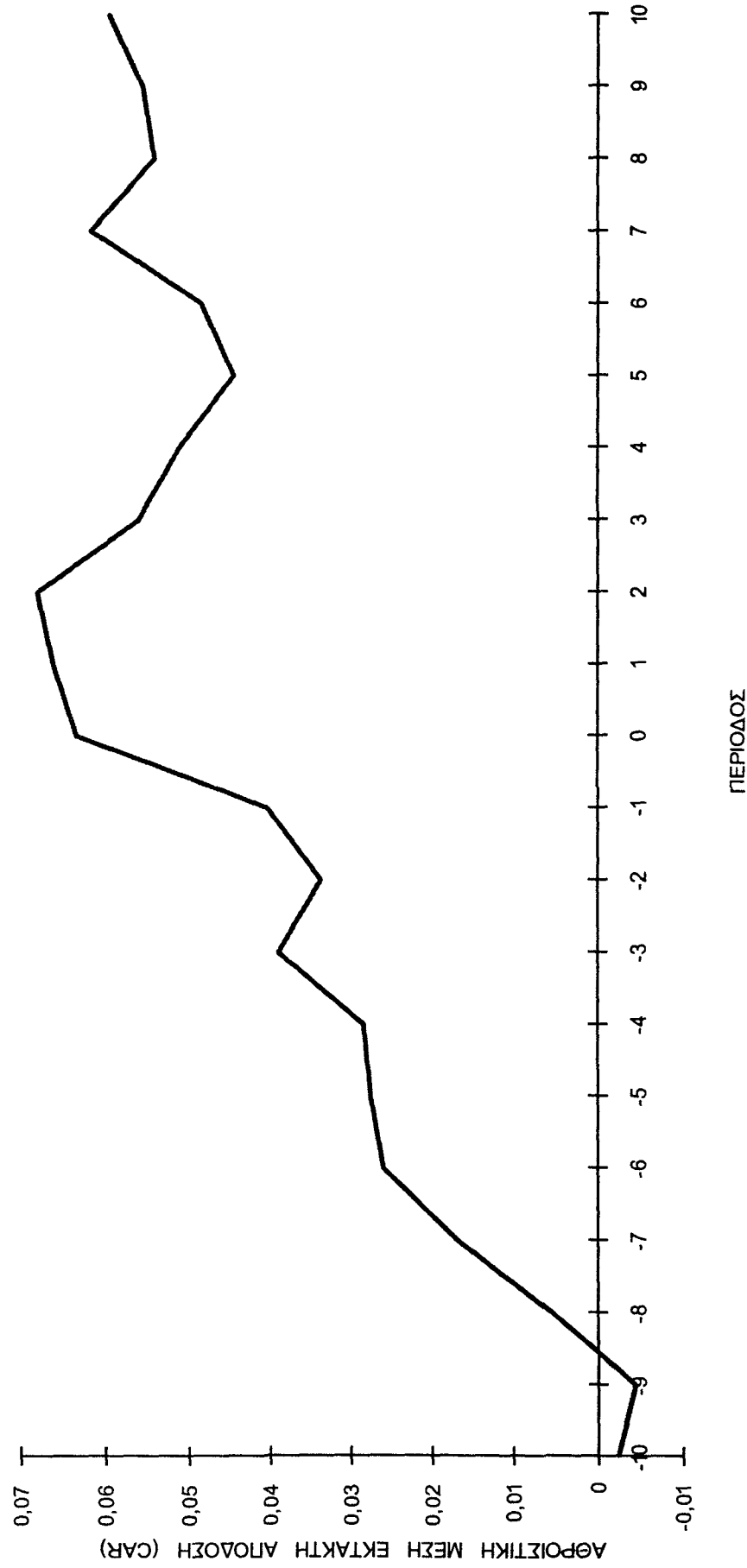
Διάγραμμα 9.9

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 38 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.9)



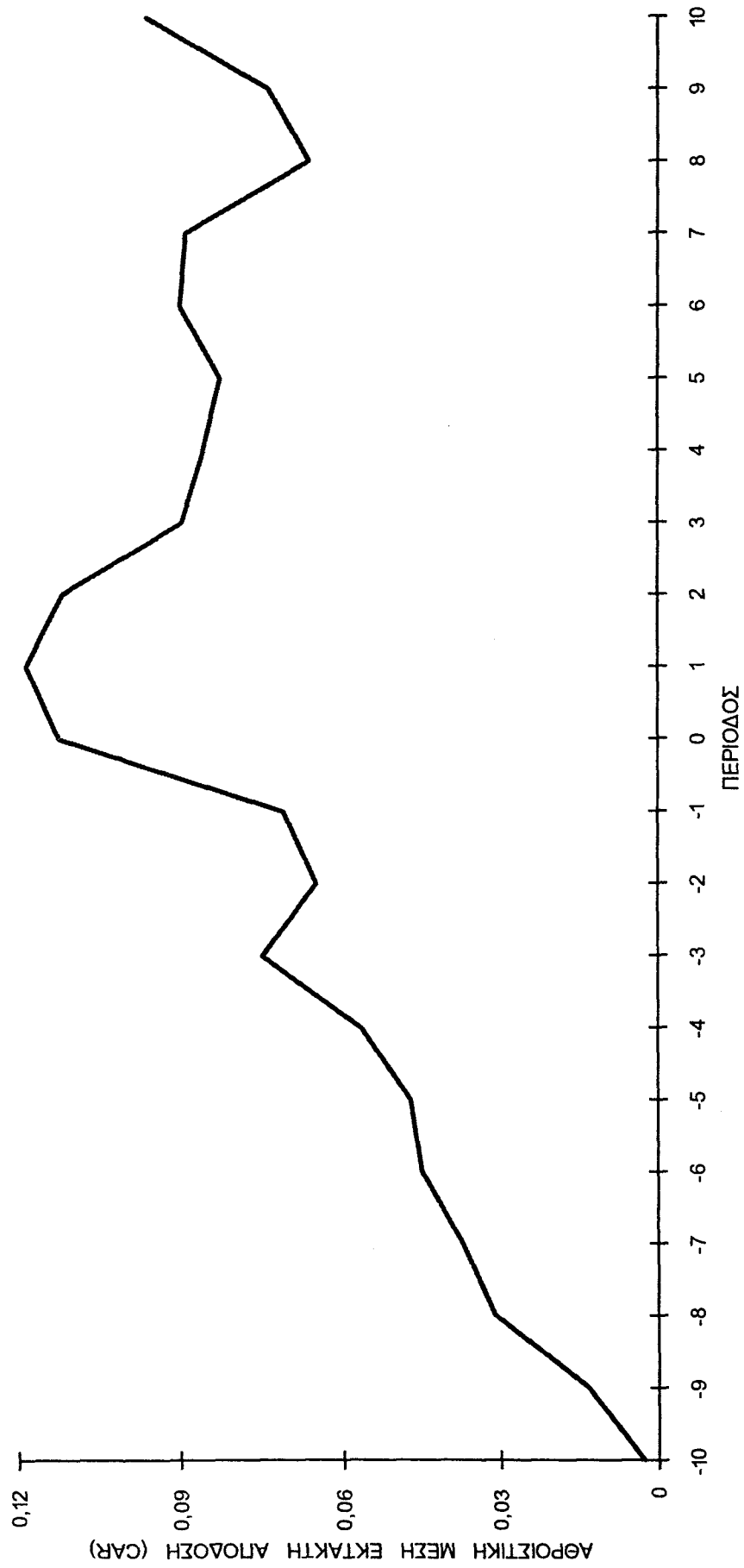
### Διάγραμμα 9.10

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 29 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.10)



Διάγραμμα 9.11

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 21 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.11)





Διάγραμμα 9.12

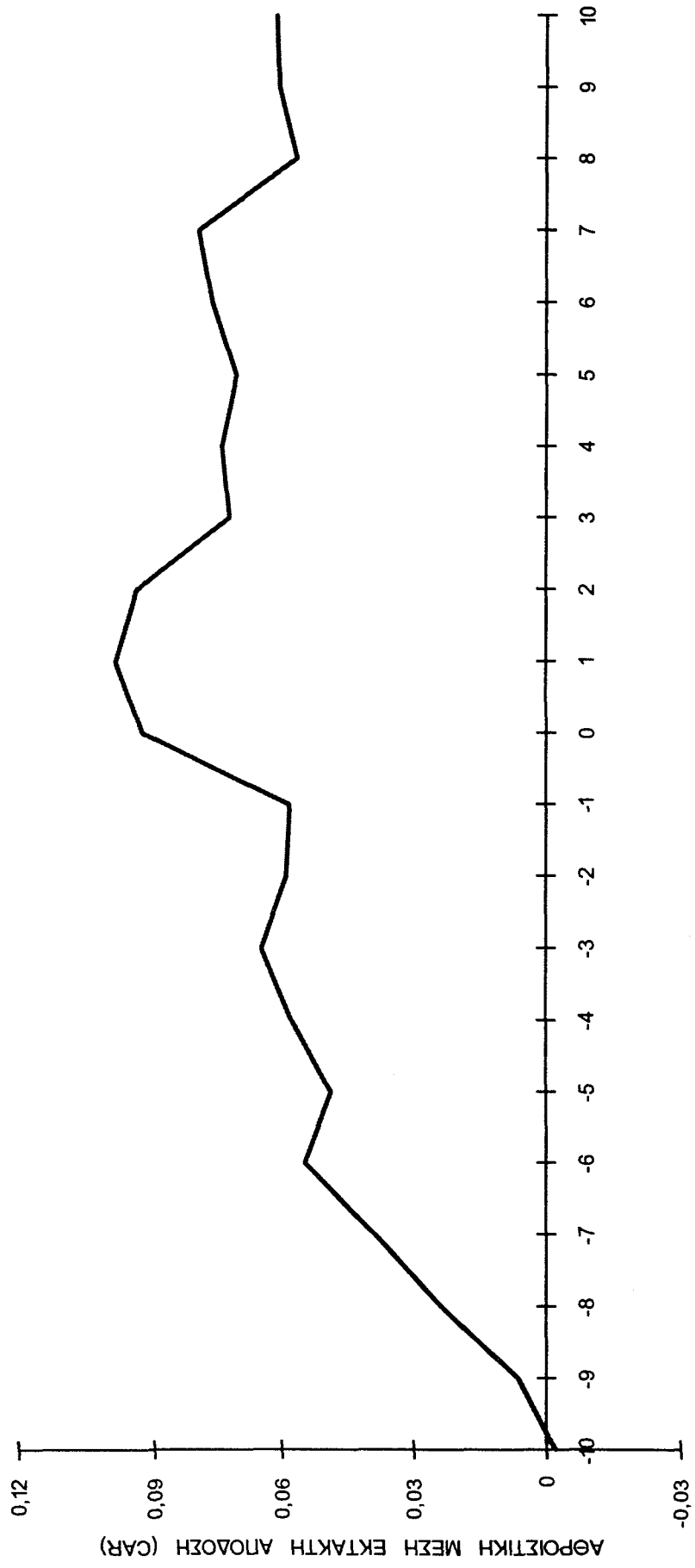
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 17 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.12)



ΠΕΡΙΟΔΟΣ

Διάγραμμα 9.13

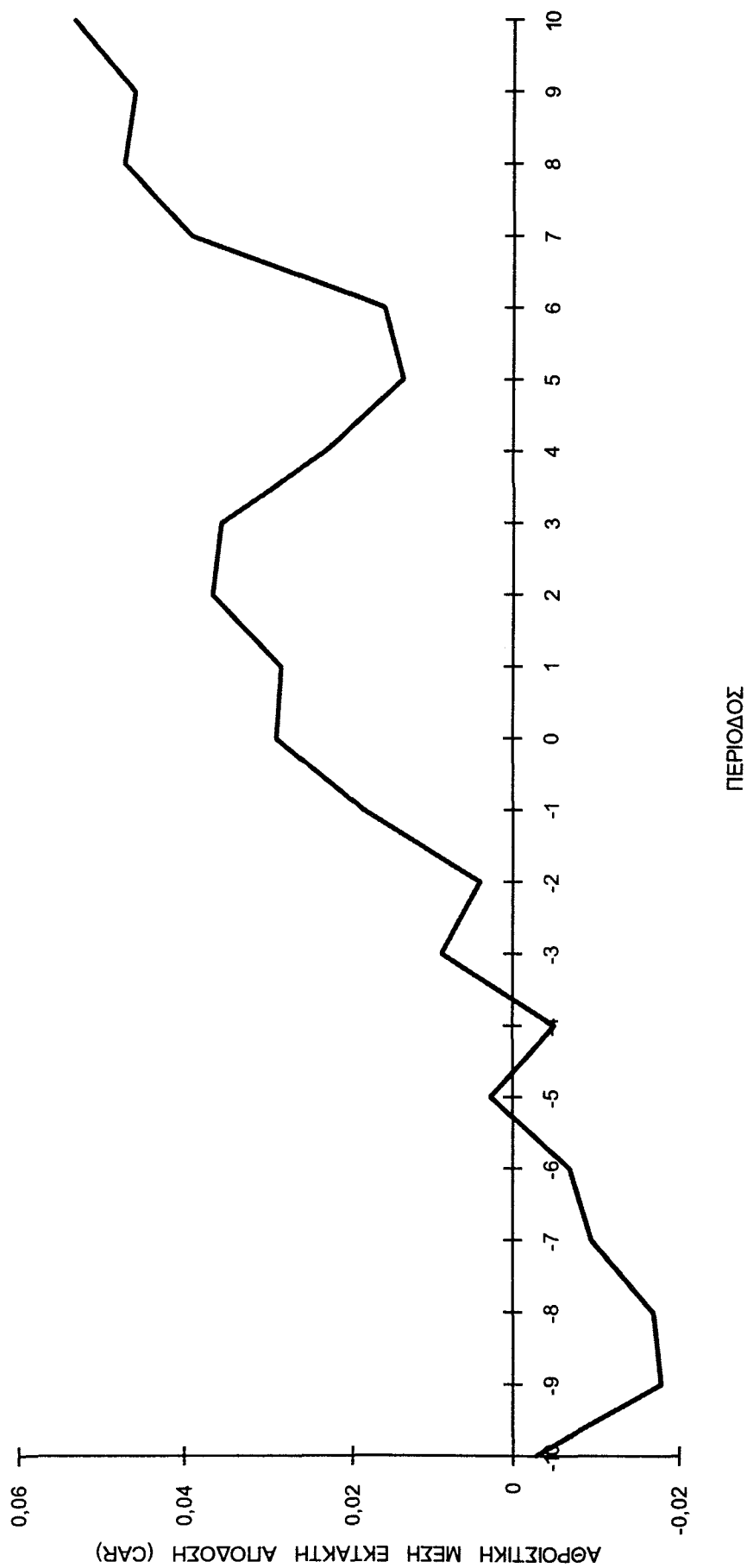
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 14 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.13)



ΠΕΡΙΟΔΟΣ

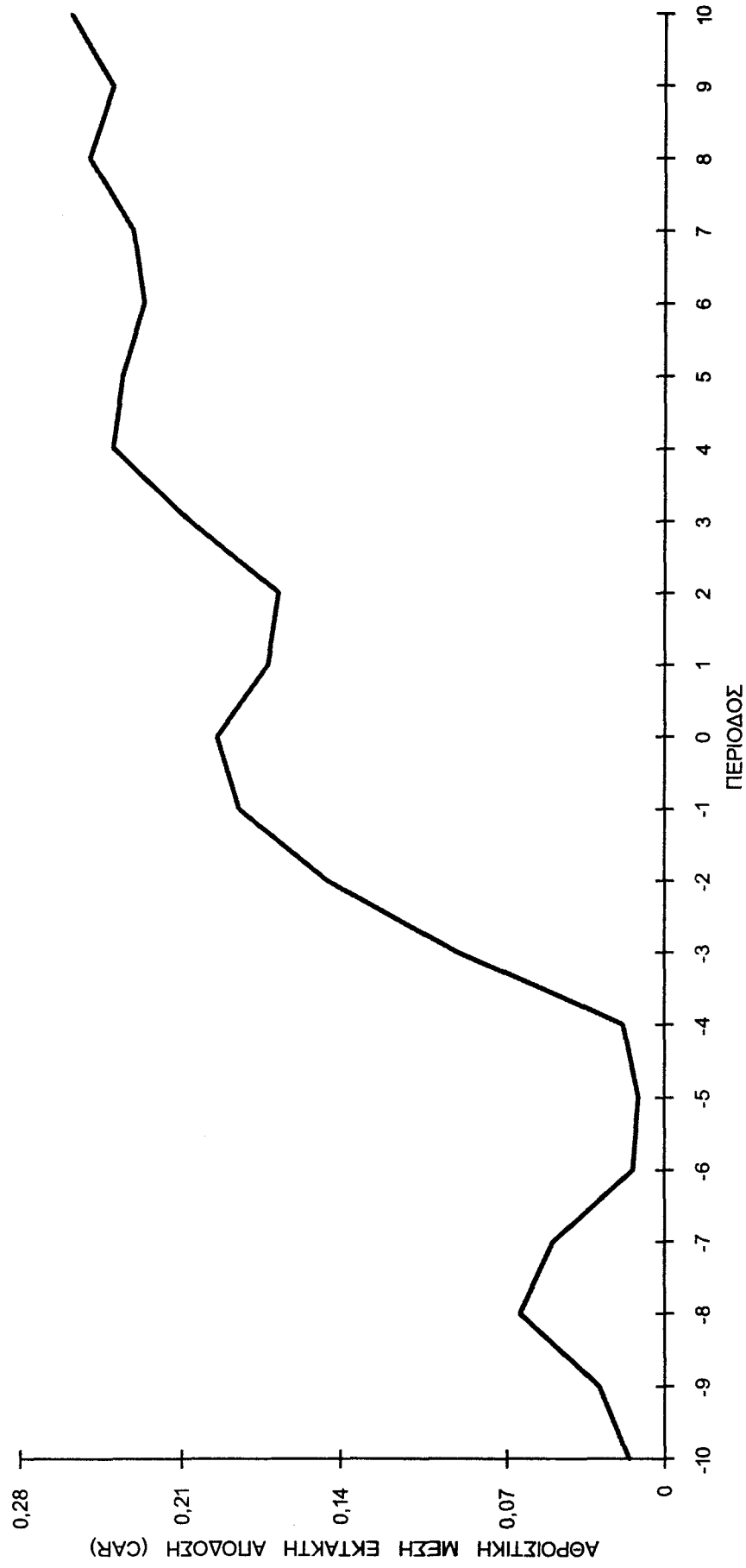
### Διάγραμμα 9.14

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 15 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.14)



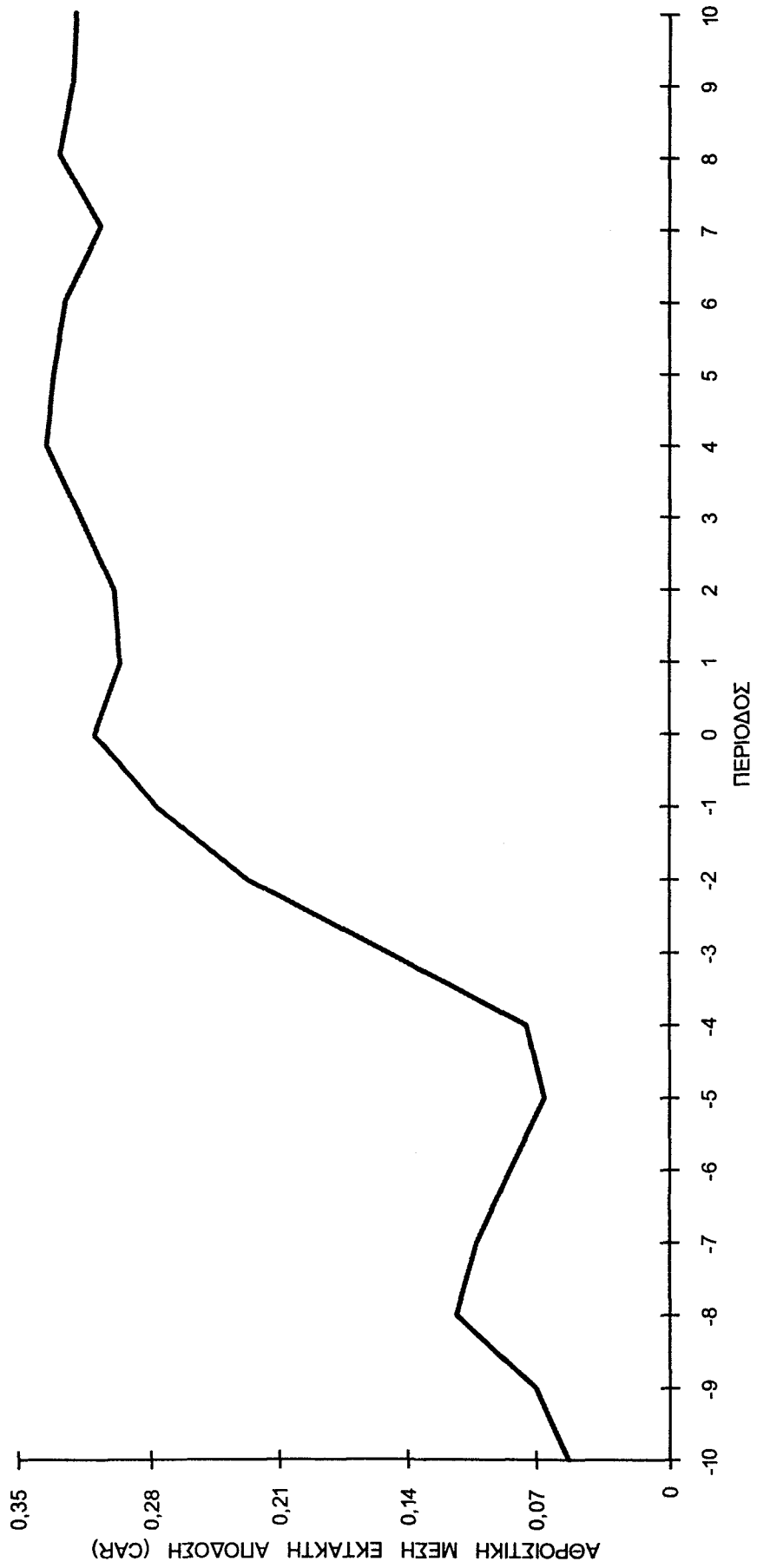
Διάγραμμα 9.15

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 17 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.15)



Διάγραμμα 9.16

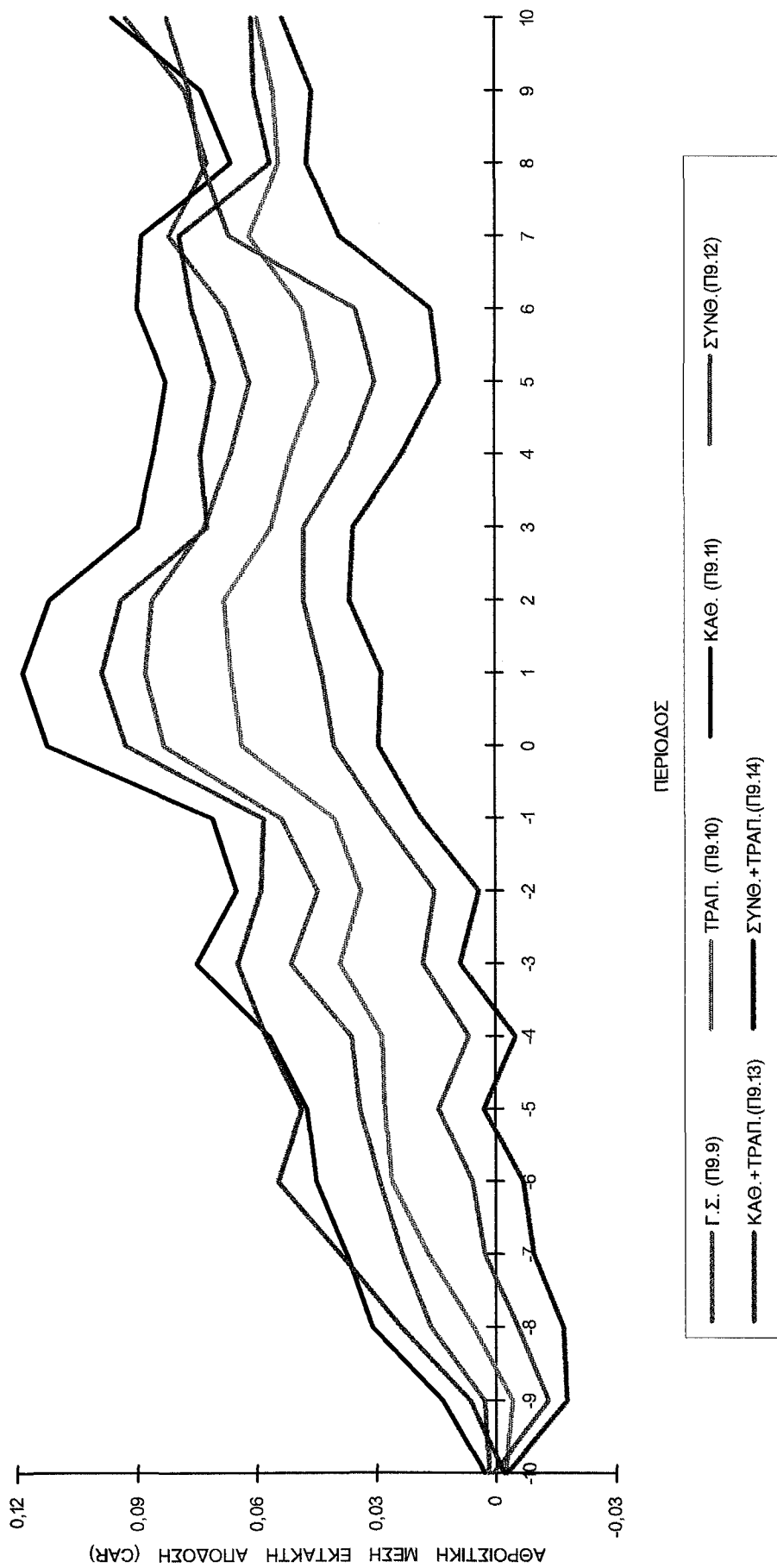
Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) Δέκα Ημερών Πριν & Μετά την Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. για 17 Αυξήσεις Μ.Κ. (Στοιχεία Πίνακα 9.16)





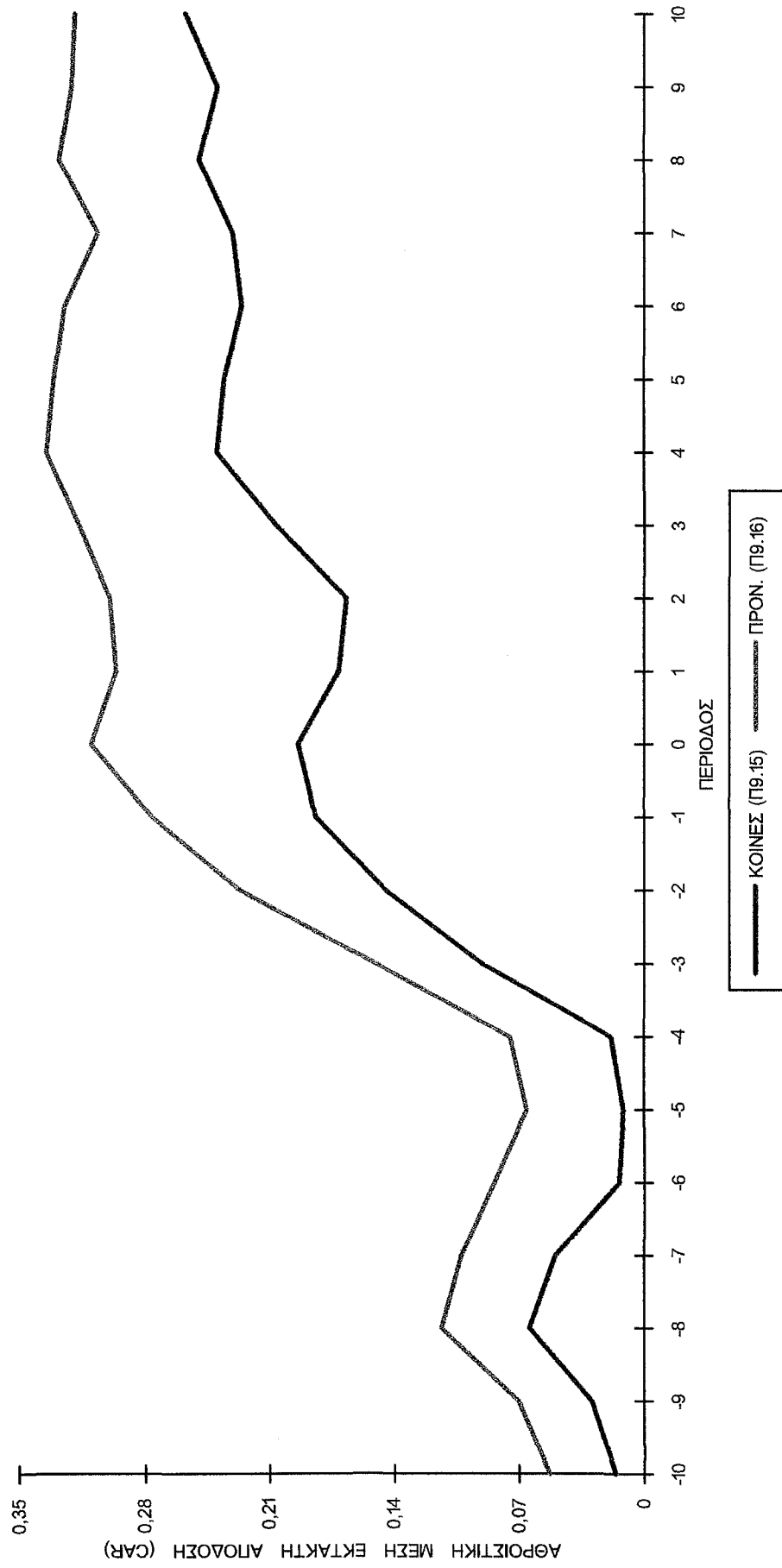
Διάγραμμα 9.18

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) των Πινάκων (Π) 9.9 έως 9.14  
(Αυξήσεις με Εκδότη Κοινών Μετοχών)



### Διάγραμμα 9.19

Αθροιστικές Μέσες Εκτακτες Αποδόσεις (CAR) των Πινάκων (Π) 9.15 και 9.16  
(Αυξήσεις με Εκδότη Κοινών & Προνομιούχων Μετοχών)





## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Στο Κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου των διαστρωματικών παλινδρομήσεων και περιγράφονται οι στατιστικοί έλεγχοι που πραγματοποιήθηκαν προκειμένου να διαπιστωθούν πιθανές παραβιάσεις των υποθέσεων της κλασσικής παλινδρόμησης.

#### 10.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης με διαστρωματικές παλινδρομήσεις<sup>151</sup> παρουσιάζονται στους Πίνακες 10.1 και 10.2.

Στον Πίνακα 10.1 ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών<sup>152</sup> [ $CAR (-1, 0)$ ] ενώ στον Πίνακα 10.2 χρησιμοποιείται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση έντεκα ημερών [ $CAR (-10, 0)$ ]. Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 10.1 η εξίσωση παλινδρόμησης δεν έχει ερμηνευτική δύναμη, δηλαδή, οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος δεν ερμηνεύουν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών. Όταν όμως εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση έντεκα ημερών [ $CAR (-10, 0)$ ] η εξίσωση παλινδρόμησης εξηγεί τις μεταβολές των μέσων έκτακτων αποδόσεων. Δεδομένης της πιθανής

<sup>151</sup> Οι εξισώσεις παλινδρόμησης και οι ανεξάρτητες μεταβλητές αναλύθηκαν λεπτομερώς στο Κεφάλαιο 8.

<sup>152</sup> Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις ( $CAR$ ) αναφέρονται στις περιόδους πριν την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. που αποτελεί την πρώτη επίσημη δημόσια ανακοίνωση για αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

διαρροής πληροφοριών πριν την ανακοίνωση της Γ.Σ. η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση έντεκα ημερών [ $CAR (-10, 0)$ ] είναι πιο κατάλληλη μεταβλητή από την [ $CAR (-1, 0)$ ]. Για το λόγο αυτό η παρακάτω ανάλυση αναφέρεται στη μεταβλητή [ $CAR (-10, 0)$ ].

Στον Πίνακα 10.2 καταγράφονται τα αποτελέσματα για διάφορες μορφές της γενικής εξίσωσης παλινδρόμησης. Η σειρά (1) παρουσιάζει τα αποτελέσματα για όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Στη σειρά (2) έχει εξαιρεθεί η μεταβλητή  $\Delta ΚΕΦΑΙ$  ( $\alpha_2$ ) που έχει υψηλό συντελεστή συσχέτισης<sup>153</sup> με τη μεταβλητή  $\Delta ΜΕΤΟΧ$  ( $\alpha_1$ ), δηλαδή η σειρά (2) είναι η "νέα αρχική μας εξίσωση", και η σειρά (3) περιλαμβάνει μόνο τις στατιστικά σημαντικές μεταβλητές της σειράς (2). Στη συνέχεια θα αναλυθούν τα αποτελέσματα για τις μορφές της εξίσωσης παλινδρόμησης που παρουσιάζονται στις σειρές (2) και (3) του Πίνακα 10.2.

Ο συντελεστής  $\alpha_1$  της μεταβλητής  $\Delta ΜΕΤΟΧ$  (μεταβολή αριθμού μετοχών) είναι αρνητικά συσχετισμένος με τις αποδόσεις των κοινών μετοχών και δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Δεν επιβεβαιώνεται έτσι η υπόθεση της συμπίεσης της τιμής (price pressure hypothesis) όπως άλλωστε αναμενόταν μετά την παρουσίαση των αποτελεσμάτων του Κεφαλαίου 9.

Ο συντελεστής  $\alpha_3$  της μεταβλητής  $\Delta ΚΛΑΔΕΠ$  (κλάδος επιχείρησης) δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Δηλαδή ο κλάδος όπου ανήκει η επιχείρηση δεν επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών.

Ο συντελεστής  $\alpha_4$  της μεταβλητής  $\Delta ΔΑΝΕΠ$  (μεταβολή δανειακής επιβάρυνσης) σχετίζεται αρνητικά με τις αποδόσεις των μετοχών [ $CAR (-10, 0)$ ] και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας

---

<sup>153</sup> Ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών  $\Delta ΚΕΦΑΙ$  και  $\Delta ΜΕΤΟΧ$  είναι 0,84440 και επομένως η εξίσωση θα περιλαμβάνει μόνο μία απ' αυτές. Η μεταβλητή που συμπεριλαμβάνεται είναι η  $\Delta ΜΕΤΟΧ$  διότι δίνει καλύτερους στατιστικούς συντελεστές  $f$ .

0,01 και στις δύο παραλλαγές της εξίσωσης (σειρά 2 και 3). Δηλαδή, μείωση της δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων αυξάνει τις θετικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των κοινών μετοχών. Επομένως, αντίθετα με τους Masulis [1983] και Cornett και Travlos [1989], στη χώρα μας η πληροφορία ότι μειώνεται η δανειακή επιβάρυνση επιδρά θετικά (είναι "καλό νέο"). Αυτό πιθανόν συμβαίνει διότι οι επενδυτές αναμένουν ότι τα νέα κεφάλαια θα μειώσουν την εξάρτηση της επιχείρησης από τον τραπεζικό δανεισμό<sup>154</sup> και θα οδηγήσουν την επιχείρηση σε μια πιο λογική σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια (από πλευράς εξόδων χρεωκοπίας). Εναλλακτικά, η αύξηση της τιμής των μετοχών μπορεί να αποδοθεί στην προεξόφληση εκ μέρους του επενδυτικού κοινού της πιθανότητας ανάληψης εκ μέρους των επιχειρήσεων επενδυτικών σχεδίων θετικής καθαρής παρούσας αξίας.

Ο συντελεστής  $\alpha_5$  της μεταβλητής  $\Sigma\Lambda\Gamma\Omega\text{M}$  (άθροισμα αποδόσεων μετοχών την περίοδο  $t = -60$  έως  $t = -11$ ) σχετίζεται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και στις δύο παραλλαγές της εξίσωσης. Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η μεταβλητή τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι αποδόσεις. Έτσι, δεν επιβεβαιώνεται η αρνητική συσχέτιση που οι Masulis και Korwar [1986] αναμένουν και την αποδίδουν στις μεγάλες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση αύξησης που μειώνουν την έκπληξη που προκαλεί η ανακοίνωση και συνεπώς οδηγούν σε μικρότερες έκτακτες αποδόσεις.

Ο συντελεστής  $\alpha_6$  της μεταβλητής  $\Sigma\Lambda\Gamma - \Delta\chi$  (άθροισμα αποδόσεων αγοράς την περίοδο  $t = -60$  έως  $t = -11$ ) στην εξίσωση της σειράς (2) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Δηλαδή, αύξηση των αποδόσεων των μετοχών την περίοδο πριν την ανακοίνωση της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου μειώνει τις θετικές

---

<sup>154</sup> Στη χώρα μας είναι η κύρια πηγή κεφαλαίων (βλέπε Κεφάλαιο 3).

αποδόσεις που αναμένονται όταν γίνει η ανακοίνωση της αύξησης. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την αρνητική συσχέτιση που οι Masulis και Korwar [1986] αναμένουν. Όταν συμμετέχουν μόνο οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (σειρά 3) ο συντελεστής  $\alpha_6$  της μεταβλητής  $\Sigma\Lambda\Gamma - \Delta\chi$  γίνεται σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10.

Ο συντελεστής  $\alpha_7$  της μεταβλητής  $\Delta\Lambda\kappa$  (διακύμανση αποδόσεων) φανερώνει θετική συσχέτιση που όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική. Βλέπουμε δηλαδή ότι δεν επιβεβαιώνεται η υπόθεση των Myers και Majluf [1984] ότι αύξηση της διακύμανσης των αποδόσεων οδηγεί σε μείωση της απόδοσης.

Ο συντελεστής  $\alpha_8$  της μεταβλητής  $\Lambda\Nu\alpha\kappa$  (τύπος ανακοίνωσης) είναι θετικός, δηλαδή αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που ανακοινώνονται με "Καθαρές" ανακοινώσεις έχουν μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις απ' ότι όταν οι αυξήσεις ανακοινώνονται με "Σύνθετες" ανακοινώσεις. Όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικός κι έτσι δεν επιβεβαιώνει απόλυτα την υπόθεσή μας ότι οι "Σύνθετες" ανακοινώσεις περιέχουν "θόρυβο" εξαιτίας των ταυτόχρονων ανακοινώσεων.

Ο συντελεστής  $\alpha_9$  της μεταβλητής  $\text{ΟΙΚΟΓ}$  (συγκέντρωση μετοχών) έχει αρνητική συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 (σειρά 2) ενώ στη συνέχεια, όταν εξαιρέσουμε τις μη-σημαντικές μεταβλητές (σειρά 3), ο  $\alpha_9$  δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Το γεγονός αυτό αποτελεί ασθενή ένδειξη ότι οι κοινές μετοχές "Οικογενειακών" επιχειρήσεων (τα μέλη του Δ.Σ. έχουν μεγάλο αριθμό μετοχών) παρουσιάζουν μέσες έκτακτες αποδόσεις μεγαλύτερες απ' ότι οι μετοχές επιχειρήσεων που έχουν μεγάλη διασπορά.

Ο συντελεστής  $\alpha_{10}$  της μεταβλητής  $KM - KΠ$  (τύπος μετοχών) σχετίζεται αρνητικά με τις αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των μετοχών,  $[CAR(-10,0)]$ , και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10 (σειρά 2). Όταν όμως στην παλινδρόμηση συμμετέχουν μόνο οι σημαντικές μεταβλητές (σειρά 3) γίνεται στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Δηλαδή, κατά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των κοινών μετοχών είναι μεγαλύτερες όταν η επιχείρηση εκδίδει ταυτόχρονα και προνομιούχες μετοχές παρά όταν εκδίδει μόνο κοινές. Αυτό πιθανόν συμβαίνει διότι με την έκδοση προνομιούχων μετοχών η επιχείρηση αναλαμβάνει περισσότερες υποχρεώσεις απ' ό,τι αν εκδόσει μόνο κοινές μετοχές και ενδεχομένως οι μέτοχοι να θεωρούν την ανάληψη νέων υποχρεώσεων σαν ένδειξη ότι αναμένονται θετικά αποτελέσματα. Η απόφαση αυτή συμφωνεί με τη θεωρία του Ross [1977].

## 10.2. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ ΠΙΘΑΝΗΣ ΠΑΡΑΒΙΑΣΗΣ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΚΛΑΣΣΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ<sup>155</sup>

### 10.2.1. ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑ (Heteroskedasticity)

Μια σημαντική υπόθεση του υποδείγματος της κλασσικής γραμμικής παλινδρόμησης είναι ότι οι διαταρακτικοί όροι (disturbance terms)  $\varepsilon_i$  των εξισώσεων παλινδρόμησης έχουν όλοι την ίδια διακύμανση.

Το οικονομετρικό πρόβλημα που εμφανίζεται όταν δεν ισχύει η παραπάνω υπόθεση είναι αυτό της ετεροσκεδαστικότητας που μπορεί να οδηγήσει σε μεροληπτικούς και αναποτελεσματικούς εκτιμητές.

---

<sup>155</sup> Για λεπτομερή αναφορά βλέπε Gujarati [1978], Green [1990], Kennedy [1992] και Maddala [1992].

Για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας θα πρέπει πρώτα να διαπιστωθεί η ύπαρξή της. Διάφορες μέθοδοι χρησιμοποιούνται για την εξακρίβωση του προβλήματος όμως στη συνέχεια θα παρουσιαστούν μόνο αυτές που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα.

### **A. Γραφική Μέθοδος**

Στη μέθοδο αυτή απεικονίζονται γραφικά, σε σύστημα δύο αξόνων, τα σημεία που ορίζονται από τα κατάλοιπα (residuals) και κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή με την οποία υποπτευόμαστε ότι σχετίζεται η διακύμανση του κατάλοιπου. Αν φανεί ότι τα απόλυτα μεγέθη των καταλοίπων κατά μέσο όρο είναι ίσα, ανεξάρτητα από τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών, τότε μάλλον δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα. Στην περίπτωσή μας η μέθοδος της γραφικής απεικόνισης δεν αποκάλυψε συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και των καταλοίπων. Το γεγονός όμως αυτό δεν εξασφαλίζει με βεβαιότητα ότι δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα. Μόνο μια λεπτομερής εξέταση με κάποιο από τα εξειδικευμένα τεστ μπορεί να αποκαλύψει με βεβαιότητα την ύπαρξή της. Στην παρούσα έρευνα το τεστ που χρησιμοποιήθηκε είναι αυτό των Breusch-Pagan.

### **B. Τεστ Breusch-Pagan (BP)**

Αυτό το τεστ είναι κατάλληλο για μεγάλο αριθμό εναλλακτικών υποθέσεων κυρίως δε, για την υπόθεση ότι η διακύμανση είναι κάποια συνάρτηση ενός γραμμικού συνδυασμού γνωστών μεταβλητών. Οι Breusch και Pagan χρησιμοποιούν ένα τεστ με τον πολλαπλασιαστή του Lagrange (Lagrange Multiplier [LM]) που ελέγχει την υπόθεση:

$$\sigma_i^2 = \sigma^2 \cdot f(a_i^0 + a' z_i)$$

όπου  $z$  είναι ένα διάνυσμα (vector) εξωγενών μεταβλητών. Το υπόδειγμα είναι ομοσκεδαστικό αν  $\sigma = 0$ .

Το τεστ μπορεί να γίνει με απλή παλινδρόμηση μεταξύ  $LM$  και  $z$  όπου:

$$LM = \frac{1}{2} \left( \frac{e_i^2}{\frac{e' \cdot e}{n}} \right)$$

Στη μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας ο  $LM$  είναι ασυμπτωτικά κατανομημένος όπως η  $\chi^2$  με βαθμούς ελευθερίας ίσους με τον αριθμό των μεταβλητών της  $z$ .

Το τεστ αυτό έχει το πλεονέκτημα ότι δεν απαιτεί να γνωρίζουμε ποιά μεταβλητή ενδεχομένως δημιουργεί το πρόβλημα. Με τη βοήθεια στατιστικού πακέτου Ηλεκτρονικού Υπολογιστή η αναμενόμενη τιμή υπολογίστηκε σε  $BP = 16,25371$  η οποία από τον αντίστοιχο Πίνακα  $\chi^2$  διαπιστώνεται ότι είναι μικρότερη από την κρίσιμη τιμή  $BP$  (critical value) ( $16,25371 < 23,21$ ). Επομένως δε μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση  $H_0 =$  ομοσκεδαστικότητα (δηλαδή, επιβεβαιώνεται ότι δεν υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας).

#### 10.2.2. ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑ (Multicollinearity)

Πολυσυγγραμμικότητα έχουμε όταν οι μεταβλητές που συμμετέχουν στην παλινδρόμηση έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης ο οποίος εμποδίζει την ανάλυση της επίδρασης της κάθε μεταβλητής χωριστά. Τότε:

- Μικρές μεταβολές στα στοιχεία μπορεί να προκαλέσουν μεγάλες μεταβολές στους συντελεστές.
- Οι συντελεστές μπορεί να έχουν μεγάλο τυπικό σφάλμα και χαμηλό επίπεδο σημαντικότητας παρά το γεγονός ότι μαζί είναι πολύ σημαντικοί και το  $R^2$  της παλινδρόμησης είναι πολύ υψηλό.
- Οι συντελεστές θα έχουν λάθος πρόσημο ή θα είναι πολύ μεγάλοι.

Ένα μέτρο πολυσυγραμμικότητας έχει προταθεί από τους Belsley, κ.α. [1980]. Ο αριθμός συνθήκης (condition number) μιας μήτρας είναι η τετραγωνική ρίζα του λόγου της μεγαλύτερης χαρακτηριστικής ρίζας (characteristic root) προς τη μικρότερη:

$$\gamma = \left( \frac{\lambda_{\max}}{\lambda_{\min}} \right)^{\frac{1}{2}}$$

Οι Belsley, κ.α. προτείνουν τον υπολογισμό αυτού του λόγου για τη μήτρα των ροπών (moment matrix)  $X'X$ . Αφού οι ρίζες εξαρτώνται από την κλιμάκωση (scaling) των στοιχείων μας, πρώτα εξομαλύνουμε (normalize) τα στοιχεία διαιρώντας κάθε στήλη της  $X$  με:

$$\sqrt{x'_{\cdot i} x_{\cdot i}} \quad 156$$

Αν οι ανεξάρτητες μεταβλητές (regressors) είναι ορθογώνιοι (έτσι που  $R_i^2 = 0$  για όλες τις τιμές του  $i$ ) τότε  $\gamma = 1$ . Όσο μεγαλύτερη είναι η αλληλοσυσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο αριθμός της συνθήκης (condition number). Οι Belsley, κ.α. [1980] ισχυρίζονται ότι υπάρχει πρόβλημα για τιμές μεγαλύτερες από είκοσι (20).

Στην περίπτωσή μας, χρησιμοποιώντας την πιο πάνω μέθοδο, ο αριθμός συνθήκης υπολογίστηκε ίσος με 10,65665, δηλαδή δεν έχουμε πρόβλημα πολυσυγραμμικότητας.

<sup>156</sup> Για υπολογιστικούς λόγους, η διορθωμένη μήτρα προέρχεται από το γινόμενο (product)

$$S(X'X)S \text{ όπου } S \text{ είναι η διαγώνιος μήτρα με } \frac{1}{\sqrt{x'_{\cdot i} x_{\cdot i}}} \text{ στη διαγώνιο.}$$



### 10.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Εφαρμόζοντας τη μέθοδο των διαστρωματικών παλινδρομήσεων μεταξύ των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων δύο και έντεκα ημερών και διάφορων ανεξάρτητων μεταβλητών διαπιστώθηκε ότι η εξίσωση παλινδρόμησης έχει ερμηνευτική δύναμη μόνο όταν εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις έντεκα ημερών.

Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών μεταβάλλονται προς όμοια κατεύθυνση με το άθροισμα των μέσων έκτακτων αποδόσεων την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης αύξησης (ΣΑΠΟΜ). Αντίθετα, οι μέσες έκτακτες αποδόσεις αυξάνονται όταν μειώνεται η δανειακή επιβάρυνση (ΔΔΑΝΕΠ) και το άθροισμα των αποδόσεων της αγοράς την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης αύξησης (ΣΑΠ-ΔΧ) και όταν η επιχείρηση εκδίδει ταυτόχρονα κοινές και προνομιούχες μετοχές αντί μόνο κοινές (ΚΜ-ΚΠ).

Τέλος, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των έντεκα ημερών δεν επηρεάζονται από τον αριθμό των νέων μετοχών (ΔΜΕΤΟΧ), την αξία των νέων μετοχών (ΔΚΕΦΑΙ), τον κλάδο της επιχείρησης (ΚΛΑΔΕΠ), τη διακύμανση των αποδόσεων (ΔΙΑΚ), τον τύπο της ανακοίνωσης (ΑΝΑΚ) και τη διασπορά των μετοχών (ΟΙΚΟΓ)<sup>157</sup>.

---

<sup>157</sup> Ας σημειωθεί ότι οι διαστρωματικές παλινδρομήσεις που παρουσιάστηκαν στους Πίνακες 10.1 και 10.2 χρησιμοποιούν στοιχεία που προέρχονται από διαφορετικά έτη της περιόδου 1981-1990. Αυτή η ομαδοποίηση των στοιχείων προϋποθέτει διαχρονικά σταθερή κατανομή για τις μεταβλητές του υποδείγματος. Στην έκταση που η υπόθεση αυτή παραβιάζεται τα αποτελέσματα των Πινάκων 10.1 και 10.2 έχουν μειωμένη επεξηγηματική ισχύ. Για την περαιτέρω διερεύνηση του θέματος χρησιμοποιήθηκαν τα σχετικά υποδείγματα με στοιχεία του 1990 μόνο. Τα αποτελέσματα είναι ποιοτικά παρόμοια με αυτά που αναφέρονται στους Πίνακες 10.1 και 10.2 με εξαίρεση τη μεταβλητή ΔΙΑΚ που στο υπόδειγμα CAR (-10, 0) είναι θετική, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10. Το έτος 1990 επιλέχθηκε γιατί είχε τις περισσότερες παρατηρήσεις σε σχέση με τα άλλα έτη (βλέπε Πίνακα 7.3).

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.1

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ  $t$  (στις παρενθέσεις) ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΙΣΗ ΤΩΝ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΔΥΟ ΗΜΕΡΕΣ [CAR (-1, 0)] ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΓΙΑ 55 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990

$$CAR(-1, 0) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ΜΕΤΟΧ + \alpha_2 \Delta ΚΕΦΑΙ + \alpha_3 ΚΙΛΑΔΕΠ + \alpha_4 \Delta ΔΑΝΕΠ + \alpha_5 \Sigma ΑΠΟΜ + \alpha_6 \Sigma ΑΠ - \Delta Χ + \alpha_7 ΔΙΑΚ + \alpha_8 ΑΝΑΚ + \alpha_9 ΟΙΚΟΓ + \alpha_{10} ΚΜ - ΚΠ + \epsilon_1$$

	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	$\alpha_4$	$\alpha_5$	$\alpha_6$	$\alpha_7$	$\alpha_8$	$\alpha_9$	$\alpha_{10}$	N	R <sup>2</sup>	F-test	Σημαντικότητα F-test
1	-0,5445 (-0,141)	-0,8221 (-2,218)	0,9446 (2,337)	0,2736 (0,980)	-0,8597 (-1,134)	-0,5191 (-1,250)	-0,5491 (0,934)	-0,2886 (-0,474)	0,2243 (1,049)	-0,1486 (-0,483)	-0,2521 (-0,093)	55	0,2259	1,2843	0,2686
2	-0,1459 (-0,036)	-	-0,8799 (-0,427)	0,3791 (1,312)	-0,5238 (-0,671)	-0,3579 (-0,834)	0,5451 (0,885)	-0,1282 (-0,202)	0,2132 (0,952)	-0,3276 (-1,049)	0,1130 (0,407)	55	0,1298	0,7464	0,6648

CAR (-1, 0) = Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις δύο ημερών  
 ΔΜΕΤΟΧ = Λόγος αριθμού νέων μετοχών προς αριθμό μετοχών που υπάρχουν  
 ΔΚΕΦΑΙ = Λόγος αξίας μετοχών που εκδίδονται προς αξία μετοχών πριν την ανακοίνωση αύξησης  
 ΚΙΛΑΔΕΠ = Ψευδομεταβλητή, κλάδος όπου ανήκει η επιχείρηση (0 = Βιομηχανικός, 1 = Τραπεζικός)  
 ΔΔΑΝΕΠ = Μεταβολή δανειακής επιβάρυνσης  
 ΣΑΠΟΜ = Αθροισμα αποδόσεων μετοχών την περίοδο  $t = -50$  έως  $t = -1$   
 ΣΑΠ - ΔΧ = Αθροισμα αποδόσεων της αγοράς την περίοδο  $t = -50$  έως  $t = -1$   
 ΔΙΑΚ = Διακύμανση αποδόσεων την περίοδο προσδιορισμού ( $t = -200$  έως  $t = -51$ )  
 ΑΝΑΚ = Ψευδομεταβλητή, τύπος ανακοίνωσης (0 = Σύνθετη, 1 = Καθαρή)  
 ΟΙΚΟΓ = Ψευδομεταβλητή, συγκέντρωση μετοχών (0 = Οικογενειακή, 1 = Μη-Οικογενειακή)  
 ΚΜ - ΚΠ = Ψευδομεταβλητή, τύπος μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση (0 = έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών, 1 = έκδοση μόνο κοινών μετοχών)

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.2

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ  $f$  (στις παρενθέσεις) ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΕΝΤΕΚΑ ΗΜΕΡΕΣ [CAR (-10, 0)] ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΓΙΑ 55 ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990

$$CAR(-10, 0) = a_0 + a_1 \Delta METOX + a_2 \Delta KEΦAΛI + a_3 K\Lambda I\Delta EΠ + a_4 \Delta \Delta A\Delta NEΠ + a_5 \Sigma AΠ O\Lambda O M + a_6 \Sigma AΠ - \Delta X + a_7 \Delta IAK + a_8 ANAK + a_9 OIKOΓ + a_{10} KM-KΠ + \epsilon_1$$

	$a_0$	$a_1$	$a_2$	$a_3$	$a_4$	$a_5$	$a_6$	$a_7$	$a_8$	$a_9$	$a_{10}$	$N$	$R^2$	F-test	Σημαντικότητα F-test
1	0,3630 (0,520)	-0,1224 (-1,804)	0,1003 (1,358)	0,6177 (1,184)	-0,4028 (-2,953)	0,2496 (2,613)	-0,2381 (-2,139)	0,3493 (0,326)	0,4645 (1,199)	-0,9922 (-1,690)	-0,1074 (-2,160)	55	0,3988	2,9197	0,0068
2	0,4239 (0,603)	-0,4438 (-1,219)	-	0,7160 (1,374)	-0,3749 (-2,755)**	0,2762 (2,927)***	-0,2416 (-2,150)**	0,5039 (0,469)	0,4408 (1,128)	-0,1185 (-2,062)**	-0,9637 (-1,946)*	55	0,3737	2,9832	0,0071
3	0,8018 (1,651)	-	-	-	-0,3535 (-2,816)***	0,2897 (3,096)***	-0,1841 (-1,778)*	-	-	-0,6079 (-1,322)	-0,1134 (-2,512)**	55	0,2870	3,9448	0,0043

CAR (-10, 0) = Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις έντεκα ημερών  
 ΔMETOX = Λόγος αριθμού νέων μετοχών προς αριθμό μετοχών που υπάρχουν  
 ΔKEΦAΛI = Λόγος αξίας μετοχών που εκδίδονται προς αξία μετοχών πριν την ανακοίνωση αύξησης  
 K\Lambda I\Delta EΠ = Ψευδομεταβλητή, κλάδος όπου ανήκει η επιχείρηση (0 = Βιομηχανικός, 1 = Τραπεζικός)  
 ΔΔA\Delta NEΠ = Μεταβολή δανειακής επιβάρυνσης  
 ΣAΠ O\Lambda O M = Αθροισμα αποδόσεων μετοχών την περίοδο  $t = -60$  έως  $t = -11$   
 ΣAΠ - ΔX = Αθροισμα αποδόσεων της αγοράς την περίοδο  $t = -60$  έως  $t = -11$   
 ΔIAK = Διακρίμανση αποδόσεων την περίοδο προσδιορισμού ( $t = -200$  έως  $t = -51$ )  
 ANAK = Ψευδομεταβλητή, τύπος ανακοίνωσης (0 = Σύμφθετη, 1 = Καθαρή)  
 OIKOΓ = Ψευδομεταβλητή, συγγέντρωση μετοχών (0 = Οικογενειακή, 1 = Μη-Οικογενειακή)  
 KM - KΠ = Ψευδομεταβλητή, τύπος μετοχών που εκδίδει η επιχείρηση (0 = έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών, 1 = έκδοση μόνο κοινών μετοχών)

\* Επίπεδο Σημαντικότητας 0,10  
 \*\* Επίπεδο Σημαντικότητας 0,05  
 \*\*\* Επίπεδο Σημαντικότητας 0,01

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Στο Κεφάλαιο αυτό συνοψίζονται οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιήθηκε η παρούσα διατριβή, τα θέματα που διερευνήθηκαν, τα κυριότερα συμπεράσματα και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

Κίνητρο πραγματοποίησης της διατριβής ήταν η διαπίστωση ότι οι έρευνες που εξετάζουν την επίδραση των ανακοινώσεων αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης δεν καταλήγουν σε οριστικά συμπεράσματα σχετικά με την κατεύθυνση της μεταβολής των αποδόσεων.

Αναλυτικά, στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει σημαντικός αριθμός μελετών που ασχολούνται με την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις αποδόσεις των μετοχών. Οι περισσότερες από τις μελέτες αυτές αναφέρονται στις Η.Π.Α., εξετάζουν αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής<sup>158</sup> και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών μειώνονται όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η μείωση αυτή των τιμών εξηγείται κυρίως από: α) τη θεωρία της ασυμμετρίας πληροφοριών (*asymmetric information*) μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης που οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ παλιών και νέων μετόχων (Myers και Majluf [1984]) και β) τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (*agency*

---

<sup>158</sup> Είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος στη χώρα αυτή.

cost) δηλαδή το κόστος από την ύπαρξη αντιμαχόμενων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών (Jensen και Meckling [1976])<sup>159</sup>.

Οι παραπάνω αναφερόμενες θεωρίες όμως δεν ισχύουν για αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που πραγματοποιούνται με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης αφού αυξήσεις με τη μέθοδο αυτή απευθύνονται μόνο στους παλιούς μετόχους οι οποίοι εφόσον ασκήσουν τα δικαιώματά τους διατηρούν αμετάβλητο το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση<sup>160</sup>. Επιπλέον, ο οικογενειακός χαρακτήρας των επιχειρήσεων μειώνει το ενδεχόμενο σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και ιδιοκτητών.

Μικρός αριθμός μελετών ερευνά την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης με δικαιώματα και ορισμένες από αυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των μετοχών αυξάνονται ενώ άλλες ότι μειώνονται. Δηλαδή, τα συμπεράσματα δεν είναι οριστικά και αυτό ίσως οφείλεται στις αδυναμίες που παρουσιάζουν ορισμένες μελέτες που προβλέπουν αύξηση των αποδόσεων<sup>161</sup>. Τέτοιες είναι του Scholes [1972] και του Smith [1977], που εξετάζουν την ημερομηνία έκδοσης, του Marsh [1979], που εξετάζει και τις αποδόσεις μετά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης και των Ekbo και Masulis [1987], που βρίσκουν ότι υπάρχει αύξηση μόνο όταν δε χρησιμοποιούνται οι υπηρεσίες αναδόχου. Αντίθετα, οι μελέτες των Kim και Lee [1991] και του Kang [1991], που ερευνούν αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου στην Κορέα, ξεπερνούν τις αδυναμίες των προηγούμενων μελετών. Σημειώνουμε ότι άλλες μελέτες που ξεπέρασαν

---

<sup>159</sup> Βλέπε Κεφάλαιο 4.

<sup>160</sup> Στη χώρα μας η μέθοδος των δικαιωμάτων προτίμησης χρησιμοποιείται υποχρεωτικά για έκδοση Μετοχικού Κεφαλαίου από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. ενώ στις Η.Π.Α. οι επιχειρήσεις έχουν την ευχέρεια να επιλέξουν οποιαδήποτε μέθοδο. Έχει όμως παρατηρηθεί ότι μόνο ένας μικρός αριθμός επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. χρησιμοποιούν τη μέθοδο των δικαιωμάτων.

<sup>161</sup> Εξετάζουν ημερομηνία έκδοσης ή αποκοπής, δε διαχωρίζουν ταυτόχρονες ανακοινώσεις. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε Κεφάλαιο 5.

τις παραπάνω αδυναμίες είναι αυτές των White και Lusztiq [1980] και του Kothare [1991], που αναφέρονται στις Η.Π.Α., που όμως κατέγραψαν μείωση των έκτακτων αποδόσεων. Από τα παραπάνω διαπιστώνεται μείωση των αποδόσεων των μετοχών στη σύγχρονη κεφαλαιαγορά (Η.Π.Α.) ενώ αντίθετα αύξηση στην αναπτυσσόμενη κεφαλαιαγορά (Κορέα).

Θέλοντας να ελέγξουμε αν η σχέση μεταξύ απόδοσης και βαθμού αναπτυξης της κεφαλαιαγοράς που παρατηρούμε μπορεί να γενικευτεί αποφασίσαμε να ερευνήσουμε τις πραγματικές αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με χρήση δικαιωμάτων που πραγματοποιήθηκαν στην ελληνική κεφαλαιαγορά και η οποία διεθνώς χαρακτηρίζεται αναπτυσσόμενη. Οι αδυναμίες που παρουσίασαν οι προηγούμενες μελέτες αντιμετωπίστηκαν και πιστεύουμε ότι η προσπάθεια αυτή αποτελεί θετική συμβολή στη σχετική βιβλιογραφία.

Άλλοι λόγοι που μας παρακίνησαν να πραγματοποιήσουμε τη διατριβή ήταν: α) η απουσία μιας συστηματικής παρουσίασης της διαδικασίας πραγματικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στην ελληνική βιβλιογραφία, β) η προσπάθεια εμπειρικής ανάλυσης της επίδρασης της ανακοίνωσης πραγματικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις αποδόσεις μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. και γ) η διερεύνηση των παραγόντων που πιθανόν επηρεάζουν τις μεταβολές των αποδόσεων.

Στη διατριβή αναλύθηκαν οι μέθοδοι πραγματικής και λογιστικής - "εικονικής" αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στη χώρα μας και αναφέρθηκε η διαδικασία που ακολουθούν οι επιχειρήσεις για την πραγματοποίησή της με τη μέθοδο των δικαιωμάτων συμμετοχής.

Αποτυπώθηκαν σε Πίνακες τα κυριότερα χαρακτηριστικά των αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1981-1990 από

εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και αναλύθηκαν οι κυριότερες θεσμικές αλλαγές της περιόδου αυτής.

Παρουσιάστηκαν οι θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης που περιγράφουν τον τρόπο που επηρεάζεται η αξία της επιχείρησης όταν γίνεται έκδοση μετοχών και τα κυριότερα εμπειρικά αποτελέσματα μελετών που ερευνούν τις αποδόσεις μετοχών όταν οι επιχειρήσεις αποφασίζουν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με διάφορες μεθόδους.

Με βάση αυτές τις θεωρίες και τα εμπειρικά αποτελέσματα διατυπώθηκαν υποθέσεις που προβλέπουν τις πιθανές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Παρουσιάστηκαν τα στοιχεία των αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου που εξετάζονται και αναλύθηκε η μεθοδολογία υπολογισμού έκτακτων αποδόσεων, μέσω έκτακτων αποδόσεων, αθροιστικών μέσω έκτακτων αποδόσεων και περιγράφηκαν οι στατιστικοί έλεγχοι που εξέτασαν τη σημαντικότητα των παραπάνω αποδόσεων. Επιπλέον έγινε λεπτομερής αναφορά στη μεθοδολογία των διαστρωματικών παλινδρομήσεων.

Είδαμε ότι, γενικά, η πραγματική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα συμμετοχής θεωρείται "καλό νέο" για τους μετόχους και υπήρξε αύξηση των αποδόσεων την ημερομηνία ανακοίνωσης (της πρόσκλησης σε Γ.Σ.). Ισχύει δηλαδή η υπόθεση των ευνοϊκών πληροφοριών. Επίσης αύξηση των αποδόσεων παρατηρήθηκε και πριν από την ανακοίνωση αυτή όπως και γύρω από την ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. οι οποίες, αν και αποτελούν μόνο ενδείξεις, μας αποκαλύπτουν την πιθανή ύπαρξη διαρροής πληροφοριών πριν την ημερομηνία της Γ.Σ.

Τονίζουμε ότι οι έκτακτες αποδόσεις ήταν σε όλα τα δείγματα θετικές. Εξαιρεση αποτέλεσαν τα πολύ μικρά δείγματα που δεν παρουσίασαν

έκτακτες αποδόσεις (επιβεβαιώνοντας την υπόθεση της υποκατάστασης). Επομένως, οι μέτοχοι πρέπει να αναμένουν αύξηση των τιμών των μετοχών όταν γίνεται ανακοίνωση πραγματικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και η οποία αρχίζει πολύ πριν την επίσημη ανακοίνωση δηλαδή, η αγορά είναι αποτελεσματική.

Όταν εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών η εξίσωση παλινδρόμησης δεν εξηγεί τις μεταβολές των μέσων έκτακτων αποδόσεων. Όταν όμως εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των έντεκα ημερών οι ανεξάρτητες μεταβλητές ερμηνεύουν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των κοινών μετοχών σχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών πριν την ανακοίνωση της αύξησης ενώ σχετίζονται αρνητικά με τη μεταβολή της δανειακής επιβάρυνσης, τις αποδόσεις της αγοράς πριν την ανακοίνωση της αύξησης και με το αν η επιχείρηση εκδίδει ταυτόχρονα κοινές και προνομιούχες ή μόνο κοινές μετοχές.

Απαντήσαμε στα ερωτήματα για το πώς μεταβάλλονται οι αποδόσεις των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα συμμετοχής και ποιοί παράγοντες επηρεάζουν αυτές τις αποδόσεις.

Κατά την εκτέλεση της έρευνας προέκυψαν διάφορα ερωτήματα όπως:

- i) Επηρεάζει τις τιμές των μετοχών η ανακοίνωση λογιστικής - "εικονικής" αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου;
- ii) Πώς επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με αναπροσαρμογή παγίων;
- iii) Υπάρχει διαρροή πληροφοριών;



- iv) Οι μεταβολές του όγκου συναλλαγών έχει πληροφοριακό περιεχόμενο;
- v) Την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης υπάρχουν μέσες έκτακτες αποδόσεις μετοχών;
- vi) Η ύπαρξη αναδόχου επηρεάζει τα παραπάνω αποτελέσματα;

Ομως η απάντηση στα παραπάνω δεν ήταν μέσα στους στόχους που αρχικά είχαν τεθεί και μένουν ανοιχτά για μελλοντική έρευνα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Μ. Γκλεζάκος  
"Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΕΙΡΑΜΑΤΙΚΗΣ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ"  
Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας, 1987α
2. Μ. Γκλεζάκος  
"ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥΣ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ"  
Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών 16 (Δ' Τρίμηνο), 1987β
3. Εκδόσεις Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
  - Ετήσια Έκδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών 1985, 1988, 1989, 1990, 1991
  - Ετήσια Στατιστικά Δελτία 1981-1990
  - Οδηγός για το Χρηματιστήριο 1991
4. Γ. Καραθανάσης και Ν. Φίλιππας  
"Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ"  
Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών 27 (Γ' Τρίμηνο), 1990
5. "Μακροχρόνιες Στατιστικές Σειρές της Ελληνικής Οικονομίας"  
Τράπεζα της Ελλάδος 1992
6. Νόμοι:
  - Ν.2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών"
  - Α.Ν.148/1967
  - Ν.876/1979
  - Ν.959/1979
  - Ν.1249/1982
  - Ν.1806/1988
  - Ε.2665/1988
  - Ν.1914/1990
  - Ν.1892/1991
  - Ν.1969/1991
  - Ν.2065/1992
7. Δ. Παπαριστείδης  
"ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΥΠΟΨΗΦΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ"  
Γαλαίος 1991
8. Γ.Ι. Παπαϊωάννου  
"Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ"  
ΚΕΠΕ 1986

9. Γ.Ι. Παπαϊωάννου  
"Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΕΚΔΟΣΕΩΝ ΝΕΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ"  
Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας, Απρίλιος-Ιούνιος 1991
10. Γ.Π. Παπούλιας  
"ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ"  
Εκδόσεις Δ. Μαραθιάς 1985
11. Γ. Παπούλιας  
"ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ - ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ"  
Εκδόσεις Δ. Μαραθιάς 1990
12. Προεδρικά Διατάγματα:  
- 348/1985  
- 350/1985
13. Β. Σαρσέντης και Α. Παπαναστασάτος  
"ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ"  
Σταμούλης 1990
14. Ν.Γ. Τραυλός  
"ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ: ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1981-1990"  
Βοστώνη, Ιούνιος 1992
15. Γ.Κ. Φιλιππάτος και Π.Ι. Αθανασόπουλος  
"ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ"  
Παπαζήσης 1985
16. Γ.Χ. Χολέβας  
"ΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΓΝΩΡΙΖΟΥΜΕ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ. ΟΔΗΓΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗ"  
INTERBOOKS 1991

## **B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ**

1. P. Asquith and D. Mullins  
"EQUITY ISSUES AND OFFERING DILUTION"  
Journal of Financial Economics 15, 1986
2. D. Belsley, E. Kuh and R. Welsch  
"REGRESSION DIAGNOSTICS, IDENTIFYING INFLUENTIAL DATA AND SOURCES OF COLLINEARITY"  
Wiley, 1980
3. R. Brealey and S. Myers  
"PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE"  
Mc Graw - Hill 1991

4. E.F. Brigham  
"FINANCIAL MANAGEMENT: THEORY AND PRACTICE"  
Dryden Press 1985
5. S. Brown and J. Warner  
"MEASURING SECURITY PRICE PERFORMANCE"  
Journal of Financial Economics 8, 1980
6. S. Brown and J. Warner  
"USING DAILY STOCK RETURNS : THE CASE OF EVENT STUDIES"  
Journal of Financial Economics 14, 1985
7. M. Cornett and N. Travlos  
"INFORMATION EFFECTS ASSOCIATED WITH DEBT - FOR - EQUITY  
AND EQUITY -FOR - DEBT EXCHANGE OFFERS"  
Journal of Finance 44, 1989
8. T. Copeland and J. Weston  
"FINANCIAL THEORY AND CORPORATE POLICY"  
Third Edition, Addisson-Wesley, 1988
9. L. Dann  
"COMMON STOCK REPURCHASES : AN ANALYSIS OF RETURNS TO  
BONDHOLDERS AND STOCKHOLDERS"  
Journal of Financial Economics 9, 1981
10. L. Dann and W. Mikkelson  
"CONVERTIBLE DEBT ISSUANCE, CAPITAL STRUCTURE CHANGE  
AND FINANCING RELATED INFORMATION : SOME NEW EVIDENCE"  
Journal of Financial Economics 13, 1984
11. H. DeAngelo and R. Masulis  
"OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE UNDER CORPORATE AND  
PERSONAL TAXATION"  
Journal of Financial Economics 8, 1980
12. J. Doukas and N. Travlos  
"THE EFFECT OF CORPORATE MULTINATIONALISM ON SHARE  
HOLDER'S WEALTH: EVIDENCE FROM INTERNATIONAL  
ACQUISITIONS"  
Journal of Finance 43, 1988
13. B. Ekbo and R. Masulis  
"RIGHTS VERSUS UNDERWRITER STOCK OFFERINGS : AN  
EMPIRICAL ANALYSIS"  
Working Paper, 1987
14. E. Fama  
"FOUNDATIONS OF FINANCE"  
Basic Books, N.Y. 1976
15. J. Finnerty  
"INSIDERS AND MARKET EFFICIENCY"  
Journal of Finance 31, 1976

16. D. Galai and R. Masulis  
"THE OPTION PRICING MODEL AND THE RISK FACTOR OF STOCK"  
Journal of Financial Economics 3, 1976
17. M. Glezakos  
"THE MARKET CAPITALIZATION VALUE AS A RISK FACTOR IN THE  
ATHENS STOCK EXCHANGE"  
SPOUDAI (Forthcoming)
18. W. Green  
"ECONOMETRIC ANALYSIS"  
Macmillan, 1990
19. D. Gujarati  
"BASIC ECONOMETRICS"  
McGraw Hill, 1978
20. M. Harris and A. Raviv  
"THE THEORY OF CAPITAL STRUCTURE"  
Journal of Finance 46, 1991
21. J. Jaffee  
"SPECIAL INFORMATION AND INSIDE TRAINING"  
Journal of Business 47, 1974
22. M. Jensen  
"AGENCY COSTS OF FREE FLOW, CORPORATE FINANCE AND  
TAKE OVERS"  
American Economic Review 76, 1986
23. M. Jensen and W. Meckling  
"THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS  
AND OWNERSHIP STRUCTURE"  
Journal of Financial Economics, 1976
24. H. Kang  
"EFFECTS OF SEASONED EQUITY OFFERINGS IN KOREA ON  
SHAREHOLDER' S WEALTH"  
Pacific-Basin Capital Markets Research  
North Holland, 1990
25. G. Karathanassis and N. Philippas  
"HETEROSCEDASTICITY IN THE MARKET MODEL. SOME EVIDENCE  
FROM THE ATHENS STOCK EXCHANGE"  
Managerial & Decision Economics (Forthcoming)
26. P. Kennedy  
"A GUIDE TO ECONOMETRICS"  
The MIT Press, 1992
27. E. Kim and Y. Lee  
"ISSUING STOCKS IN KOREA"  
Pacific-Basin Capital Markets Research  
North Holland, 1990

28. W. Krasker  
"STOCK PRICE MOVEMENTS IN RESPONSE TO STOCK ISSUES UNDER ASYMMETRIC INFORMATION"  
Journal of Finance 41, 1976
29. M. Kothare  
"EQUITY FINANCING : AN INVESTIGATION OF RIGHTS OFFERS ANOMALY"  
Working Paper, 1991
30. M. Kunimura and A. Severn  
"THE POST-ISSUE PERFORMANCE OF NEW ISSUES OF JAPANESE STOCKS"  
Pacific-Basin Capital Markets Research  
North Holland, 1990
31. J. Lakonishok and B. Lev  
"STOCK SPLITS AND STOCK DIVIDENDS: WHY, WHO AND WHEN"  
Journal of Finance 42, 1987
32. H. Leland and D. Pyle  
"INFORMATIONAL ASYMMETRIES, FINANCIAL STRUCTURE AND FINANCIAL INTERMEDIATION"  
Journal of Finance 32, 1977
33. G. Maddala  
"INTRODUCTION TO ECONOMETRICS"  
Macmillan, 1992
34. P. Marsh  
"EQUITY RIGHTS ISSUES AND THE EFFICIENCY OF THE U.K. STOCK MARKET"  
Journal of Finance 34, 1979
35. R. Masulis  
"THE EFFECTS OF CAPITAL STRUCTURE CHANGE ON SECURITY PRICES. A STUDY OF EXCHANGE OFFERS"  
Journal of Financial Economics 8, 1980a
36. R. Masulis  
"STOCK REPURCHASE BY TENDER OFFER : AN ANALYSIS OF THE CAUSES OF COMMON STOCK PRICE CHANGES"  
Journal of Finance 35, 1980b
37. R. Masulis  
"THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE CHANGE ON FIRM VALUE: SOME ESTIMATES"  
Journal of Finance 38, 1983
38. R. Masulis  
"THE DEBT/EQUITY CHOICE"  
Ballinger Publishing Company 1988

39. R. Masulis and N. Korwar  
"SEASONED EQUITY OFFERINGS : AN EMPIRICAL INVESTIGATION"  
Journal of Financial Economics 15, 1986
40. M. McNichols and A. Dravid  
"STOCK DIVIDENDS, STOCK SPLITS AND SIGNALLING"  
Journal of Finance 45, 1990
41. W. Mikelson and M. Partch  
"VALUATION EFFECTS OF SECURITY OFFERINGS AND THE  
ISSUANCE PROCESS"  
Journal of Financial Economics 15, 1986
42. M. Miller  
"DEBT AND TAXES"  
Journal of Finance 32, 1977
43. M. Miller and K. Rock  
"DIVIDEND POLICY UNDER ASYMMETRIC INFORMATION"  
Journal of Finance 40, 1985
44. F. Modigliani and M. Miller  
"THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE  
THEORY OF INVESTMENT"  
American Economic Review 48, 1958
45. F. Modigliani and M. Miller  
"TAXES AND THE COST OF CAPITAL: A CORRECTION"  
American Economic Review 53, 1963
46. S. Myers  
"THE CAPITAL STRUCTURE PUZZLE"  
Journal of Finance 39, 1984
47. S. Myers and N. Majluf  
"CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN  
FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE"  
Journal of Financial Economics 13, 1984
48. M. Narayanan  
"DEBT VERSUS EQUITY UNDER ASYMMETRIC INFORMATION"  
Journal of Financial and Quantitative Analysis 23, 1988
49. J. Nelson  
"PRICE EFFECTS IN RIGHTS OFFERINGS"  
Journal of Finance 20, 1965
50. N. Niarchos and M. Georgakopoulos  
"THE EFFECT OF ANNUAL CORPORATE PROFIT REPORTS ON THE  
ATHENS STOCK EXCHANGE: AN EMPIRICAL INVESTIGATION"  
Management International Review, Journal of International Business 26,  
1986

51. G. Papaioannou  
"THINNESS AND SHORT-RUN PRICE DEPENDENCE IN THE ATHENS STOCK EXCHANGE"  
Greek Economic Review 4, December 1982
52. G. Papaioannou  
"INFORMATIONAL EFFICIENCY TESTS IN THE ATHENS STOCK MARKET"  
European Equity Markets: Risk Return and Efficiency, G. Hawawini and P. Michel, Garland Publishing, Inc., New York, 1984
53. D. Psilos  
"CAPITAL MARKETS IN GREECE"  
Center of Economic Research, Athens 1964
54. S. Ross  
"THE DETERMINATION OF FINANCIAL STRUCTURE: THE INCENTIVE SIGNALLING APPROACH"  
Bell Journal of Economics 8, 1977
55. M. Scholes  
"MARKET FOR SECURITIES : SUBSTITUTION VERSUS PRICE PRESSURE AND THE EFFECTS OF INFORMATION ON SHARE PRICES"  
Journal of Business 45, 1972
56. A.G. Shapiro  
"MODERN CORPORATE FINANCE"  
MacMillan Publishing Company 1989
57. C. Smith Jr.  
"ALTERNATIVE METHODS FOR RAISING CAPITAL: RIGHTS VERSUS UNDERWRITERS OFFERINGS"  
Journal of Financial Economics 5, 1977
58. C. Smith Jr.  
"INVESTMENT BANKING AND THE CAPITAL ACQUISITION PROCESS"  
Journal of Financial Economics 15, 1986
59. J. Weston and E. Brigham  
"ESSENTIALS OF MANAGERIAL FINANCE"  
Dryden Press 1987
60. R. White and P. Lusztig  
"THE PRICE EFFECTS OF RIGHTS OFFERINGS"  
Journal of Financial and Quantitative Analysis 15, 1980