

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

# Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ Η Α΄ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΠΟΥ ΑΚΟΛΟΥΘΕΙ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΛΕΤΡΑΣ

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ |                |
| ΑΡ. ΕΙΣ.              | 36733          |
| ΣΟΜΠ.                 | 21249 & 225916 |
| ΤΑΞΙΝ.                | 332 642 ΑΛ     |
| ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ            |                |



00136733

ΕΠΙΜΕΛΗΤΗΣ: Ν. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2001

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## 1.1 ΓΕΝΙΚΑ

Κατά τη σύσταση μιας εταιρίας τα ίδια κεφάλαια που έχουν συγκεντρωθεί αποτελούν το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Στη συνέχεια το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας μεταβάλλεται τόσο από μεταγενέστερες αυξήσεις, όσο και από κεφαλαιοποιήσεις διάφορων ποσών και λογαριασμών. Έτσι όταν οι επιχειρήσεις επιθυμούν να αντλήσουν επιπλέον κεφάλαια για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων, προβαίνουν σε εκδόσεις νέων μετοχών και αυτό μπορεί να γίνει με καταβολή μετρητών. Στην περίπτωση αυτή το μετοχικό κεφάλαιο μεταβάλλεται ουσιαστικά, δεδομένου ότι πρόκειται για πραγματική εισροή κεφαλαίων στην εταιρία. Αντίθετα στην περίπτωση όπου μία επιχείρηση αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο με τη διανομή δωρεάν μετοχών, τότε η μεταβολή του μετοχικού κεφαλαίου είναι μόνο λογιστική και όχι ουσιαστική, εφόσον δεν εισρέουν νέα κεφάλαια στην επιχείρηση και δεν δημιουργείται οικονομική αξία.

Όσον αφορά όμως τις Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου (Α.Μ.Κ.) με διανομή δωρεάν μετοχών, δεν θα πρέπει να σημειώνεται μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής πέραν της απαραίτητης προσαρμογής της που επιβάλλεται λόγω της αύξησης του αριθμού των κυκλοφορούντων μετοχών. Παρόλο όμως που δεν πρόκειται για πραγματική εισροή κεφαλαίων, το επενδυτικό κοινό, ιδιαίτερα σε λιγότερο αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές, επιμένει σε συχνές διανομές δωρεάν μετοχών. Αυτό που φαίνεται παράδοξο είναι η "λογική" των επιχειρήσεων, οι οποίες προβαίνουν σε Α.Μ.Κ. με διανομή δωρεάν μετοχών, παρόλο που επιβαρύνονται με σημαντικά έξοδα (π.χ. φόροι, έξοδα έκδοσης, κ.α.), χωρίς να έχουν κανένα ουσιαστικό όφελος. Στο σημείο αυτό, η διεθνής βιβλιογραφία δικαιολογεί τις σχετικές αποφάσεις των επιχειρήσεων, θεωρώντας τη διανομή δωρεάν μετοχών, άλλοτε ως ένα μηχανισμό σήμανσης της αξίας της επιχείρησης, άλλοτε ως ένα μηχανισμό επαναφοράς της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής σε "λογικό επίπεδο" και άλλοτε ως υποκατάστατο κανονικών μερισμάτων.

Οι επιδράσεις στις τιμές των μετοχών από την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών που προκύπτουν από Α.Μ.Κ. έχουν αποτελέσει αντικείμενο μελέτης

για πολλούς ερευνητές, οι οποίοι έχουν επικεντρώσει το ενδιαφέρον τους άλλοτε στη ημερομηνία ανακοίνωσης της Α.Μ.Κ., άλλοτε στην ημερομηνία αποκοπής του σχετικού δικαιώματος και άλλοτε στην ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, οι μελέτες στις Α.Μ.Κ. εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο, των White & Luzstig (1980), Myers & Majluf (1984), Masulis & Korwar (1986), Mikkelson & Partch (1986), Asquith & Mullins (1986), Hansen (1988), Kothare (1991), Eckbo & Masulis (1992) και Hudson, Jensen & Pugh (1993), που επικεντρώθηκαν στις αποδόσεις των περιόδων ανακοίνωσης των προσκλήσεων για Α.Μ.Κ. και σε μακροχρόνιες αποδόσεις των μετοχών, κατέγραψαν μία μείωση των τιμών των μετοχών κατά τις ημερομηνίες αυτές, σε αντίθεση με τον Kang (1990) και τον Τσαγκαράκη (1993), οι οποίοι παρατήρησαν αύξηση των τιμών και τους Τσαγκαράκη, Τραυλό & Παπαϊωάννου (1997), οι οποίοι δεν βρήκαν στατιστικά σημαντική μεταβολή αυτών. Σχετική μελέτη των Τσαγκαράκη, Τραυλού & Παπαϊωάννου (1997) όσον αφορά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων δεν εντόπισε στατιστικά σημαντικές μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Τέλος την επίδραση στην τιμή των μετοχών από τις ημερομηνίες εισαγωγής των νέων προς διαπραγμάτευση μετοχών που προήλθαν από Α.Μ.Κ. εξέτασαν οι Mikkelson & Partch (1986) και οι Hudson, Jensen & Pugh (1993) καταγράφοντας στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, σε αντίθεση με τον Scholes (1972) και τους Asquith & Mullins (1986), οι οποίοι δεν εντόπισαν καμμία μεταβολή στις τιμές των μετοχών.

Το γεγονός ότι οι σχετικές μελέτες (Ελληνική & Διεθνής βιβλιογραφία) για την επίδραση στις τιμές των μετοχών από την έκδοση νέων μετοχών που προέρχονται από Α.Μ.Κ., δεν καταφέρνουν να συγκλίνουν σ' ένα κοινά αποδεκτό συμπέρασμα, σε συνδυασμό με το ότι οι περισσότερες από αυτές αναφέρονται κυρίως σε ημερομηνίες αποκοπής του σχετικού δικαιώματος και έκδοσης των νέων μετοχών, αποτελεί ένα κίνητρο για τη συγγραφή της παρούσας διατριβής. Σκοπός της μελέτης αυτής είναι η εμπειρική διερεύνηση των μεταβολών στις τιμές των ήδη διαπραγματευσίμων στο Χ.Α.Α. μετοχών, εξαιτίας των ανακοινώσεων για Α.Μ.Κ. κατά την περίοδο 1990-1999. Οι περιπτώσεις Α.Μ.Κ. που εξετάζονται είναι αυτές των επιχειρήσεων που προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ. τους, (μόνο με μετρητά/ ή μόνο με διανομή δωρεάν μετοχών), στα

πρώτα τέσσερα χρόνια που ακολούθησαν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).

Επιπρόσθετα το ιδιαίζον επιχειρηματικό και θεσμικό περιβάλλον που πλαισιώνει την ελληνική κεφαλαιαγορά και το γεγονός ότι για την εξεταζόμενη περίοδο 1990-1999 ένας μεγάλος αριθμός νεοεισηχθέντων στο Χ.Α.Α. εταιριών προέβει σε Α.Μ.Κ. σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα από την ημερομηνία εισαγωγής του στο Χ.Α.Α., αποτελεί μία ένδειξη ότι ίσως αυτό δεν είναι τυχαίο και υπάρχουν κάποιοι ιδιαίτεροι λόγοι για τις αποφάσεις αυτές των επιχειρήσεων, κάνοντας ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη για περαιτέρω διερεύνηση του συγκεκριμένου θέματος.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως είναι σύνθηδες φαινόμενο οι επιχειρήσεις να υποτιμούν την αξία τους κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Πιο συγκεκριμένα οι "υψηλής ποιότητας" επιχειρήσεις προβαίνουν σε τέτοιου είδους υποτιμήσεις, προκειμένου να ξεχωρίσουν από τις "χαμηλής-ποιότητας" επιχειρήσεις. Αυτό βέβαια δεν είναι τυχαίο, δεδομένου ότι οι πρώτες στοχεύουν να αντλήσουν επιπλέον κεφάλαια, μέσω μελλοντικών Α.Μ.Κ. κάτω από καλύτερες συνθήκες. Έτσι για παράδειγμα η τιμή στην οποία θα εκδώσει μία "υψηλής ποιότητας" επιχείρηση τις νέες της μετοχές από την Α.Μ.Κ., θα είναι κατά πολύ υψηλότερη από ότι θα ήταν αν η επιχείρηση δεν είχε προβεί στην αρχική υποτίμηση της αξίας της μετοχής της κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Επίσης έχει αποδειχθεί εμπειρικά ότι η πραγματική "ποιότητα-αξία" μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει γνωστή στην αγορά και μέσω της πιθανότητας που υπάρχει μεταξύ της εισαγωγής μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο και της Α.Μ.Κ., στην οποία ενδεχομένως να προβεί η εταιρία μετά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.

Το υπόλοιπο τμήμα της παρούσας διατριβής αποτελείται από το κεφάλαιο 2, στο οποίο αναλύεται το θεσμικό πλαίσιο (κανονιστικές αποφάσεις του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.) που αφορά τις Α.Μ.Κ. εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), ενώ παρουσιάζονται και οι τρόποι Α.Μ.Κ.. Στο κεφάλαιο 3 γίνεται μία λεπτομερή αναφορά στις ερευνητικές υποθέσεις πάνω στις οποίες έχουν στηριχθεί σχετικές μελέτες με το αντικείμενο μελέτης της παρούσας διατριβής, ενώ επιπρόσθετα γίνεται μία ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, όπου παρουσιάζονται οι

σημαντικότερες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί και τα συμπεράσματα που κατέληξαν. Στο τέλος του 3<sup>ου</sup> κεφαλαίου παρατίθεται συνοπτικός πίνακας παρουσίασης των μελετών και των πορισμάτων τους, που εκτενώς έχουν περιγραφεί στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο. Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται το υπό εξέταση δείγμα, τα χαρακτηριστικά του, η δομή του καθώς και η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί (Μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων). Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα εμπειρικά ευρήματα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Στο κεφάλαιο 6 παρουσιάζεται η μεθοδολογία διαστρωματικών παλινδρομήσεων μεταξύ των μέσων έκτακτων αποδόσεων των μετοχών και άλλων ανεξάρτητων μεταβλητών καθώς και τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής. Στο τέλος του 6<sup>ου</sup> κεφαλαίου παρατίθενται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (πίνακες), όπως προέκυψαν από το E-Views. Στο κεφάλαιο 7 παρουσιάζονται τα γενικά συμπεράσματα στα οποία καταλήγει η παρούσα διατριβή, ενώ παράλληλα γίνεται μια περίληψη αυτής. Τέλος ακολουθεί παράρτημα, το οποίο περιλαμβάνει τα ακόλουθα :

- Θεσμικό πλαίσιο Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (ΝΕ.Χ.Α.)
- Μεθοδολογία για τη διερεύνηση των αποδόσεων νεοεισαχθεισών μετοχών στο Χ.Α.Α.
- Μέθοδοι προσαρμογής της τιμής των μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α., λόγω Α.Μ.Κ.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

## **ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ & ΤΡΟΠΟΙ Α.Μ.Κ.**

## 2.1 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η εισαγωγή νέων μετοχών στο Χ.Α.Α. απαιτεί μία σειρά διαδικασιών και δικαιολογητικών, τα οποία ορίζονται σύμφωνα με αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α., λαμβάνοντας υπόψη:

- i) την υπ' αριθμό 18/15-1-1999 (ΦΕΚ 40Β' /27-1-1999) απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. σχετικά με τις μεθόδους και διαδικασίες διαπραγμάτευσης μετοχών.
- ii) την υπ' αριθμό 19/15-1-1999 (ΦΕΚ 40Β' /27-1-1999) απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για τις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων, εξαγορών-αλλαγής της κύριας δραστηριότητας-απόσχιση κλάδου.
- iii) τις διατάξεις της παραγράφου 7 του άρθρου 1/Ν.2651/1998 (ΦΕΚ 248 Α' / 3-11-1998)

### 2.1.1. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΡΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

#### 2.1.1.1 Εισαγωγή μετοχών ύστερα από Α.Μ.Κ. με καταβολή μετρητών.

Η διαδικασία εισαγωγής των νέων μετοχών που προκύπτουν από αύξηση του κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ήδη εισηγμένης στο Χ.Α.Α.εταιρίας χωρίζεται σε τέσσερα (4) στάδια.

*Στάδιο 1: Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου ενόψει εισαγωγής νέων μετοχών που θα προέρχονται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με καταβολή μετρητών και έγκριση εισαγωγής των δικαιωμάτων προτίμησης.*

Υποβολή φακέλου Δικαιολογητικών στο Χρηματιστήριο. Το περιεχόμενο τον φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Β.

Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών τον φακέλου, σύμφωνα με τον κατάλογο Β.

Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ του περιεχομένου του κατατεθέντος Ενημερωτικού Δελτίου σε σχέση με το Πρότυπο Ενημερωτικό Δελτίο.



Έγκριση από το Δ.Σ. τον ΧΑΑ τον περιεχομένου τον Ενημερωτικού Δελτίου ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού και έγκριση της εισαγωγής των δικαιωμάτων προτίμησης.

Έγγραφο ενημέρωση της εταιρίας από το Χρηματιστήριο για τυχόν προϋποθέσεις που τέθηκαν από το Δ.Σ. του ΧΑΑ κατά την έγκριση τον Ενημερωτικού Δελτίου.

**Στάδιο 2: Αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης, προσαρμογή της τιμής των μετοχών, έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων.**

Η ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εκδότριας εταιρίας εφόσον δεν εκκρεμεί εισαγωγή μετοχών προς διαπραγμάτευση που προέρχονται από προηγούμενη αίτηση εισαγωγής και εφόσον έχουν προηγηθεί της αποκοπής:

- α) Η έγκριση του ενημερωτικού δελτίου από το Δ.Σ. τον ΧΑΑ.
- β) Η εκπλήρωση τυχόν προϋποθέσεων που έχει θέσει το ΔΣ του Χρηματιστηρίου, όσον αφορά την έγκρισή του σχετικού ενημερωτικού δελτίου.
- γ) Η υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον κατάλογο Β1 και ο έλεγχός τους από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου.
- δ) Η δημοσίευση στο ΗΔΤ του Χρηματιστηρίου της σχετικής ανακοίνωσης για την αποκοπή του δικαιώματος, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος.
- ε) Η ενημέρωση του κοινού από την εταιρία, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής τον δικαιώματος.

Η προσαρμογή της τιμής γίνεται την πρώτη ημέρα κατά την οποία η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς το δικαίωμα. Η προσαρμογή γίνεται σύμφωνα με την σχετική απόφαση του ΔΣ του ΧΑΑ.

Η διαπραγμάτευση του δικαιώματος αρχίζει εφόσον έχει πραγματοποιηθεί η αποκοπή του και σε κάθε περίπτωση μέσα σε ανώτατο χρονικό διάστημα 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία αποκοπής. Η έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών του ΧΑΑ πραγματοποιείται, εφόσον πληρούνται οι κατάλληλες προϋποθέσεις.

**Στάδιο 3: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των νέων μετοχών της Εταιρίας**

Υποβολή Δικαιολογητικών στο Χρηματιστήριο σύμφωνα με τον Κατάλογο Β2.

Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου της πληρότητας των δικαιολογητικών, σύμφωνα με τον κατάλογο Β2.

Έγκριση εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.

**Στάδιο 4: Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο.**

Υποβολή Δικαιολογητικών στο Χρηματιστήριο, από την εκδότρια εταιρία, σύμφωνα με τον Κατάλογο Β3.

Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών έναρξης διαπραγμάτευσης, σύμφωνα με τον κατάλογο Β3.

Εισαγωγή εντολής στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

**Χρονικός περιορισμός**

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει τις νέες μετοχές της προς διαπραγμάτευση εντός 15 ημερολογιακών ημερών από τη λήξη της άσκησης των δικαιωμάτων της, διαφορετικά επιβάλλονται οι προβλεπόμενες από τις κείμενες διατάξεις ποινές. Από τον ανωτέρω χρονικό περιορισμό, εξαιρείται η διαδικασία που εφαρμόζεται στην περίπτωση μερικής κάλυψης της αύξησης, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο άρθρο 13α του 2190/20.

**2.1.1.2 Εισαγωγή δωρεάν μετοχών από Α.Μ.Κ. με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών.**

Η διαδικασία εισαγωγής των δωρεάν μετοχών που προκύπτουν από τις Α.Μ.Κ. με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή και μη διανεμηθέντων μερισμάτων χωρίζεται σε δύο στάδια:

**Στάδιο 1: Αποκοπή δικαιώματος - προσαρμογή τιμής - έγκριση εισαγωγής.**

Η ημερομηνία κατά την οποία αποκόπτεται το δικαίωμα των δωρεάν μετοχών ορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας. Της ημερομηνίας αυτής προηγούνται υποχρεωτικά τα ακόλουθα:

α) η υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο Γ και έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών,

β) η δημοσίευση στο ΗΔΤ του Χρηματιστηρίου της σχετικής ανακοίνωσης, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος,

γ) η ενημέρωση του κοινού από την εταιρία, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος,

Η προσαρμογή της τιμής της μετοχής λόγω αποκοπής του δικαιώματος των δωρεάν μετοχών γίνεται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης χωρίς το δικαίωμα. Η εισαγωγή των νέων δωρεάν μετοχών εγκρίνεται με απόφαση του Δ.Σ. του ΧΑΑ. Σε περίπτωση συνδυασμένης αύξησης με έκδοση δωρεάν μετοχών και καταβολή μετρητών και υπό την προϋπόθεση ότι οι δωρεάν μετοχές δεν συμμετέχουν στην αύξηση με μετρητά, η αποκοπή των δύο δικαιωμάτων (δωρεάν και μετρητά) θα πραγματοποιείται ταυτόχρονα.

**Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.**

Δημοσίευση Ανακοίνωσης από την εισηγμένη εταιρία σε πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες εκ των οποίων οι δύο θα είναι πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας με την οποία γνωστοποιείται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων στο Σύστημα Συναλλαγών του ΧΑΑ. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας της έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.

Εισαγωγή εντολής στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

### Χρονικός Περιορισμός

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει, τις νέες μετοχές της προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εντός 30 ημερολογιακών ημερών από την ημέρα λήψης της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης και σε κάθε περίπτωση εντός 10 ημερολογιακών ημερών από την αποκοπή τον δικαιώματος. Η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών πέραν των ανωτέρω προθεσμιών, αποτελεί για την εκδότρια εταιρία παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και επισύρει τις προβλεπόμενες από τις κείμενες διατάξεις ποινές.

Στις περιπτώσεις συνδυασμένης αύξησης με έκδοση δωρεάν μετοχών και καταβολή μετρητών και υπό την προϋπόθεση ότι οι δωρεάν μετοχές δεν συμμετέχουν στην αύξηση με μετρητά, η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει τις νέες δωρεάν μετοχές της προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εντός 10 ημερολογιακών ημερών από την αποκοπή του δικαιώματος τους καθώς και να εισαγάγει τις νέες μετοχές που προέκυψαν από την αύξηση με μετρητά προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εντός 15 ημερολογιακών ημερών από τη λήξη της άσκησης των δικαιωμάτων της, διαφορετικά επιβάλλονται οι προβλεπόμενες από τις κείμενες διατάξεις ποινές.

#### **2.1.1.3 Εισαγωγή δωρεάν μετοχών από μεταβολή ονομαστικής αξίας μετοχής (split και reverse split).**

Η διαδικασία εισαγωγής των δωρεάν μετοχών που προκύπτουν από μεταβολή της ονομαστικής τιμής της μετοχής (split και reverse split) χωρίζεται σε δύο στάδια.

##### ***Στάδιο 1: Αποκοπή δικαιώματος - προσαρμογή τιμής - έγκριση εισαγωγής.***

Η ημερομηνία κατά την οποία αρχίζει η διαπραγμάτευση των μετοχών με την νέα ονομαστική αξία (split/ reverse split) ορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας. Της ημερομηνίας αυτής προηγούνται υποχρεωτικά τα ακόλουθα:

**α)** η υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο Γ και έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών.

β) η δημοσίευση στο ΗΔΤ τον Χρηματιστηρίου της σχετική ανακοίνωσης, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος.

γ) η ενημέρωση του κοινού από την εταιρία, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος.

Η Προσαρμογή της τιμής της μετοχής λόγω μεταβολής της ονομαστικής αξίας (Split/ reverse split) γίνεται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών με τη νέα ονομαστική αξία. Εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων δωρεάν μετοχών εγκρίνεται με απόφαση Δ.Σ. του ΧΑΑ.

**Στάδιο 2: Εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο και έναρξη διαπραγμάτευσής τους.**

Δημοσίευση Ανακοίνωσης από την εισηγμένη εταιρία σε πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες εκ των οποίων οι δύο θα είναι ημερήσιες πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας, με την οποία γνωστοποιείται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων στο Σύστημα Συναλλαγών του ΧΑΑ. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη ημέρα της έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.

Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών. Στην επιστολή θα βεβαιώνεται ότι οι νέες μετοχές θα είναι στη διάθεση των μετόχων κατά την ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσής τους.

Εισαγωγή εντολής στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

Στην περίπτωση αύξησης της ονομαστικής τιμής της μετοχής (reverse split), αναστέλλεται η διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρίας με την παλαιά ονομαστική τιμή μέχρις ότου συμπληρωθεί πλήρες μετοχολόγιο βάσει του νέου αριθμού μετοχών.

### **Χρονικός Περιορισμός**

Η εκδότηρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει τις νέες μετοχές προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εντός 30 ημερολογιακών ημερών από την ημέρα λήψης της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης και σε κάθε περίπτωση εντός 10 ημερολογιακών

ημερών από την αποκοπή του δικαιώματος, διαφορετικά επιβάλλονται οι προβλεπόμενες από τις κείμενες διατάξεις ποινές.

#### **2.1.1.4 Εισαγωγή μετοχών α) από μετατροπή ομολογιών και β) από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μετά από άσκηση δικαιώματος προαίρεσεως αγοράς μετοχών.**

Η διαδικασία αυτή χωρίζεται σε δύο στάδια.

*Στάδιο 1: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών που προκύπτουν από μετατροπή ομολογιών/ άσκηση δικαιώματος προαίρεσης.*

Υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο Ε και έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα τον ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών.

Έγκριση από το ΔΣ του ΧΑΑ εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών.

*Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.*

Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών και βεβαιώνεται ότι οι νέες μετοχές θα είναι πιστωμένες στις μερίδες όλων των δικαιούχων κατά την ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης τους.

Δημοσίευση ανακοίνωσης από την εισηγμένη εταιρία σε πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες εκ των οποίων οι δύο θα είναι ημερήσιες πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας, με την οποία γνωστοποιείται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ των νέων μετοχών. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη ημέρα της έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων εκ μετατροπής μετοχών.

Εισαγωγή εντολής στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

Η προσαρμογή, της τιμής της μετοχής γίνεται, σύμφωνα με τα οριζόμενα στη σχετική απόφαση του ΧΑΑ, εντός πενήτερου από την ημερομηνία της σχετικής απόφασης του ΔΣ του ΧΑΑ, και εφόσον έχει προηγηθεί σχετική ενημέρωση του κοινού και επιστολή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο.

#### **Χρονικός Περιορισμός**

Η εκδότηρια εταιρία οφείλει να ολοκληρώσει τις απαραίτητες ενέργειες για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών της εντός 10 ημερολογιακών ημερών από την έγκριση εισαγωγής των μετοχών από το ΔΣ του ΧΑΑ, διαφορετικά θα επιβάλλονται οι προβλεπόμενες από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία ποινές.

#### **2.1.1.5 Εισαγωγή μετοχών που προκύπτουν από μετατροπή μετοχών άλλης κατηγορίας.**

Η διαδικασία μετατροπής μίας κατηγορίας μετοχών σε μία άλλη χωρίζεται σε δύο στάδια.

*Στάδιο 1: Έγκριση από το Δ.Σ. τον ΧΑΑ της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των νέων μετοχών που προήλθαν από μετατροπή.*

Υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο ΣΤ και έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών.

Έγκριση από το ΔΣ τον ΧΑΑ της εισαγωγής των νέων μετοχών.

*Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ των νέων μετοχών.*

Δημοσίευση Ανακοίνωσης από την εισηγμένη εταιρία σε πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, εκ των οποίων δύο θα είναι ημερήσιες πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της τελευταίας ημέρας διαπραγμάτευσης των υφισταμένων μετοχών, με την οποία ορίζεται η τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης των υφισταμένων μετοχών, καθώς και η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο ηλεκτρονικό Σύστημα Συναλλαγών τον ΧΑΑ.

Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με την οποία γνωστοποιείται η τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης των υφισταμένων μετοχών και η ημερομηνία

έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών και βεβαιώνεται ότι οι νέες μετοχές θα είναι πιστωμένες στις μερίδες όλων των δικαιούχων κατά την ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης τους.

Παύση διαπραγμάτευσης της κατηγορίας μετοχών που καταργήθηκε.

Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών που προέκυψαν από τη μετατροπή, με εισαγωγή εντολής στο Σύστημα Συναλλαγών από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ. Η έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών προϋποθέτει την ολοκλήρωση της εκκαθάρισης της τελευταίας ημέρας συναλλαγών της κατηγορίας μετοχών που καταργήθηκε.

#### **2.1.1.6 Εισαγωγή νέων μετοχών που προκύπτουν από συγχώνευση με απορρόφηση εταιριών.**

Η διαδικασία για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την εισαγωγή των νέων μετοχών που προέρχονται από συγχώνευση με απορρόφηση εταιριών χωρίζεται σε δύο στάδια που διαφέρουν χρονικά.

**Στάδιο 1: Έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου της Εταιρίας και της εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ.**

Υποβολή Καταλόγου Δικαιολογητικών Δ (καθώς και τα υπό στοιχεία 6 - 9 του καταλόγου Δικαιολογητικών Β) στο Χρηματιστήριο.

Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών του φακέλου.

Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ του περιεχομένου του κατατεθέντος Ενημερωτικού Δελτίου σε σχέση με το πρότυπο Ενημερωτικό Δελτίο και τα προβλεπόμενα στην απόφαση αρ. 19 του ΔΣ του ΧΑΑ, έτσι όπως ισχύει.

Έγκριση από το Δ.Σ. των Χ.Α.Α. του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου και της εισαγωγής των νέων μετοχών της εταιρίας στο Χ.Α.Α. Η εισαγωγή εγκρίνεται υπό την προϋπόθεση ότι θα εγκριθεί από το Υπουργείο Ανάπτυξης η συγχώνευση.

Έλεγχος της διασποράς στο κοινό των μετοχών της απορροφώσας εταιρίας σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της αυτής κατηγορίας, μετά τη συγχώνευση.



*Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.*

Υποβολή της εγκριτικής απόφασης τον Υπουργείου Ανάπτυξης για τη συγχώνευση με απορρόφηση της εταιρίας και της καταχώρησής της στο ΜΑΕ. Από την επομένη της καταχώρησης στο ΜΑΕ, οι μετοχές της απορροφούμενης εταιρίας, εφόσον είναι εισηγμένη, παύουν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Στις περιπτώσεις που λόγω της διακοπής διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης απορροφώμενης εταιρίας, δεν εξασφαλίζεται η ίση μεταχείριση όλων των μετόχων, μπορεί να ανασταλεί μέχρι την ημερομηνία πίστωσης των μερίδων των επενδυτών με τις νέες μετοχές, η διαπραγμάτευση των μετοχών της απορροφώσας εταιρίας.

Υποβολή της τυχόν απόφασης της Επιτροπής Ανταγωνισμού περί συγκέντρωσης Επιχειρήσεων, ή εφόσον εκκρεμεί η απόφαση αυτή, σχετική εκτίμηση της εταιρίας.

Δημοσίευση ανακοίνωσης από την εισηγμένη εταιρία σε πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, εκ των οποίων οι δύο θα είναι πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας, με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο ηλεκτρονικό Σύστημα Συναλλαγών του ΧΑΑ. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.

Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών και βεβαιώνεται ότι οι νέες μετοχές θα είναι στη διάθεση των μετόχων κατά την ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης τους.

Εφόσον απαιτείται, η προσαρμογή της τιμής της μετοχής της απορροφώσας εταιρίας γίνεται εντός πενθημέρου από την ημερομηνία καταχώρησης της εγκριτικής απόφασης για τη συγχώνευση του Υπουργείου Ανάπτυξης στο ΜΑΕ και εφόσον έχει προηγηθεί η έγκριση τον Ενημερωτικού δελτίου, η σχετική ενημέρωση του κοινού και επιστολή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο.

Στις περιπτώσεις συνδυσασμένης αύξησης τον μετοχικού κεφαλαίου λόγω συγχώνευσης με απορρόφηση και έκδοσης δωρεάν μετοχών, προκειμένου να αποκοπεί το δικαίωμα των δωρεάν μετοχών απαιτείται να έχει υποβληθεί στο αρμόδιο τμήμα του

Χρηματιστηρίου ή έγκριση του Υπουργείου Ανάπτυξης και η καταχώριση στο ΜΑΕ της σχετικής τροποποίησης του καταστατικού της εταιρίας.

#### **Χρονικός Περιορισμός**

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών γίνεται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου και της εισαγωγής των μετοχών από το ΔΣ του Χρηματιστηρίου και σε κάθε περίπτωση εντός 10 ημερολογιακών ημερών από την καταχώριση στο ΜΑΕ της εγκριτικής της συγχώνευσης απόφασης, διαφορετικά επιβάλλονται οι προβλεπόμενες από τις κείμενες διατάξεις ποινές.

### **2.1.2. ΚΑΤΑΛΟΓΟΙ ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΩΝ**

#### **2.1.2.1 Δικαιολογητικά φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής νέων μετοχών ήδη εισηγμένης εταιρίας στο Χ.Α.Α. από Α.Μ.Κ. με μετρητά / έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.**

Κατά την υποβολή φακέλου για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου ενόψει εισαγωγής των νέων μετοχών που θα προέλθουν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, εταιρίας ήδη εισηγμένης στο Χ.Α.Α., η εταιρία υποχρεούται να υποβάλει στο ΔΣ του Χρηματιστηρίου τα ακόλουθα δικαιολογητικά:

1. Αίτηση/ Επιστολή της εταιρίας σχετικά με την Α.Μ.Κ. της. Στην επιστολή : α) θα βεβαιώνεται ότι πληρούνται οι σχετικές αποφάσεις του ΔΣ του ΧΑΑ περί αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά και β) θα προσδιορίζεται ο εκπρόσωπος της εταιρίας που την δεσμεύει στην επικοινωνία της με το Χ.Α.Α. για τον συγκεκριμένο φάκελο.
2. Επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας στην οποία αποφασίστηκε η Α.Μ.Κ. της, σύμφωνα με τα ειδικότερα οριζόμενα στην απόφαση 47/2000 του ΔΣ του ΧΑΑ, όπως ισχύει κάθε φορά, ή προκειμένου για τις ειδικές περιπτώσεις που αναφέρονται στην απόφαση 48/2000 του ΔΣ του ΧΑΑ, σύμφωνα με τα οριζόμενα σε αυτήν.

3. Επικυρωμένο αντίγραφο της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης και της καταχώρησης στο ΜΑΕ της τροποποίησης του άρθρου του καταστατικού, που αναφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Το δικαιολογητικό αυτό δεν προσκομίζεται στο παρόν στάδιο, αλλά στο στάδιο έγκρισης από το ΔΣ τον ΧΑΑ της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών, στις ακόλουθες περιπτώσεις
- σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου Πιστωτικών Ιδρυμάτων,
  - σε περίπτωση που από άλλη ειδική διάταξη δεν προβλέπεται τροποποίηση του καταστατικού σε αυτό το στάδιο,
  - σε περίπτωση μερικής κάλυψης τον μετοχικού κεφαλαίου σύμφωνα με το άρθρο 13α του κ.ν 2190/20
4. Εφόσον πρόκειται για έκδοση Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου, αποδεικτικό καταχώρησης της σχετικής απόφασης της Γ.Σ. στο Μ.Α.Ε..
5. Οικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
6. Αντίγραφο του κωδικοποιημένου καταστατικού της εταιρίας, επικυρωμένο από την αρμόδια αρχή.
7. Επικυρωμένο αντίγραφο αίτησης στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. για την διενέργεια φορολογικού ελέγχου, τόσο για την εκδότρια εταιρία, όσο και για τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές της καταστάσεις, σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 9, του Ν. 2324 /1995.
8. Επιστολή υπογεγραμμένη από τα μέλη του Δ.Σ. της εκδότριας εταιρίας με την οποία δηλώνουν ότι έχουν λάβει πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.
9. Τρία αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις. Κάθε αντίγραφο θα φέρει στο κάτω μέρος της σελίδας (footer) ειδική σήμανση με την ημερομηνία έκδοσής του και τον αύξοντα αριθμό της έκδοσης. Κάθε νέα έκδοση ενημερωτικού δελτίου που θα προσκομίζεται στο Χ.Α.Α. από την εταιρία ενσωματώνοντας νέες ή τροποποιημένες πληροφορίες θα έχει τυπωμένες τις αλλαγές με ειδικό διακριτικό για να είναι εύκολα διακριτές. Η εταιρία στο διαβιβαστικό της έγγραφο θα σημειώνει ότι οι μόνες αλλαγές στο ενημερωτικό δελτίο είναι αυτές που φέρουν το ειδικό διακριτικό.

10. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του ενημερωτικού δελτίου, υπογεγραμμένη από την εκδότρια εταιρία.

11. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του φακέλου που υποβάλλεται, υπογεγραμμένη από την εκδότρια εταιρία.

Η αίτηση για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου της εκδότριας εταιρίας πρωτοκολλείται, εφόσον η εκδότρια έχει προσκομίσει όλα τα δικαιολογητικά και υπογράψει τις σχετικές καταστάσεις.

#### **2.1.2.2 Δικαιολογητικά για την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης.**

Τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται στο Χρηματιστήριο από την εκδότρια εταιρία προκειμένου να αποκοπεί το δικαίωμα προτίμησης είναι τα ακόλουθα:

1. Αντίγραφο του εγκεκριμένου από το Δ.Σ. ενημερωτικού δελτίου (σε φυσική και ηλεκτρονική μορφή), υπογεγραμμένο από τον εκπρόσωπο της εκδότριας εταιρίας.
2. Επιστολή της εταιρίας προς το ΧΑΑ στην οποία θα ορίζεται η ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ή/και η έναρξη διαπραγμάτευσης των, θα περιλαμβάνεται το κείμενο της ανακοίνωσης, οι ημερομηνίες δημοσίευσης και τα ονόματα των πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες θα δημοσιευθεί η ανακοίνωση, εκ των οποίων οι δύο θα είναι πρωινές, πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας.

Η επιστολή θα πρέπει να αποστέλλεται από την εταιρία προς το Χρηματιστήριο το αργότερο 3 εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματισμένη ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος.

#### **2.1.2.3 Δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής συμπληρωματικής σειράς μετοχών από Α.Μ.Κ. με καταβολή μετρητών.**

Τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται από την εκδότρια εταιρία προκειμένου να εγκριθεί από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. η εισαγωγή των νέων μετοχών της εταιρίας, είναι τα ακόλουθα:

1. Επικυρωμένο αντίγραφο πρακτικού του Δ.Σ. της εταιρίας που να πιστοποιεί την ολοσχερή καταβολή τον ποσού της αύξησης του κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο και κεφάλαιο υπέρ το άρτιο). Σε περίπτωση που διατέθηκαν μετοχές σε τρίτους μετά το πέρας της περιόδου διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων, προσκομίζεται η σχετική απόφαση του Δ.Σ. της εταιρίας.
2. Βεβαίωση τράπεζας που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα ότι έχει κατατεθεί σε ειδικό λογαριασμό, στο όνομα της εταιρίας το συνολικό ποσό της αύξησης κεφαλαίου.
3. Αντίγραφο της απόδειξης κατάθεσης στην Τράπεζα της Ελλάδος του πόρου υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (0,02% υπολογιζόμενο επί της συνολικής κεφαλαιοποίησης και το ποσό αυτό προσυζητημένο με 2,4% χαρτόσημο) σύμφωνα με την 111/4-7-97 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
4. Κατάσταση των μετόχων που πήραν μέρος στην αύξηση του κεφαλαίου. Το μετοχολόγιο υπογράφεται από την εκδότρια εταιρία, είναι αλφαβητικό και έχει ως απαραίτητα στοιχεία: α) τον αύξοντα αριθμό, β) το κατάστημα εγγραφής, γ) το ονοματεπώνυμο και το πατρώνυμο ή την επωνυμία, δ) Α.Δ.Τ. ή αριθμό διαβατηρίου ή ΑΦΜ, ε) ποσό εγγραφής και στ) μετοχές που αναλογούν. Εφόσον κριθεί απαραίτητο, μπορεί να ζητείται να προσκομισθεί συνολικό μετοχολόγιο.

Η εκδότρια εταιρία εντός τριών (3) εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου άσκησης των δικαιωμάτων, ενημερώνει το Χρηματιστήριο και το επενδυτικό κοινό με Δελτίο Τύπου που δημοσιεύεται σε πολιτικές και οικονομικές εφημερίδες εκ των οποίων οι δύο τουλάχιστον είναι πανελλήνιας και ευρείας κυκλοφορίας, για το ποσοστό κάλυψης της αύξησης που προήλθε από την άσκηση των δικαιωμάτων, καθώς και για την ύπαρξη και τον τρόπο διάθεσης τυχόν αδιάθετων μετοχών.

Αν δεν έχει μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή ολοκληρωθεί η διάθεση των τυχόν αδιάθετων μετοχών, η εταιρία οφείλει με νεώτερο δελτίο τύπου, που δημοσιεύεται με τον ίδιο ως άνω τρόπο, να ενημερώσει το επενδυτικό κοινό για τη διάθεσή τους.

#### **2.1.2.4 Δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών που προήλθαν από Α.Μ.Κ. με μετρητά.**

Για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών η εταιρία με επιστολή της προς το ΧΑΑ:

1. Ορίζει την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών.
2. Βεβαιώνει ότι, κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης, οι νέοι τίτλοι σε ποσοστό τουλάχιστον 98% της σχετικής έκδοσης θα βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών και ότι έχει εξασφαλίσει διαδικασία για τη μεταφορά των υπολοίπων μετοχών στις μερίδες των δικαιούχων τον εντός 30 ημερών από την έγκριση εισαγωγής, διαφορετικά θα επιβάλλονται οι προβλεπόμενες στην χρηματιστηριακή νομοθεσία κυρώσεις.
3. Αναφέρει τα ονόματα των δύο ημερήσιων - πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση με την οποία γνωστοποιείται η έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών της εταιρίας στο Χ.Α.Α. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.
4. Γνωστοποιεί ότι έχουν τακτοποιηθεί οι οικονομικές υποχρεώσεις προς το Χ.Α.Α. που απορρέουν από την ανωτέρω αύξηση του κεφαλαίου και προσκομίζει αντίγραφα των σχετικών παραστατικών.

#### **2.1.2.5 Δικαιολογητικά για την προσαρμογή της τιμής της μετοχής στις Α.Μ.Κ. με Διανομή δωρεάν μετοχών.**

Τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται στο Χρηματιστήριο από την εκδότρια εταιρία είναι τα ακόλουθα:

1. Επικυρωμένο αντίγραφο πρακτικού Δ.Σ. της εταιρίας με θέμα "Πιστοποίηση Καταβολής Μετοχικού Κεφαλαίου".
2. Επικυρωμένο αντίγραφο Πρακτικού Γ.Σ. των Μετόχων της εταιρίας, κατά την οποία ελήφθη η απόφαση της εν λόγω Α.Μ.Κ..
3. Έγκριση Υπουργείου Ανάπτυξης και καταχώρηση στο ΜΑΕ της σχετικής τροποποίησης του Καταστατικού της εταιρίας.

4. Απόδειξη Κατάθεσης Πόρου υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Τράπεζα της Ελλάδος.

5. Επιστολή της εταιρίας προς το ΧΑΑ για την ημερομηνία προσαρμογής της τιμής της μετοχής στην οποία θα περιλαμβάνεται το κείμενο της ανακοίνωσης που θα δημοσιευθεί και θα αναφέρονται τα ονόματα των πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες θα δημοσιευθεί η ανακοίνωση, εκ των οποίων οι δύο θα είναι πρωινές, πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας, καθώς και οι ημερομηνίες δημοσίευσης. Η δημοσίευση της ανακοίνωσης πρέπει να γίνεται το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη ημέρα από την προσαρμογή της τιμής της μετοχής.

Η επιστολή θα πρέπει να αποστέλλεται από την εταιρία προς το Χρηματιστήριο το αργότερο 3 εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματισμένη ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος. Τα δικαιολογητικά 1 έως και 4 απαιτούνται στις περιπτώσεις μεταβολής της ονομαστικής τιμής των μετοχών. Σε περίπτωση διανομής δωρεάν μετοχών λόγω μεταβολής της ονομαστικής αξίας των μετοχών (split/reverse split), τα απαιτούμενα δικαιολογητικά είναι τα 2, 3 και 5.

## 2.2 ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### 2.2.1 Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με την Καταβολή Μετρητών

Σύμφωνα με την υπάρχουσα νομοθεσία το Δ.Σ. της εταιρείας, μετά από σχετική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, έχει το δικαίωμα κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας να προβεί σε Α.Μ.Κ. με έκδοση νέων μετοχών. Το ποσό των αυξήσεων δεν μπορεί να υπερβεί το ποσό του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου ή του μετοχικού-κεφαλαίου που έχει καταβληθεί κατά την ημερομηνία λήξης της σχετικής απόφασης από τη Γενική Συνέλευση.

Η έκδοση των νέων μετοχών γίνεται υπέρ των παλαιών μετόχων σύμφωνα με την αναλογία της συμμετοχής τους στο υπάρχον μετοχικό κεφάλαιο. Η ονομαστική αξία της μετοχής δεν μπορεί να είναι κατώτερη των 100 δρχ. Δεν επιτρέπεται η έκδοση μετοχών σε τιμή μικρότερη από την ονομαστική αξία της μετοχής. Το προνόμιο προτίμησης των παλαιών μετόχων στις νέες Α.Μ.Κ. με καταβολή μετρητών παρέχει τη

δυνατότητα στους παλαιούς μετόχους να προστατέψουν την αναλογία συμμετοχής τους στην εταιρεία. Εάν δεν υπήρχε το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων, η διοίκηση της εταιρείας θα μπορούσε να εκδώσει νέες μετοχές σε χαμηλή τιμή και να τις προσφέρει σε μετόχους της αρεσκείας της. Με τον τρόπο αυτό θα υπήρχε κίνδυνος μείωσης του ποσοστού συμμετοχής των παλαιών μετόχων στην εταιρεία.

Η εισφορά νέου μετοχικού κεφαλαίου επιφέρει βελτίωση στη χρηματοοικονομική σύνθεση της επιχειρήσεως. Αυξάνουν τα ίδια κεφάλαια (διαρκή κεφάλαια) και ένα μέρος της αύξησεως προστίθεται στο διαρκές κυκλοφοριακό κεφάλαιο, ενώ το υπόλοιπο χρηματοδοτεί πάγιες επενδύσεις. Ταυτόχρονα η επιχείρηση βελτιώνει και τη δανειοληπτική ικανότητά της.

Για την υλοποίηση της αύξησεως του κεφαλαίου πρέπει να προσδιορισθούν το ύψος της αύξησεως, ο αριθμός των νέων μετοχών και η τιμή εκδόσεώς τους, σε συνάρτηση προς τα δικαιώματα των υφισταμένων παλαιών μετόχων. Το ύψος τον νέου κεφαλαίου εξαρτάται από τις επιδιώξεις της διοικήσεως και τις δυνατότητες της αγοράς. Η τιμή εκδόσεως είναι συνήθως ανώτερη από την ονομαστική, αλλά κατώτερη της χρηματιστηριακής, ώστε να προσελκύει το ενδιαφέρον νέων επενδυτών. Προφανώς, αν την αύξηση καλύψουν εξ ολοκλήρου οι παλαιοί μέτοχοι, η τιμή εκδόσεως δεν υπάρχει λόγος να υπερβαίνει την ονομαστική αξία.

Η διαφορά μεταξύ τιμής εκδόσεως και ονομαστικής αξίας καλείται πριμ εκδόσεως. Η επιβολή του δικαιολογείται από την ανάγκη εξισώσεως των νέων μετόχων προς τους παλαιούς, διότι οι νέοι μέτοχοι θα έχουν δικαίωμα επί ολοκλήρου της καθαρής θέσεως της επιχειρήσεως που δημιούργησαν οι παλαιοί μέτοχοι. Το συνολικό ποσόν του πριμ εκδόσεως καταχωρείται υπό ειδικό τίτλο στα ίδια κεφάλαια τον ισολογισμού, ενώ ένα τμήμα του καλύπτει τις δαπάνες αύξησεως του κεφαλαίου.

Η αύξηση του αριθμού των μετοχών επιφέρει μείωση στα αναλογούντα σε κάθε μετοχή δικαιώματα ψήφου, διανομής κερδών και διανομής κεφαλαίου στην περίπτωση εκκαθαρίσεως. Πρόκειται για το φαινόμενο της αραιώσεως. Η προστασία των παλαιών μετόχων από το φαινόμενο της αραιώσεως γίνεται με την εξασφάλιση σε αυτούς του δικαιώματος προτιμήσεως στην εγγραφή για την απόκτηση των νέων μετοχών. Το δικαίωμα αυτό συνδέεται με κάθε παλαιά μετοχή και είναι διαπραγματεύσιμο όπως



εκείνη, δηλαδή μπορεί ο παλαιός μέτοχος να το πωλήσει, αν δεν θέλει να συμμετάσχει στην αύξηση του κεφαλαίου.

Ο προσδιορισμός της θεωρητικής τιμής του δικαιώματος γίνεται με βάση τον τύπο,

$$\delta = \frac{\Xi - \Xi N + Z v}{N+v} \quad (1) \text{ η θεωρητική (μαθηματική) αξία του δικαιώματος προτιμήσεως}$$

όπου,

$$\Theta = \frac{\Xi N + Z v}{N+v} \quad (2) \text{ η θεωρητική μέση αξία της μετοχής μετά την αύξηση}$$

$\Xi$  = η χρηματιστηριακή τιμή της παλαιάς μετοχής

$N$  = ο αριθμός των παλαιών μετοχών

$Z$  = η τιμή εκδόσεως της νέας μετοχής ( $Z < \Xi$ )

$v$  = ο αριθμός των νέων μετοχών

$\delta$  = η θεωρητική τιμή του δικαιώματος προτιμήσεως

$\Xi N$  = η συνολική χρηματιστηριακή αξία των παλαιών μετοχών

$Z v$  = η συνολική αξία εκδόσεως των νέων μετοχών

$\Xi N + Z v$  = η συνολική θεωρητική αξία τον συνόλου των μετοχών

Με την εκτέλεση πράξεων στη σχέση (1) προκύπτει:

$$\Delta = \frac{\Xi(N+v) - (\Xi N + Z v)}{N+v} = \frac{\Xi N + \Xi v - Z v}{N+v} = \frac{\Xi v - Z v}{N+v} = \frac{v}{N+v} \cdot (\Xi - Z) \quad (3)$$

Από τον τύπο (3) προκύπτει ότι η τιμή του δικαιώματος προτιμήσεως είναι ανάλογη προς τη διαφορά  $(\Xi - Z)$ . Η τιμή του  $\Xi$  προσδιορίζεται από το χρηματιστήριο, ενώ η τιμή εκδόσεως  $Z$  πρέπει να ορισθεί από τη διοίκηση της επιχειρήσεως. Είναι σαφές λοιπόν ότι η τιμή του  $\delta$  μεταβάλλεται αντιστρόφως ανάλογα προς το  $Z$ , αν

θεωρηθούν σταθερά τα άλλα μεγέθη του τύπου (3). Όταν αυξάνει το  $Z$ , μικραίνει η απόστασή τον από το  $\Xi$  και μειώνεται το  $\delta$  και αντιστρόφως.

Το πραγματικό πρόβλημα για την επιχείρηση που θέλει να αυξήσει το μετοχικό κεφάλαιό της είναι ο προσδιορισμός της τιμής εκδόσεως. Πρέπει οπωσδήποτε να είναι χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή τιμή για να προσελκύσει το ενδιαφέρον των αγοραστών. Αν όμως ορισθεί κοντά στην ονομαστική αξία της μετοχής, το πριμ εκδόσεως θα είναι χαμηλό, οπότε η εταιρεία δεν θα συγκεντρώσει γι αυτό τον λόγο αξιόλογα ποσά. Ταυτόχρονα, επειδή θα είναι υψηλό το δικαίωμα προτιμήσεως, οι παλαιοί μέτοχοι θα μπορούσαν να αποκτήσουν σημαντικό αριθμό μετοχών δωρεάν και να αποφευχθεί η μεγάλη αραίωση της συμμετοχής τους. Σ' αυτό το χαμηλό επίπεδο θα είναι πολύ εύκολη η συγκέντρωση ολοκλήρου του ποσού μετοχικού κεφαλαίου που επιδιώκει η επιχείρηση, αλλά βραχυχρόνια θα σημειωθεί σημαντική μείωση του μερίσματος ανά μετοχή, λόγω τον μεγάλου αριθμού των μετοχών.

Γενικά, επιδιώκεται ένα μέσο επίπεδο τιμής εκδόσεως, διότι το υψηλό απόλυτο μέγεθος προκαλεί αρνητική ψυχολογική αντίδραση στους επενδυτές. Γι' αυτό το λόγο άλλωστε πολλές επιχειρήσεις, των οποίων η παλαιά μετοχή έχει υψηλή χρηματιστηριακή αξία, προβαίνουν στη διάσπασή της σε δύο ή περισσότερες υποκατάστατες, πριν προχωρήσουν στην έκδοση νέων μετοχών. Η διαδικασία της Α.Μ.Κ. με πρόσκληση στο ευρύ επενδυτικό κοινό εξελίσσεται με βάση λεπτομερείς νομοθετικούς κανόνες. Επισημαίνεται ότι για την επιτυχία του σκοπού είναι ιδιαίτερα σημαντικός ο ρόλος των τραπεζών (ανάδοχοι εκδόσεως), που αναλαμβάνουν την ολοκληρωτική διάθεση των νέων μετοχών.

### **2.2.2. Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση της Υπεραξίας των Πάγιων Περιουσιακών Στοιχείων της Εταιρείας**

Το μέτρο αυτό της ανατίμησης των πάγιων στοιχείων αποσκοπεί στην προσαρμογή της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων σε επίπεδα ανάλογα με τις τρέχουσες τιμές αγοράς τους. Στην κατηγορία των πάγιων συμπεριλαμβάνονται τα γήπεδα και τα κτίρια. Η αναπροσαρμογή επηρεάζει ισόποσα και τα δύο σκέλη του

ισολογισμού. Έτσι το ενεργητικό αυξάνεται με την υπεραξία των παγίων. Το ίδιο ισχύει και με το σκέλος του παθητικού με ισόποση αύξηση του λογαριασμού «διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων», των ιδίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια ισχύει η βασική λογιστική ισότητα (Ενεργητικό = Παθητικό + Καθαρή Θέση), σύμφωνα με την οποία κάθε μεταβολή στο ένα σκέλος τής ισότητας επιφέρει ισόποση μεταβολή στο άλλο σκέλος.

Με τον όρο υπεραξία εννοούμε τη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας (αναπροσαρμοσμένης) αξίας των παγίων στοιχείων και της λογιστικής αξίας τους. Οι εταιρείες διανέμουν την υπεραξία από την αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων τους:

- α) είτε με έκδοση δωρεάν νέων μετοχών
- β) είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών
- γ) είτε με συνδυασμό των α και β.

### **2.2.3. Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών**

Όταν το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας αυξάνεται με τον τρόπο αυτό δεν επέρχεται ουσιαστική (πραγματική) αύξηση στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Πρόκειται για λογιστική πράξη με την οποία μεταφέρονται τα διάφορα αποθεματικά της εταιρείας στο μετοχικό κεφάλαιο. Όπως για παράδειγμα είναι η κατηγορία αποθεματικών «ειδικά, έκτακτα και αφορολόγητα». Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται:

- α) είτε με έκδοση δωρεάν νέων μετοχών
- β) είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών
- γ) είτε με συνδυασμό των δύο πιο πάνω τρόπων.

Η αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών διατηρεί σταθερό τον αριθμό τους, οπότε δεν μεταβάλλονται τα δικαιώματα της κάθε μετοχής στην επιχείρηση, εκτός από το αναλογικό μέρος. Γενικά, πρέπει η ονομαστική αξία να παραμείνει

χαμηλότερη από τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής (όριο τα 2/3 κατά τον G. Depallens), ώστε να υπάρχουν περιθώρια για μελλοντική νέα αύξηση του κεφαλαίου "μετρητοίς".

Η αύξηση του αριθμού των μετοχών με τη δωρεάν διανομή νέων αραιώνει το δικαίωμα της κάθε μετοχής στην καθαρή θέση και προκαλεί αύξηση τον συνόλου των διανεμομένων σταθερών κερδών (ποσοστό επί της μετοχής). Η διανομή των νέων μετοχών γίνεται με βάση το δικαίωμα χορηγήσεως, που αποφασίζεται από την έκτακτη γενική συνέλευση για κάθε παλαιά μετοχή. Το δικαίωμα αυτό είναι διαπραγματεύσιμο και υπολογίζεται με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$\delta' = \frac{\Xi - \Xi N}{N+v} = \frac{\Xi N + \Xi v - \Xi N}{N+v} = \frac{H \cdot v}{N+v}$$

όπου,

$\Xi$  = η χρηματιστηριακή αξία της παλαιάς μετοχής

$N$  = ο αριθμός των παλαιών μετοχών

$v$  = ο αριθμός των νέων δωρεάν διανεμομένων μετοχών

$\delta'$  = η θεωρητική τιμή του δικαιώματος χορηγήσεως

#### 2.2.4. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με ενσωμάτωση υποχρεώσεων

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε επιχειρήσεις που διανύουν περίοδο σοβαρής κρίσεως λόγω υπερχρεώσεως. Οδηγεί σε διεύρυνση του αριθμού των μετόχων, χωρίς να εισρέουν νέα κεφάλαια στην επιχείρηση. Προκαλεί διαφοροποίηση στη χρηματοοικονομική σύνθεση με τη μεταφορά ποσών από τις υποχρεώσεις στα ίδια κεφάλαια. Βελτιώνεται έτσι η σχέση ίδια κεφάλαια / υποχρεώσεις και ανοίγει η δυνατότητα συνάψεως δανείων.

#### 2.2.5. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με συγχώνευση επιχειρήσεων.

Η συγχώνευση επιχειρήσεων μοιάζει με την περίπτωση αύξησεως κεφαλαίου με εισφορά περιουσιακών στοιχείων. Εδώ, η μια επιχείρηση απορροφά στοιχεία ενεργητικού της άλλης, αλλά και τις υποχρεώσεις της. Συνήθως οι ισχυρές επιχειρήσεις απορροφούν τις προβληματικές για να επωφεληθούν εμπορικών πλεονεκτημάτων τους. Δεν αποκλείεται όμως και η συγχώνευση ακμαίων επιχειρήσεων με σκοπό την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση του ανταγωνισμού με τα επαρκέστερα μέσα που θα διαθέτουν. Σ' αυτή την περίπτωση διατηρείται χωριστή η βασική παραγωγική και εμπορική δομή των επιχειρήσεων, ενώ συγκλίνει η γενική πολιτική και στρατηγική με τη διάθεση αυξημένων οικονομικών πόρων.

Η συγχώνευση ενθαρρύνεται φορολογικά μεταξύ μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, διότι υποβοηθάει στον εκσυγχρονισμό της παραγωγικής και εμπορικής δραστηριότητας. Η συγχώνευση μεγάλων επιχειρήσεων επισύρει το ενδιαφέρον των κρατικών αρχών για αποτροπή δημιουργίας μονοπωλιακών καταστάσεων.

Η απόσπαση ενός τμήματος από μία μητρική επιχείρηση και η εξέλιξή του σε αυτόνομη επιχείρηση με προκοδότηση κεφαλαίου είναι ένας άλλος τρόπος χρηματοδότησης, που οδηγεί συχνά στη δημιουργία συγκροτήματος επιχειρήσεων (Holding).

#### **2.2.6. Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση των Μερισμάτων**

Η διεύθυνση της εταιρείας έχει το δικαίωμα μετά την καταβολή του πρώτου μερίσματος να καταβάλει ένα μέρος από το επιπλέον πρόσθετο ή και ολόκληρο το πρόσθετο μέρισμα με τη μορφή νέων μετοχών στους δικαιούχους. Όταν ληφθεί η σχετική απόφαση από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων τα παρακρατηθέντα μερίσματα μεταφέρονται στο λογαριασμό «ποσά προορισμένα για την αύξηση κεφαλαίου». Στη συνέχεια ο λογαριασμός αυτός χρησιμοποιείται για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με έκδοση δωρεάν νέων μετοχών στην ονομαστική αξία τους.

### 2.2.7. Έκδοση Νέων Μετοχών με Μετρητά, με Δικαίωμα Προτίμησης στους Παλαιούς Μετόχους

Με τη μέθοδο αυτή η εταιρεία διαθέτει αρχικά τις νέες μετοχές στους παλαιούς μετόχους. Παρέχεται από την εταιρεία στους μετόχους της το δικαίωμα συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Κάθε υφιστάμενη μετοχή έχει ένα δικαίωμα και κατά συνέπεια ο συνολικός αριθμός δικαιωμάτων είναι ίσος με τον αριθμό των υφιστάμενων μετοχών. Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό, ότι το ποσοστό συμμετοχής ενός μετόχου στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι ίσο με το ποσοστό συμμετοχής του μετόχου στο υπάρχον μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας.

Για τις ανώνυμες μετοχές το δικαίωμα για τη συμμετοχή στη νέα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποδεικνύεται από συγκεκριμένη μερισματαπόδειξη -π.χ. μερισματαπόδειξη αριθμός 10- η οποία αποκόπτεται από το σώμα του αξιολόγου (της μετοχής). Στις περιπτώσεις που δεν υπάρχουν μερισματαποδείξεις -όπως για τις ονομαστικές μετοχές- η εταιρεία με επιστολή της στους δικαιούχους μετόχους ορίζει εκείνες τις κρίσιμες ημερομηνίες κατά τις οποίες οι μέτοχοι μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμα εγγραφής στη νέα Α.Μ.Κ.. Επιπλέον στην επιστολή υπάρχει ειδικό έντυπο βεβαίωσης δικαιώματος προτίμησης. Το έντυπο αυτό χρησιμοποιείται για την πώληση των δικαιωμάτων στην περίπτωση κατά την οποία ο μέτοχος δεν επιθυμεί να ασκήσει τα δικαιώματά του. Μετά την αποκοπή της μερισματαπόδειξης αποχωρίζεται το δικαίωμα από τη μετοχή.

Η προσαρμογή στην τιμή της μετοχής γίνεται στο διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ δύο χρηματιστηριακών συνεδριάσεων, δηλαδή μετά το τέλος της τελευταίας συνεδρίασης λίγο πριν από την αποκοπή της συγκεκριμένης μερισματαπόδειξης που φέρει το δικαίωμα και πριν από την έναρξη της αμέσως επόμενης συνεδρίασης.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

## ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ & ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### 3.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

#### 3.1.1 Η Υπόθεση Μετάδοσης Μηνυμάτων (Signaling hypothesis) & Η Υπόθεση Ασυμμετρίας Πληροφόρησης (Asymmetric Information hypothesis).

Όπως προαναφέρθηκε, η υποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, είναι καταγεγραμμένη από πολλές εμπειρικές μελέτες στις περισσότερες χώρες του κόσμου. Ένας μεγάλος αριθμός θεωρητικών μοντέλων έχει προταθεί για να εξηγήσει το φαινόμενο αυτό. Οι πρώτες προσπάθειες μοντελοποίησης έγιναν από τους Ibbotson και Ritter, ενώ αργότερα οι Allen & Faulhaber (1989), Grinblatt & Hwang (1989), Welch (1989) και Chemmanur (1993) παρουσίασαν τα περίφημα *signaling models*, τα οποία διέφεραν από τα προηγούμενα μοντέλα στο ότι οι ίδιες οι επιχειρήσεις και όχι οι εξωτερικοί επενδυτές ή οι ανάδοχοι έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την επιχείρηση και επιπρόσθετα ότι οι επιχειρήσεις κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, γνωρίζουν *a-priori* την πιθανότητα που έχουν να εκδώσουν μετοχές στο μέλλον.

Τα μοντέλα αυτά βασίζονταν στη περίφημη "*signaling hypothesis*", σύμφωνα με τους παραπάνω ερευνητές, οι managers των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν την προσφερόμενη τιμή της μετοχής ως ένα "σημάδι-μήνυμα" με δεδομένη την ασυμμετρία της πληροφόρησης. Οι αρχικοί ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων θεωρούνται ως καλύτερα πληροφορημένοι από τους άλλους επενδυτές. Έτσι "περνούν" μία θετική πληροφορία μέσω της υποτίμησης της τιμής της μετοχής κατά την εισαγωγή των επιχειρήσεών τους στο χρηματιστήριο. Βέβαια το "*signaling*" αυτό έχει κάποιο κόστος γιατί στην ουσία πρόκειται για μεταφορά πλούτου από τους αρχικούς ιδιοκτήτες της επιχείρησης στους επενδυτές. Για το κόστος όμως αυτό αποζημιώνονται οι επιχειρήσεις μέσω των μεταγενέστερων Α.Μ.Κ. στις οποίες προβαίνουν.

Η υπόθεση αυτή θεωρεί ότι η έκδοση νέων μετοχών εμπεριέχει σημαντικές πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης, τα επενδυτικά της σχέδια και τις μελλοντικές χρηματικές της ροές. Στην υπόθεση αυτή εμπεριέχεται και η "*υπόθεση*



*ασυμμετρίας της πληροφόρησης*”. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η πληροφορία που ενδεχομένως εμπεριέχει η έκδοση νέων μετοχών μέσω της Α.Μ.Κ. μπορεί να έχει όχι μόνο θετικό αλλά και αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή των ήδη υπαρχόντων μετοχών (Υπόθεση Αρνητικών/ Θετικών Μηνυμάτων). Πιο συγκεκριμένα η υπόθεση αρνητικών μηνυμάτων, η οποία θεωρείται και επικρατέστερη, υποστηρίζει ότι η έκδοση νέων μετοχών προκαλεί πτώση στην τιμή της μετοχής, δεδομένου ότι οι επενδυτές σκεπτόμενοι ορθολογικά θεωρούν την έκδοση νέων μετοχών ως “κακό σημάδι- μήνυμα”, υποδηλώνοντας αρνητικά μηνύματα για τις εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών όσον αφορά την μετέπειτα πορεία και εξέλιξη της επιχείρησης. Αντίθετα ένας μικρότερος αριθμός ερευνητών και οικονομολόγων είναι οπαδοί της Υπόθεσης Ευνοϊκών Μηνυμάτων, η οποία υποστηρίζει ότι η έκδοση νέων μετοχών εμπεριέχει θετικό πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικά με τα επιχειρηματικά και επενδυτικά σχέδια της εταιρίας, τα κέρδη της και τις προοπτικές ανάπτυξής της. Οι υποστηρικτές της υπόθεσης αυτής τονίζουν ότι οι εταιρίες που προβαίνουν σε Α.Μ.Κ. είναι απόλυτα υγιείς, διαφορετικά δεν θα προέβαιναν στην ενέργεια αυτή, δεδομένου ότι μία Α.Μ.Κ. προκαλεί δημοσιότητα και συνεπώς επανέλεγχο των οικονομικών στοιχείων της εταιρίας από οικονομικούς αναλυτές.

### 3.1.2 Market Feedback hypothesis

Μία δεύτερη εξίσου σημαντική υπόθεση είναι η λεγόμενη “*market feedback hypothesis*”, διατυπωμένη από τους Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993), η οποία έχει μοντελοποιηθεί από τον Van Bommel (1997). Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, η αγορά είναι καλύτερα πληροφορημένη για την πραγματική αξία της επιχείρησης σε σύγκριση με την ίδια την επιχείρηση και επιπλέον μία υψηλή απόδοση της τιμής της μετοχής κατά την είσοδό της στο χρηματιστήριο εμπεριέχει την πληροφορία ότι η επιχείρηση έχει υποεκτιμήσει την οριακή απόδοση των επενδύσεων της. Αυτή τη πληροφορία χρησιμοποιεί η επιχείρηση και στην περίπτωση που είναι θετική, αυξάνει την κλίμακα των επενδύσεών της μέσω της άντλησης νέων κεφαλαίων από την Α.Μ.Κ.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι οι δύο παραπάνω υποθέσεις έρχονται σε σύγκρουση. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη signaling hypothesis, τα στελέχη των επιχειρήσεων γνωρίζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης καλύτερα από την αγορά και μεταφέρουν την πληροφορία μέσω της αρχικής υποτίμησης, ενώ σύμφωνα με τη market feedback hypothesis, η αγορά είναι καλύτερα πληροφορημένη από τα στελέχη των επιχειρήσεων και η συνολική ζήτηση θα αποκαλύψει την πληροφορία αυτή στην επιχείρηση.

### 3.1.3 Pooling hypothesis

Έτσι εμφανίζεται μία τρίτη εναλλακτική υπόθεση, η λεγόμενη “pooling hypothesis” από τους Allen, Faulhaber (1989) και Welch (1989), η οποία υποστηρίζει ότι όλες οι επιχειρήσεις αποτιμούν ομοιόμορφα την αξία τους κατά την είσοδό τους στο χρηματιστήριο και οι “υψηλής ποιότητας” επιχειρήσεις εκδίδουν νέες μετοχές μόνο και μόνο όταν η αγορά ανακαλύψει την πραγματική αξία-ποιότητα τους.

### 3.1.4 Η Υπόθεση της Αντικατάστασης της Τιμής (Substitution hypothesis)

Μία άλλη υπόθεση πάνω στην οποία έχουν στηριχθεί πολλές εμπειρικές μελέτες είναι η υπόθεση της Αντικατάστασης (*Substitution hypothesis*), η οποία υποστηρίζει ότι η έκδοση νέων μετοχών από μια επιχείρηση δεν προκαλεί καμμία απολύτως μεταβολή στην τιμή της μετοχής. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η καμπύλη ζήτησης των μετοχών της εταιρίας είναι πάντα οριζόντια, η τιμή της μετοχής δηλαδή, είναι ανεξάρτητη από το μέγεθος της ζητούμενης ποσότητας των μετοχών. Οι τιμές των μετοχών προσδιορίζονται αποκλειστικά από το μέγεθος του κινδύνου και τις αναμενόμενες αποδόσεις που συνδέονται με τις μελλοντικές χρηματικές ροές της επιχείρησης, ενώ οι μετοχές δεν είναι μοναδικές αλλά μπορούν να αντικατασταθούν άμεσα ή έμμεσα, από άλλες μετοχές με παρόμοια χαρακτηριστικά.

### 3.1.5 Η Υπόθεση Πίεσης της Τιμής (Price Pressure hypothesis)

Τέλος μια επιπλέον υπόθεση είναι η *"υπόθεση πίεσης της τιμής"*, όπου θεωρείται ότι η έκδοση νέων μετοχών ασκεί πίεση στην τιμή των ήδη διαπραγματευσίμων στο χρηματιστήριο μετοχών και συγκεκριμένα το μέγεθος της προσφοράς των νέων μετοχών είναι ανάλογο της μεταβολή που παρατηρείται στην τιμή μετοχής. Έχει παρατηρηθεί ότι μια αύξηση της προσφοράς των μετοχών, λόγω της έκδοσης νέων, έχει ως αποτέλεσμα η καμπύλη ζήτησης των μετοχών που είναι ανελαστική να παρουσιάζει έστω και προσωρινά αρνητική κλίση, δεδομένου ότι οι μετοχές κάθε εταιρίας είναι μοναδικές και αναντικατάστατες για τους επενδυτές.

## 3.2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η υποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο είναι καταγεγραμμένη από πολλές εμπειρικές μελέτες στις περισσότερες χώρες του κόσμου. Ένας μεγάλος αριθμός θεωρητικών μοντέλων έχει προταθεί για να εξηγήσει το φαινόμενο αυτό. Οι Ibbotson, Sindelar και Ritter (1988), εξετάζοντας ένα δείγμα 8.668 νεοεισαχθέντων εταιριών στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1960-1987, διαπίστωσαν ότι η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης της μετοχής μιας επιχείρησης στο χρηματιστήριο είναι μεγαλύτερη του 15% σε σχέση με την αρχική αποτίμηση της.

Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι η αρχική απόδοση μιας μετοχής κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο είναι ένας σημαντικός παράγοντας που μπορεί να προβλέψει τη μετέπειτα εξέλιξη της, για μία περίοδο 3 μηνών έως και ένα χρόνο. Συγκεκριμένα οι Affleck-Graves, Hedge και Miller (1996), εξετάζοντας ένα δείγμα 2.096 νέων μετοχών που εισήχθησαν στον NASDAQ κατά την περίοδο 1975-1991, έδειξαν πως οι έκτακτες αποδόσεις τρεις μήνες μετά την εισαγωγή των υπό εξέταση μετοχών στο χρηματιστήριο είναι θετικά συσχετισμένες με την αρχική απόδοσή τους.

Εξετάζοντας διαφορετικές κατηγορίες IPOs, οι Krigman, Shaw και Womack (1999) διαπίστωσαν ότι οι τιμές των νεοεισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών ένα χρόνο μετά από την ημερομηνία εισαγωγής των, είναι επίσης θετικά συσχετισμένες με τις αρχικές αποδόσεις των.

Σύμφωνα με την ανάλυση των M.Grinblatt και C.Y.Hwang η επιχείρηση, της οποίας οι μετοχές εισάγονται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο, θεωρείται ότι έχει καλύτερη πληροφόρηση για τις μελλοντικές χρηματικές της ροές απ' ότι οι εξωτερικοί επενδυτές. Προκειμένου να ξεπεραστεί το πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης οι επιχειρήσεις περνούν το μήνυμα της πραγματικής τους αξίας μέσω της μειωμένης προσφερόμενης τιμής και παρακρατώντας στο προσωπικό τους χαρτοφυλάκιο ένα μέρος των μετοχών από τις νεοεκδιδόμενες μετοχές. Αυτό το μοντέλο μπορεί να θεωρηθεί και ως μια γενίκευση του μοντέλου των Leland και Pyle. Σύμφωνα με τους τελευταίους το ποσοστό των μετοχών που παρακρατούν οι επιχειρήσεις κατά την είσοδό τους στο χρηματιστήριο σηματοδοτεί και τις αναμενόμενες μελλοντικές χρηματικές ροές τους.

Αυτή η τάση υποτίμησης, από μέρους των επιχειρήσεων, της αξίας των μετοχών τους κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο δεν είναι τυχαία δεδομένου ότι συνδέεται άμεσα με τις μετέπειτα αποφάσεις των επιχειρήσεων για Α.Μ.Κ.

Οι Cari Koop & Kai Li (1998) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 833 εταιριών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο και 1846 εταιριών που προέβησαν σε έκδοση νέων μετοχών, διαπίστωσαν για μία ακόμη φορά ότι οι επιχειρήσεις υποτιμούν την αξία τους κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, ενώ στις περιπτώσεις έκδοσης νέων μετοχών οι τιμές των νέων μετοχών είναι σχετικά αποτελεσματικά εκτιμημένες. Επιπρόσθετα, οι παραπάνω ερευνητές υποστηρίζουν ότι το μέγεθος της Α.Μ.Κ. στις οποίες προβαίνουν οι επιχειρήσεις, είναι θετικά συσχετισμένο με το μέγεθος, τις πωλήσεις και τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης και αρνητικά συσχετισμένο με το ύψος των χρεών της. Τέλος επισημαίνεται πως στην περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών από επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές τους ήδη διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, η υπόθεση της ασυμμετρίας των πληροφοριών δεν έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους επενδυτές.

Από τη μελέτη των A-M. Faugeron, E. Ginglinger, V. Vijayraghavan (Ιούνιος 2000) διαπιστώθηκε ότι για τις περιπτώσεις Α.Μ.Κ. εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων, δεν ισχύει η "*market feedback hypothesis*", ενώ αντιθέτως επιβεβαιώθηκε η εγκυρότητα της "*signaling hypothesis*", όπου τα στελέχη των επιχειρήσεων γνωρίζουν καλύτερα από την αγορά την πραγματική αξία της επιχείρησης. Επιπλέον παρατηρήθηκε ότι όσο αυξάνεται το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου που διαθέτει μία επιχείρηση κατά τη διαδικασία εισαγωγής της στο χρηματιστήριο, τόσο μειώνεται η υποτίμηση της αξίας της. Αντιθέτως, η υποτίμηση της αξίας της επιχείρησης αυξάνεται στην περίπτωση των επιχειρήσεων με υψηλά PERs (PER: Η αναλογία της προσφερόμενης τιμής της μετοχής κατά τη διαδικασία εισαγωγής στο χρηματιστήριο προς τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου που προηγήθηκε της εισαγωγής). Πρόκειται για αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις για τις οποίες θα μπορούσε να σκεφτεί κανείς ότι η ασυμμετρία της πληροφόρησης είναι σχετική. Περισσότερη ασυμμετρία πληροφόρησης θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη υποτίμηση.

Τέλος, οι παραπάνω ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η υποτίμηση της αξίας της επιχείρησης κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο είναι εξίσου σημαντική και για τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα παρατήρησαν ότι η υποτίμηση της αξία της επιχείρησης αυξάνεται καθώς αυξάνεται και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει η οικογένεια μιας οικογενειακής επιχείρησης πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Επιπλέον παρατήρησαν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις που διοικούνται από μία οικογένεια ή από ένα στέλεχος είναι γενικά λιγότερο εύκολο να εκτιμήσουν την αξία τους συγκριτικά με άλλες επιχειρήσεις που διοικούνται από ένα μεγαλύτερο αριθμό στελεχών.

Οι Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993) εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών γύρω από την ημερομηνία εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο και της περιόδου που προέβησαν σε Α.Μ.Κ. για να αντλήσουν κεφάλαια, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερες αποδόσεις κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο είναι πολύ πιθανό να εκδώσουν νέες μετοχές στα πρώτα τρία χρόνια που ακολουθούν από την ημερομηνία διαπραγμάτευσης των μετοχών της επιχείρησης στο χρηματιστήριο και επιπλέον αυτές οι Α.Μ.Κ. τείνουν να είναι μεγάλου μεγέθους.

Επιπλέον διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών κατά τις δύο πρώτες 20-ήμερες περιόδους που ακολουθούν την εισαγωγή των εταιριών στο χρηματιστήριο, είναι θετικά συσχετισμένες με τις πιθανότητες της Α.Μ.Κ και του μεγέθους αυτών. Ειδικά όταν οι αποδόσεις αυτές είναι σχετικά υψηλές, τότε οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε Α.Μ.Κ πιο γρήγορα συγκριτικά με εκείνες τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν χαμηλότερες αποδόσεις. Τέλος, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η θεώρηση του *“signaling hypothesis”* ως τον κύριο καθοριστικό παράγοντα για την υποτίμηση των IPOs είναι σχετικά αδύναμη.

Οι Rock (1986) και Baron (1982) μοντελοποίησαν ως ένα φαινόμενο ισορροπίας, την υποτίμηση των μετοχών τους στην οποία προβαίνουν οι επιχειρήσεις κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα στο μοντέλο του Rock οι απληροφόρητοι επενδυτές οι οποίοι λαμβάνουν μέρος στην έκδοση νέων μετοχών αντιμετωπίζουν μια αντιφατική επιλογή διότι ενδεχομένως πολλοί από τους υπόλοιπους επενδυτές να έχουν καλύτερη πληροφόρηση. Οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές δεν συμμετέχουν σε εκδόσεις νέων μετοχών όταν αυτοί πιστεύουν ότι οι τιμές τους είναι υπερτιμημένες και αφήνουν τους απληροφόρητους επενδυτές να επενδύσουν στις νέες αυτές εκδόσεις μετοχών. Παρόλο αυτά, όταν οι εκδόσεις νέων μετοχών αναμένεται να έχουν υψηλή απόδοση, οι τελευταίοι εκδηλώνουν ενδιαφέρον για ένα μεγάλο αριθμό μετοχών και παρατηρείται υπερκάλυψη της προσφοράς. Γι' αυτό το λόγο μια μετοχή θα πρέπει να προσφέρεται με έκπτωση προκειμένου οι απληροφόρητοι επενδυτές να κερδίσουν μια risk-adjusted και ration-adjusted απόδοση.

Ο Baron (1982) υποθέτει ότι η τιμή της νέας μετοχής επηρεάζεται τόσο από τη ζήτηση στην αγορά όσο και από την προσπάθεια των αναδόχων να πωλήσουν τις νεοεκδιδόμενες μετοχές. Σύμφωνα με το μοντέλο του, οι ανάδοχοι είναι καλύτερα πληροφορημένοι για τη ζήτηση στην αγορά σε σχέση με την ίδια την επιχείρηση που εκδίδει τις μετοχές, αλλά η προσπάθεια διανομής των μετοχών από τους ανάδοχους είναι μη παρατηρήσιμη. Προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος αυτός, η τιμή της νεοεκδιδόμενης μετοχής προσφέρεται κάτω από την πραγματική της αξία και ορίζεται ως η προσφερόμενη τιμή ισορροπίας όταν η ανάδοχοι καταβάλλουν τις καλύτερες προσπάθειές τους. Επιπλέον όσο πιο αβέβαιες είναι οι επιχειρήσεις για την αξιολόγηση

των μετοχών τους, τόσο μεγαλύτερη είναι η ζήτηση για τιμολόγηση των μετοχών τους από τους ανάδοχους. Παρόλο αυτά, οι ανάδοχοι έχουν κίνητρα να προτείνουν χαμηλότερη τιμή από αυτή που 'προτείνει' η αγορά, δεδομένου ότι η υποτίμηση αυτή αφενός μειώνει την προσπάθεια που οφείλουν να καταβάλλουν για την πώληση των μετοχών των επιχειρήσεων που έχουν αναλάβει και αφετέρου μειώνει την πιθανότητα να μην πουληθεί μέρος των μετοχών και να αναγκαστούν οι ίδιοι οι ανάδοχοι να το απορροφήσουν.

Στη συνέχεια παρατίθενται αξιολογες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με τις Α.Μ.Κ. στις οποίες προβαίνουν οι επιχειρήσεις μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο και τις αντιδράσεις του επενδυτικού κοινού.

Οι μελέτες στις Α.Μ.Κ. εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο, των Masulis & Korwar (1986) και των Mikkelson & Partch (1986), που επικεντρώθηκαν στις αποδόσεις των περιόδων ανακοίνωσης των προσκλήσεων για Α.Μ.Κ. και σε μακροχρόνιες αποδόσεις των μετοχών, κατέγραψαν μία μείωση των τιμών των μετοχών κατά την ημερομηνία των ανακοινώσεων.

Πιο συγκεκριμένα οι Masulis & Korwar (1986) ερεύνησαν τις μεταβολές τιμών των κοινών μετοχών που προκαλούνται από Α.Μ.Κ. τόσο για πρωτογενείς προσφορές αποκλειστικά όσο και για συνδυασμό πρωτογενών και δευτερογενών προσφορών σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης της Α.Μ.Κ.. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελούταν από αυξήσεις που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1963-1980 και πληρούσαν τα εξής κριτήρια : α) οι μετοχές των εταιριών που πραγματοποίησαν την Α.Μ.Κ. ήταν ήδη εισηγμένες στο χρηματιστήριο και η ανακοίνωση της αύξησης δημοσιεύτηκε στη Wall Street Journal, β) για την έκδοση των νέων μετοχών χρησιμοποιήθηκε ανάδοχος, ενώ δεν υπήρχε ταυτόχρονη ανακοίνωση διάθεσης προνομιούχων μετοχών, γ) εξαιρέθηκαν οι αυξήσεις με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης υπέρ των παλιών μετοχών και οι περιπτώσεις διάθεσης μετοχών στη δευτερογενή αγορά αν δεν γινόταν ταυτόχρονη διάθεση και στην πρωτογενή. Το τελικό τους δείγμα απαρτιζόταν από 1396 μετοχές.

Η μεθοδολογία τους στηρίχθηκε στη μέθοδο Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study Methodology), όπως αυτή έχει περιγραφεί από τους Brown &

Warner. Για την εύρεση των έκτακτων αποδόσεων χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς και διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματά τους απέδειξαν στατιστικά σημαντική μείωση στις τιμές των μετοχών μετά από την ανακοίνωση για Α.Μ.Κ., εξαιτίας του αρνητικού πληροφοριακού περιεχομένου που περιλαμβάνει αυτή η ανακοίνωση προς τους επενδυτές. Αξίζει να σημειωθεί ότι παρατήρησαν πως οι επιπτώσεις είναι μεγαλύτερες όταν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται σημαντικά το ποσοστό συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών, ενώ η μείωση της τιμής είναι επίσης μεγαλύτερη στις περιπτώσεις βιομηχανικών παρά στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας λόγω της μεγάλης συχνότητας Α.Μ.Κ. στις επιχειρήσεις αυτές. Επιπλέον διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν θετική συσχέτιση με τη μεταβολή της μόχλευσης. Τέλος τα συμπεράσματά τους φάνηκαν να συμμερίζονται τη θεωρία επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης (Capital structure effect)<sup>1</sup> καθώς επίσης και την υπόθεση ασυμμετρίας των πληροφοριών και μετάδοσης μηνυμάτων (Asymmetric information /Signaling hypothesis), επιβεβαιώνοντας τα αντίστοιχα ευρήματα των ερευνών των Asquith και Mullins (1986), των Myers και Majluf (1984), των Jensen και Meckling (1976) και των Hudson, Jensen και Pugh (1993).

Οι Mikkelson και Partch (1986) εξέτασαν την επίδραση που είχε η Α.Μ.Κ. στην τιμή της μετοχής τόσο για την ημέρα ανακοίνωσης (announcement day) όσο και για την ημέρα της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση (issue day) των νέων μετοχών που προήλθαν από την αύξηση αυτή. Το δείγμα τους περιελάμβανε τυχαία επιλογή των αυξήσεων που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1972-1982 από εταιρίες ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο από τις οποίες όμως εξείρεσαν τραπεζικές εταιρικές,

---

<sup>1</sup> Η Θεωρία Επίδρασης της Κεφαλαιακής διάρθρωσης (Capital Structure Effect) υποστηρίζει ότι η έκδοση νέων μετοχών προκαλεί μείωση στην τιμή της μετοχής της εταιρίας που προβαίνει σε Α.Μ.Κ.. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, στην περίπτωση που η απόδοση του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών υποχρεώσεων, η μόχλευση είναι περισσότερο ενδεδειγμένη επιλογή από τη χρηματοδότηση μέσω έκδοσης νέων μετοχών, αφού με τη χρήση της αυξάνεται η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Ο ρυθμός αύξησης των μελλοντικών εσόδων της εταιρίας αποτελεί ένα μέτρο του βαθμού κατά τον οποίο μπορούν να διερευνηθούν τα κέρδη ανά μετοχή μέσω της μόχλευσης. Επίσης ένα άλλο σημαντικό σημείο της θεωρίας αυτής είναι και το γεγονός ότι μία μη αναμενόμενη μείωση της μόχλευσης μειώνει τον κίνδυνο του χρέους της εταιρίας, αυξάνει την πιστοληπτική ικανότητα της δανειζόμενης επιχείρησης & βελτιώνει τη πιστωτική αξιολόγηση των χρεογράφων που έχουν ήδη κδοθεί από εκείνη με άμεση συνέπεια τη μεταφορά του πλούτου από τους μετόχους στους κατόχους ομολογιών.



ασφαλιστικές, χρηματοοικονομικές, μεταφορικές και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας. Η μεθοδολογία τους περιελάμβανε την εύρεση ημερήσιων έκτακτων μετοχικών αποδόσεων του δείγματος με τη βοήθεια του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) και τη χρησιμοποίηση της μεθόδου των διαστρωματικών παλινδρομήσεων. Τα αποτελέσματά τους εντόπισαν στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της μετοχής κατά την ανακοίνωση της έκδοσης κοινών μετοχών, ενώ για την ανακοίνωση της έκδοσης προνομιούχων μετοχών δεν βρίσκουν στατιστικά σημαντική μεταβολή στην τιμή. Επίσης, αναφορικά με τις κοινές μετοχές, βρίσκουν θετικές έκτακτες αποδόσεις την περίοδο μεταξύ της ανακοίνωσης και της πραγματοποίησης της έκδοσης ενώ εντόπισαν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις όταν πραγματοποιείται η εισαγωγή των νέων μετοχών. Σε σχέση με τα συμπεράσματά τους, δεν διαπίστωσαν σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής σε σχέση με το μέγεθος την αύξησης που πραγματοποιείται έτσι ώστε να αποδείξουν την υπόθεση πίεσης της τιμής (Price pressure hypothesis). Αντίθετα, συμφώνησαν με την υπόθεση ασυμμετρίας των πληροφοριών και μετάδοσης μηνυμάτων (Asymmetric information \ Signaling hypothesis) και επιβεβαίωσαν τα αντίστοιχα ευρήματα των Myers και Majful, διαπιστώνοντας ότι τα διευθυντικά στελέχη αποφασίζουν την Α.Μ.Κ. όταν εκτιμούν ότι οι μετοχές της εταιρίας που διοικούν είναι υπερτιμημένες.

Οι Hudson, Jensen και Pugh (1993) μελέτησαν ένα δείγμα 341 επιχειρήσεων, οι οποίες προέβησαν σε Α.Μ.Κ. κατά την περίοδο 1974-1989 και διαπραγματεύονταν τις μετοχές τους στα NYSE, AMEX και NASDAQ. Υπολόγισαν ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς και παρατήρησαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις κατά την ημέρα ανακοίνωσης της Α.Μ.Κ.. Επιπλέον, παρατήρησαν ότι οι ανακοινώσεις για επικείμενες Α.Μ.Κ. πραγματοποιούνταν ύστερα από αξιολογες αυξήσεις στην τιμές των ήδη διαπραγματεύσιμων μετοχών, γεγονός το οποίο μπορεί να αποτελεί ένδειξη υπερτίμησης τους. Έτσι οι παρατηρηθείσες μειώσεις στις τιμές των μετοχών, θεωρούνται αναμενόμενες σύμφωνα με την υπόθεση ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Τέλος, διεπιστώνοντας ότι το μέγεθος της έκδοσης των νέων μετοχών που προκύπτουν από τις Α.Μ.Κ. είναι ανάλογο με το μέγεθος της

μείωσης στην τιμή της μετοχής, θεώρησαν αυτό ως αποτέλεσμα της υπόθεσης της πίεσης της τιμής.

Ο Τσαγκαράκης (1993) εξέτασε την επίπτωση που έχει στην τιμή της μετοχής η Α.Μ.Κ. με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης υπέρ των παλαιών μετοχών, κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης. Το δείγμα του περιελάμβανε 59 περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης που πραγματοποίησαν την περίοδο 1981-1990 εταιρίες των οποίων οι μετοχές ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ. Η μεθοδολογία που ακολούθησε στηρίχθηκε στη μέθοδο Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study Methodology) και χρησιμοποίησε το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης (market adjusted model) προκειμένου να εντοπίσει ημερήσιες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Στα αποτελέσματά του εντόπισε στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες μετοχικές αποδόσεις για όλα τα δείγματα της εξεταζόμενης περιόδου της έρευνάς του καταλήγοντας ότι η ανακοίνωση της Α.Μ.Κ. προκαλεί αύξηση στην τιμή της μετοχής. Τα συμπεράσματά της μελέτης του ήταν συνεπή με την υπόθεση μετάδοσης των μηνυμάτων (signaling hypothesis), η ανακοίνωση δηλαδή της Α.Μ.Κ. με έκδοση νέων μετοχών αποτελεί «καλό νέο» και μεταδίδει θετικές πληροφορίες για την εταιρία προς τους επενδυτές.

Οι Παπαϊωάννου, Τραυλός και Τσαγκαράκης (1997) ερευνήσαν τις επιδράσεις στην τιμή των μετοχών από τη διανομή δωρεάν μετοχών από ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο ΧΑΑ τόσο κατά την ανακοίνωση όσο και κατά την ημέρα αποκοπής του σχετικού δικαιώματος συμμετοχής. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν περιελάμβανε 140 περιπτώσεις διανομής δωρεάν κοινών μετοχών ή κοινών και προνομιούχων που διενήργησαν εταιρίες εισηγμένες στην κύρια αγορά του ΧΑΑ την περίοδο 1981-1994. Η μεθοδολογία τους στηρίχθηκε στον έλεγχο των χρηματιστηριακών αποδόσεων χρησιμοποιώντας τη μέθοδο «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» (Event study methodology), ενώ εστάλη και ερωτηματολόγιο 32 ερωτήσεων για την περαιτέρω κατανόηση των λόγων που οι επιχειρήσεις αποφάσισαν δωρεάν διανομή μετοχών. Οι παραπάνω ερευνητές χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης (market adjusted model). Τα αποτελέσματά τους

έδειξαν ότι δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική μεταβολή στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών εταιριών που προβαίνουν σε διανομή δωρεάν μετοχών ούτε κατά την ανακοίνωσή τους ούτε και κατά αποκοπή του δικαιώματος συμμετοχής. Επίσης, δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στα κέρδη και μερίσματα ανά μετοχή, πέρα από αυτά που δικαιολογούνται από την πορεία ολόκληρης της οικονομίας, ούτε και στον όγκο συναλλαγών πέρα από αυτόν που δικαιολογείται από τη γενικότερη πορεία του χρηματιστηρίου. Τα συμπεράσματα της έρευνας αυτής κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι διανομές δωρεάν μετοχών στην Ελλάδα δεν εμπεριέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο, αφού επιβάλλονται κατά κύριο λόγο από τον Νόμο και επιπλέον επιβεβαιώθηκε για μία ακόμη φορά η χρηματοοικονομική θεωρία της υπόθεσης της Αντικατάστασης (Substitution hypothesis), σύμφωνα με την οποία η διανομή δωρεάν μετοχών δεν προκαλεί καμία απολύτως μεταβολή στην τιμή της μετοχής.

Οι Asquith & Mullins (1986), μελέτησαν ένα δείγμα 531 περιπτώσεων Α.Μ.Κ. που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1963-1981 και υπολόγισαν ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις, ενώ παράλληλα εφάρμοσαν διαστρωματικές παλινδρομήσεις για τη διερεύνηση της επίδρασης ορισμένων μεταβλητών στις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών. Από την έρευνά τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ανακοινώσεις για Α.Μ.Κ. προκαλούν σημαντικές μειώσεις στις τιμές των ήδη διαπραγματεύσιμων μετοχών, οι οποίες μάλιστα είναι και ανάλογες των μεγεθών των εκδόσεων των νέων μετοχών. Τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης τους συμφωνούν απόλυτα με την υπόθεση ασυμμετρίας της πληροφόρησης και την υπόθεση πίεσης της τιμής.

Οι Grinblatt, Masulis και Titman (1984) μελέτησαν την επίδραση στην τιμή της μετοχής κατά την ανακοίνωση διανομής δωρεάν μετοχών. Το δείγμα περιελάμβανε ανακοινώσεις σχετικές με διανομή δωρεάν μετοχών στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1967-1976, οι οποίες δεν περιελάμβαναν ανακοινώσεις και άλλων επιχειρηματικών αποφάσεων. Αναλύοντας τις χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων που προέβησαν σε Α.Μ.Κ. με διανομή δωρεάν μετοχών εντόπισαν στατιστικά σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση της διανομής δωρεάν μετοχών. Τα ευρήματά τους αυτά τα απέδωσαν στο πληροφοριακό περιεχόμενο, αναφορικά με την αναμενόμενη πορεία της επιχείρησης που προσδίδουν

οι επενδυτές στις διανομές δωρεάν μετοχών. Οι Grinblatt, Masulis και Titman επισήμαναν ότι οι επιχειρήσεις που αναμένουν χαμηλή μελλοντική κερδοφορία αποφεύγουν διανομές δωρεάν μετοχών, γιατί δεν θέλουν να θέσουν σε κίνδυνο την δυνατότητά τους για πληρωμή μελλοντικών μερισμάτων. Συνεπώς, μόνο οι οικονομικά υγιείς επιχειρήσεις μπορούν να διανέμουν δωρεάν μετοχές, γεγονός που προσδίδει στις σχετικές ανακοινώσεις το θετικό πληροφοριακό περιεχόμενο (signal).

Οι McNicols και Dravid (1990) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων διανομής δωρεάν μετοχών, επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον τους στον ρόλο που διαδραματίζει η επιλογή ενός συγκεκριμένου ποσοστού δωρεάν μετοχών ως μέσο σήμανσης της πραγματικής αξίας της μετοχής. Η βασική υπόθεση στην οποία θεμελιώθηκε η ερευνητική τους μεθοδολογία, ήταν πως η διοίκηση της επιχείρησης επιθυμούσε η τιμή της μετοχής να κυμαίνονταν σε κάποια "λογική" περιοχή. Τα εμπειρικά τους ευρήματα αποκάλυψαν θετική μεν σχέση ανάμεσα στο ποσοστό διανομής δωρεάν μετοχών και στην προ της διανομής τιμή της μετοχής, αρνητική δε σχέση με τη χρηματιστηριακή αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Η πρώτη σχέση είναι συνεπής με την υπόθεση πως οι επιχειρήσεις προτιμούν κάποια "λογική" περιοχή χρηματιστηριακών τιμών, ενώ η δεύτερη σχέση είναι συμβατή με την άποψη πως οι "λογικές" τιμές είναι μεγαλύτερες στις πιο μεγάλες επιχειρήσεις, όπως επίσης τεκμηριώνεται από και από τους Stoll και Whaley (1983).

Οι εμπειρικές μελέτες των Foster & Vickrey (1978) και Woolridge (1983) κατέληξαν σε στατιστικά σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση επικείμενης διανομής δωρεάν μετοχών, αποδίδοντας τα ευρήματα αυτά στο πληροφοριακό περιεχόμενο των σχετικών ανακοινώσεων.

Επιπρόσθετα, έχει αποδειχθεί εμπειρικά στο παρελθόν ότι και η φορολογία επιδρά σημαντικά στις αποφάσεις των επιχειρήσεων για Α.Μ.Κ.. Συγκεκριμένα υποστηρίζεται ότι η έκδοση νέων μετοχών έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης που πραγματοποιεί την έκδοση, λόγω του ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να εκπέσουν τους τόκους των δανειακών χρεογράφων από το φορολογητέο εισόδημα. Από την άλλη πλευρά υποστηρίζεται ότι η φορολογία έχει ουδέτερη επίδραση στις αποφάσεις των επιχειρήσεων να προβούν σε Α.Μ.Κ., λόγω του ότι τα

φορολογικά οφέλη της επιχείρησης αντισταθμίζονται από τις επιπλέον φορολογικές υποχρεώσεις των πιστωτών.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 1 παρουσιάζονται συνοπτικά οι εμπειρικές μελέτες και τα συμπεράσματα που παρουσιάστηκαν αναλυτικά παραπάνω.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

## ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

| ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ                             | ΓΕΓΟΝΟΣ                                | ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑ                                                                 | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ibbotson, Sindelar και Ritter (1988), | Ημερομηνία εισαγωγής στο χρηματιστήριο | Δείγμα 8.668 νεοεισαχθέντων εταιριών στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1960-1987, | Η μέση απόδοση της πρώτης μέρας διαπραγματεύσεως της μετοχής μιας επιχείρησης στο χρηματιστήριο είναι μεγαλύτερη του 15% σε σχέση με την αρχική αποτίμηση της.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Affleck-Graves, Hedge & Miller (1996) | Ημερομηνία εισαγωγής στο χρηματιστήριο | Δείγμα 2.096 νέων μετοχών που εισήχθησαν στον NASDAQ κατά την περίοδο 1975-1991    | Οι έκτακτες αποδόσεις Τρεις μήνες μετά την εισαγωγή των υπό εξέταση μετοχών στο χρηματιστήριο είναι θετικά συσχετισμένες με την αρχική απόδοσή τους.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Οι M.Grインblatt & C.Y. Hwang (1989)    | Ημερομηνία εισαγωγής στο χρηματιστήριο | Δείγμα 985 νεοεισαχθέντων στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1983-1988             | Οι επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές εισάγονται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο, θεωρείται ότι έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τις μελλοντικές χρηματικές τους ροές απ' ότι οι εξωτερικοί επενδυτές. Προκειμένου να ξεπεραστεί το πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης οι επιχειρήσεις περνούν το μήνυμά της πραγματικής τους αξίας μέσω της μειωμένης προσφερόμενης τιμής και παρακρατώντας στο προσωπικό τους χαρτοφυλάκιο ένα μέρος των μετοχών από τις νεοεκδιόμενες μετοχές. |

| ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ                                       | ΤΡΟΠΟΣ Α.Μ.Κ.                          | ΓΕΓΟΝΟΣ                | ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑ                                                                                                                                                            | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ΑΠΟΔΟΧΗ/ ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ                                                                                        |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Cari Koop & Kai Li (1998)                       | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering) | Ημερομηνία ανακοίνωσης | Δείγμα 833 εταιριών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο και 1846 εταιριών που προέβησαν σε Α.Μ.Κ.                                                                                | Οι επιχειρήσεις υποτιμούν την αξία τους κατά την είσοδο τους στο χρηματιστήριο, ενώ στις περιπτώσεις έκδοσης νέων μετοχών οι τιμές των νέων μετοχών είναι πιο αποτελεσματικά εκτιμημένες<br>Το μέγεθος της Α.Μ.Κ. είναι θετικά συσχετισμένο με το μέγεθος, τις πωλήσεις και τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης και αρνητικά συσχετισμένο με το ύψος των χρεών της επιχείρησης. | Απόρριψη της υπόθεσης της ασυμμετρίας της πληροφοροφορίας.                                                         |
| A-M Faugeron G. Ginglinger Vijayraghavan (2000) | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering) | Ημερομηνία ανακοίνωσης | Δείγμα 288 εταιριών στη Γαλλία (αναπτυσσόμενες εταιρίες με λιγότερο αυστηρά κριτήρια εισαγωγής στο χρηματιστήριο) που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1983-1994 | Οι managers των επιχειρήσεων γνωρίζουν καλύτερα από την αγορά την πραγματική αξία της επιχείρησης.<br>Όσο αυξάνεται το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου που διαθέτει μια επιχείρηση κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, τόσο μειώνεται η αρχική υποτίμηση της αξίας της.                                                                                                   | Αποδοχή της Υπόθεσης μετάδοσης των μηνυμάτων (signaling hypothesis) και απόρριψη της "market feedback hypothesis". |

| ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ                            | ΤΡΟΠΟΣ Α.Μ.Κ.                          | ΓΕΓΟΝΟΣ                                         | ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑ                                                                                        | ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ                                                                                                                                             | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ                                                                                                                                                                                                            | ΑΠΟΔΟΧΗ/ ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ                                                      |
|--------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mikkelsen &amp; Partch (1986)</b> | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering) | Ημερομηνία ανακοίνωσης και ημερομηνία εισαγωγής | Τυχαίο δείγμα από Α.Μ.Κ. 360 βιομηχανικών επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν γ κατά την περίοδο 1972-1982 | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ με τη χρησιμοποίηση του (CAPM) & διαστρωματικές παλινδρομήσεις                                                                      | Μείωση της τιμής κατά την ανακοίνωση έκδοσης των νέων μετοχών. Θετικές ΕΑ για κοινές μετοχές μεταξύ ανακοίνωσης και έκδοσης των νέων μετοχών. Αρνητικές ΕΑ μετά τη εισαγωγή. Ανυπαρξία συσχέτισης μεταξύ ΕΑ και μεγέθους Α.Μ.Κ. | Αποδοχή της Υπόθεσης της ασυμμετρίας και απόρριψη της υπόθεσης πίεσης της τιμής. |
| <b>Τσαγκαράκης (1993)</b>            | Α.Μ.Κ. με δικαιώματα προτίμησης        | Ημερομηνία ανακοίνωσης                          |                                                                                                           | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ σύμφωνα με το Υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης & Χρησιμοποίηση της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων | Στατιστικά σημαντικές θετικές ΕΑ για το υπό εξέταση δείγμα.                                                                                                                                                                     | Αποδοχή της Υπόθεσης μετάδοσης των μηνυμάτων (signaling hypothesis)              |



| ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ                                 | ΤΡΟΠΟΣ Α.Μ.Κ.                                                                         | ΓΕΓΟΝΟΣ                                        | ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑ                                                                                                      | ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ                                                                                                                                                                         | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ                                                                                                                                     | ΑΠΟΔΟΧΗ/ ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ                                                                                                                                               |
|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Masulis & Korwar (1986)                   | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering) και Δευτερογενής προσφορά (Secondary Offering) | Ημερομηνία ανακοίνωσης                         | Δείγμα 1396 εταιριών που προέβησαν σε Α.Μ.Κ. κατά την περίοδο 1963-1980                                                 | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ με τη χρησιμοποίηση του Υποδείγματος Αγοράς & Διαστρωματικές αναλύσεις. Χρησιμοποίηση της μεθόδου Ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (Event study methodology). | Στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής των μετοχών με την ανακοίνωση για Α.Μ.Κ.. Θετική συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών με τη μεταβολή της μόχλευσης. | Αποδοχή της υπόθεσης αυξημένων των πληροφοριών και μετάδοσης μηνυμάτων (Asymmetric information /Signaling hypothesis) και αποδοχή της Θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης. |
| Παπαϊωάννου, Τραυλός & Τσαγκαράκης (1997) | Α.Μ.Κ. με διανομή Δορεάν μετοχών.                                                     | Ημερομηνία ανακοίνωσης και ημερομηνία αποκοπής | Δείγμα 140 εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών που προέβησαν σε Α.Μ.Κ. με διανομή δορεάν μετοχών, κατά την περίοδο 1981-1994 | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ με τη χρησιμοποίηση του Υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης. Χρησιμοποίηση της μεθόδου Ανάλυσης Επιχειρηματικών γεγονότων          | Δεν παρατηρήθηκαν στατιστικά σημαντικές ΕΑ, τόσο για την ανακοίνωση, όσο και για την αποκοπή.                                                            | Αποδοχή της υπόθεσης της αντικατάστασης (Substitution hypothesis)                                                                                                         |

| ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ                          | ΤΡΟΠΟΣ Α.Μ.Κ.                                                                         | ΓΕΓΟΝΟΣ                | ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑ                                                                                                   | ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ                                                     | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ                                                                                                                             | ΑΠΟΔΟΧΗ/ ΑΠΟΡΡΙΨΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ                                               |
|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| Hudson, Jensen & Pugh (1993)       | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering)                                                | Ημερομηνία ανακοίνωσης | Δείγμα 341 εταιριών που προέβησαν σε Α.Μ.Κ. κατά την περίοδο 1974-1989                                               | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ με τη χρησιμοποίηση του Υποδείγματος Αγοράς | Στατιστικά σημαντικές αρνητικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση. Η μείωση στις τιμές των μετοχών είναι ανάλογη με το μέγεθος της έκδοσης. | Αποδοχή της υπόθεσης ασυμμετρίας της πληροφορόρησης και πίεσης της τιμής. |
| Asquith & Mullins (1985)           | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering) και δευτερογενής προσφορά (Secondary Offering) | Ημερομηνία ανακοίνωσης | Δείγμα 531 εταιριών που προέβησαν σε Α.Μ.Κ. κατά την περίοδο 1963-1981                                               | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ και διασφραγιστικές πλανόδρομήσεις          | Στατιστικά σημαντικές αρνητικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση.                                                                          | Αποδοχή της υπόθεσης ασυμμετρίας της πληροφορόρησης και πίεσης της τιμής. |
| Grinblatt, Masulis & Titman (1984) | Πρωτογενής προσφορά (Primary Offering)                                                | Ημερομηνία ανακοίνωσης | Το δείγμα περιελάμβανε 'καθαρές' ανακοινώσεις σχετικάς με διανομή δωρεάν μετοχών στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1967-1976 | Εύρεση ημερήσιων ΕΑ με                                          | Στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση                                                                             | Αποδοχή της υπόθεσης μετάδοσης μηνυμάτων.                                 |

| ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ                                                 | ΤΡΟΠΟΣ<br>Α.Μ.Κ.                                | ΓΕΓΟΝΟΣ                                                                                 | ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ<br>ΔΕΙΓΜΑ                                                                                                                                                                                                 | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Jegadeesh<br/>Weinstein<br/>&amp; Welch<br/>(1993)</b> | Πρωτογενής<br>προσφορά<br>(Primary<br>Offering) | Ημερομηνία<br>εισαγωγής στο<br>χρηματιστήριο<br>και ημερομηνία<br>ανακοίνωσης<br>Α.Μ.Κ. | Δείγμα 1985 επιχειρήσεων<br>που εισήχθησαν στο<br>χρηματιστήριο κατά την<br>περίοδο 1980-1986 και τα<br>οποία πρόβησαν σε<br>Α.Μ.Κ. στα πρώτα τρία<br>χρόνια που ακολούθησαν<br>την εισοδό τους στο<br>χρηματιστήριο. | Οι επιχειρήσεις με υψηλότερες αποδόσεις κατά την<br>εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο είναι πολύ πιθανό να<br>εκδώσουν νέες μετοχές στα πρώτα τρία χρόνια που<br>ακολουθούν από την ημερομηνία διαπραγμάτευσης των<br>μετοχών της επιχείρησης στο χρηματιστήριο και<br>επιπλέον αυτές οι Α.Μ.Κ. τείνουν να είναι μεγαλύτερο<br>μέγεθος.<br><br>Οι αποδόσεις των μετοχών κατά τις δύο πρώτες 20-<br>ήμερες περιόδους που ακολουθούν την εισαγωγή των<br>εταιριών στο χρηματιστήριο είναι θετικά συσχετισμένες<br>με τις πιθανότητες των Α.Μ.Κ. και του μεγέθους αυτών. |

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

## **ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Πανεπιστήμιο Περραιώς

## 4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το αρχικό δείγμα της παρούσας μελέτης αποτελείται από όλες τις εταιρίες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1/1/1990 – 31/12/1998 και οι οποίες προέβησαν σε Α.Μ.Κ μέσα στα πρώτα τέσσερα χρόνια που ακολούθησαν από την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Ως τελευταία ημερομηνία για τη μελέτη της Α' Α.Μ.Κ. εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α. χρησιμοποιήθηκε η 30η Ιουνίου 1999. Μερικές από τις επιχειρήσεις αυτές προέβησαν σε Α.Μ.Κ. περισσότερο από μία φορά κατά την περίοδο μελέτης της παρούσας διατριβής. Αυτό που λαμβάνεται υπόψη στη παρούσα μελέτη είναι η πρώτη Α.Μ.Κ. ανεξάρτητα από το αν είναι με καταβολή μετρητών ή με διανομή δωρεάν μετοχών. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι επειδή εξετάζονται μόνο περιπτώσεις "καθαρών" Α.Μ.Κ., εξαιρούνται οι επιχειρήσεις που προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ. μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α., ταυτόχρονα με μετρητά και με διανομή δωρεάν μετοχών ή έκδοση ομολογιακού δανείου. Πηγές των στοιχείων της έρευνας είναι οι εκδόσεις του Χ.Α.Α. (1998-9), ο ημερήσιος οικονομικός τύπος (1990-1999), η βάση δεδομένων του Χ.Α.Α., η βάση δεδομένων Effect Finance καθώς και η βάση δεδομένων Reuters 2000.

Η ημερομηνία ανακοίνωσης που ερευνάται είναι η πρώτη μέρα που η ανακοίνωση σχετικά με την Α.Μ.Κ. εμφανίζεται στον ημερήσιο τύπο. Σαν τέτοια θεωρείται 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 καθώς και με ποιο τρόπο.

Κατά την Α.Μ.Κ. διακρίνονται οι ακόλουθες τέσσερις σημαντικές ημερομηνίες:

- 1<sup>η</sup> Ημερομηνία:** Η ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ., στην οποία προτείνεται η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και αποφασίζεται να καλεστεί η Γ.Σ. για να εγκρίνει την αύξηση.
- 2<sup>η</sup> Ημερομηνία:** Η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης που καλεί τους μετόχους σε Γ.Σ. με θέμα την παραπάνω αύξηση. Η πρόσκληση ενημερώνει τους επενδυτές για την πρόθεση της επιχείρησης και παρέχει πληροφορίες για την αύξηση και την ημερομηνία συνεδρίασης της Γ.Σ..

**3<sup>η</sup> Ημερομηνία:** Η ημερομηνία στην οποία πραγματοποιείται η προγραμματισμένη Γ.Σ. των μετόχων και στην οποία αποφασίζεται η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή όχι.

**4<sup>η</sup> Ημερομηνία:** Η ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος συμμετοχής των μετόχων στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

**Παρατήρηση:** Η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. των μετόχων στον ημερήσιο τύπο προηγείται της ημερομηνίας συνεδρίασης τουλάχιστον -είκοσι (20) ημέρες αν πρόκειται για Τακτική Γενική Συνέλευση και -δέκα (10) ημέρες αν πρόκειται για Έκτακτη Γενική Συνέλευση.

Στην παρούσα μελέτη θα αποτελέσει αντικείμενο ανάλυσης η ημερομηνία ανακοίνωσης-δημοσίευσης της πρόσκλησης στην οποία καλούνται οι μέτοχοι της εταιρίας σε Γ.Σ. προκειμένου να συζητήσουν την ενδεχόμενη Α.Μ.Κ.. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης, είναι η ημερομηνία που το επενδυτικό κοινό πληροφορείται τη διάθεση της επιχείρησης να προβεί σε Α.Μ.Κ. και γι' αυτό εξετάζεται ως η ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης στον τύπο. Συγκεκριμένα οι ημερομηνίες ανακοίνωσης που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα μελέτη, προέκυψαν από τον έλεγχο του ημερήσιου τύπου, οι οποίες και διασταυρώθηκαν με τα επίσημα αρχεία των υπό εξέταση επιχειρήσεων που τηρούνται στο Χ.Α.Α..

Για την περίοδο που διενεργούμε την εμπειρική μελέτη και σύμφωνα με τα κριτήρια που έχουμε θέσει, πραγματοποιήθηκαν συνολικά 113 Α.Μ.Κ.. Από τον παραπάνω δειγματικό χώρο της παρούσας μελέτης, εξαιρούνται συνολικά είκοσι (23) περιπτώσεις Α.Μ.Κ., εκ των οποίων οι δεκατέσσερις (14) αφορούσαν Α.Μ.Κ. με ταυτόχρονη καταβολή μετρητών και διανομή δωρεάν μετοχών ή έκδοση ομολογιακού δανείου, ενώ για έξι (6) άλλες δεν βρέθηκαν επαρκή στατιστικά στοιχεία για την περαιτέρω ανάλυσή τους. Τέλος τρεις (3) ακόμη περιπτώσεις Α.Μ.Κ. εξαιρούνται, επειδή οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις έχουν προβήσαν σε συγχωνεύσεις με άλλες επιχειρήσεις, οπότε οι προσαρμοσμένες τιμές των μετοχών τους δεν είναι κατάλληλες για περαιτέρω επεξεργασία.

Έτσι το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 90 περιπτώσεις Α΄ Α.Μ.Κ. στις οποίες προέβησαν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες στα πρώτα τέσσερα χρόνια της διαπραγμάτευσης των μετοχών τους στο χρηματιστήριο, με έναν όμως και μοναδικό τρόπο (με καταβολή μετρητών /ή με διανομή δωρεάν μετοχών).

Ο ΠΙΝΑΚΑΣ 2 παρουσιάζει την κατανομή ενενήντα (90) περιπτώσεων Α.Μ.Κ. κατά το έτος που πραγματοποιήθηκαν, για την υπό εξέταση περίοδο, και οι οποίες αποτελούν το αντικείμενο μελέτης της παρούσας διατριβής. Στον πίνακα αυτό γίνεται διάκριση των Α.Μ.Κ., όχι μόνο κατά τον τρόπο που πραγματοποιήθηκαν(με μετρητά/ ή με διανομή δωρεάν μετοχών), αλλά και σύμφωνα με την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι συγκεκριμένες μετοχές στο Χ.Α.Α. (Κύρια/ Παράλληλη). Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι εκτός από τις δύο προαναφερθείσες αγορές του Χ.Α.Α., μία τρίτη αγορά έκανε πρόσφατα την εμφάνισή της στο ελληνικό χρηματιστήριο. Πρόκειται για τη Ν.Ε.Χ.Α. (Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά) , η οποία αναλύεται περισσότερο στο παράρτημα της παρούσας διατριβής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

|                                                     | ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ                                                                                                    | ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ                                                                                                | ΣΥΝΟΛΟ |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΒΗΣΑΝ<br>ΣΤΗΝ Α΄ Α.Μ.Κ. ΜΕ ΜΕΤΡΗΤΑ | 31<br>1 <sup>ο</sup> χρόνο:12<br>2 <sup>ο</sup> χρόνο: 9<br>3 <sup>ο</sup> χρόνο: 4<br>4 <sup>ο</sup> χρόνο: 6 | 6<br>1 <sup>ο</sup> χρόνο:1<br>2 <sup>ο</sup> χρόνο: 2<br>3 <sup>ο</sup> χρόνο: 2<br>4 <sup>ο</sup> χρόνο: 1   | 37     |
| ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΒΗΣΑΝ<br>ΣΤΗΝ Α Α.Μ.Κ. ΜΕ ΔΩΡΕΑΝ   | 29<br>1 <sup>ο</sup> χρόνο: 8<br>2 <sup>ο</sup> χρόνο:12<br>3 <sup>ο</sup> χρόνο: 2<br>4 <sup>ο</sup> χρόνο: 7 | 24<br>1 <sup>ο</sup> χρόνο:12<br>2 <sup>ο</sup> χρόνο: 4<br>3 <sup>ο</sup> χρόνο: 3<br>4 <sup>ο</sup> χρόνο: 5 | 53     |
| ΣΥΝΟΛΟ                                              | 60                                                                                                             | 30                                                                                                             | 90     |

Προκειμένου να καταλήξουμε σε χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με το κατά πόσο επηρεάζονται οι τιμές των διαπραγματεύσεων μετοχών στο χρηματιστήριο από τις ανακοινώσεις για Α.Μ.Κ., θα διερευνηθούν και θα ελεγχθούν στατιστικά οι παρακάτω υποθέσεις :

$H_0 : EA = 0$  - (Μηδενική ή Βασική υπόθεση)

$H_1 : EA \neq 0$  - (Εναλλακτική υπόθεση)

Όπου:

EA: είναι η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση του δείγματος κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της Α.Μ.Κ.

## 4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ (EVENT STUDY METHODOLOGY)

Οι ερευνητικές υποθέσεις της παρούσας μελέτης σχετικά με τις Α.Μ.Κ. στις οποίες προβαίνουν οι επιχειρήσεις μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, μπορούν να ελεγχθούν με την ανάλυση κυρίως των χρηματιστηριακών αποδόσεων, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο "Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων" (Event Study Methodology), όπως περιγράφεται από τους Brown & Warner (1980,1985). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην επίδραση που έχουν διάφορα επιχειρηματικά γεγονότα που αφορούν την εταιρία στην τιμή της μετοχής της.

Συγκεκριμένα στη παρούσα μελέτη θα ελεγχθεί αν οι χρηματιστηριακές αποδόσεις μεταβάλλονται στατιστικά σημαντικά, κατά την ανακοίνωση των Α.Μ.Κ. για τα δύο δείγματα που περιγράφησαν παραπάνω. Ορίζοντας σε πρώτο στάδιο την περίοδο μελέτης των επιχειρηματικών γεγονότων, ιδιαίτερη βαρύτητα δίνεται στην ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόσκλησης ( $t=0$ ). Όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος ανάλυσης των επιχειρηματικών γεγονότων, τόσο καλύτερα μπορούν να αποτυπωθούν οι επιδράσεις αυτών στην τιμή της μετοχής, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν προβλήματα λόγω του μεγάλου όγκου δεδομένων. Για τον λόγο αυτό στη παρούσα μελέτη θα χρησιμοποιηθεί μία περίοδος 150 ημερών, ορίζοντας από -140 έως -50 την περίοδο ελέγχου και από -49 έως +10 την περίοδο ανάλυσης του επιχειρηματικού γεγονότος που μας ενδιαφέρει με δεδομένη την ημερομηνία ανακοίνωσης ( $t=0$ ). Γίνεται χρήση



του υποδείγματος της "προσαρμοσμένης-με το δείκτη της αγοράς- απόδοσης" (market adjusted model) για τον υπολογισμό της Έκτακτης Απόδοσης  $EA_{it}$  (Abnormal Return) της μετοχής  $i$  την ημέρα  $\tau$  και συμβολίζεται :

$$EA_{it} = A_{it} - A_{at}$$

Όπου:

$A_{it}$  :είναι η πραγματοποιηθείσα χρηματιστηριακή απόδοση της μετοχής  $i$  κατά την ημέρα  $\tau$

$A_{at}$  :είναι η χρηματιστηριακή απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα  $\tau$ , που θεωρείται ως η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής.<sup>1</sup>

Δηλαδή, κάθε απόκλιση από την αναμενόμενη απόδοση είναι έκτακτη. Ο δείκτης που χρησιμοποιείται για την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς είναι ο δείκτης του Χ.Α.Α..

Στη συνέχεια υπολογίζεται η Μέση Έκτακτη Απόδοση  $MEA_{\tau}$  (Average Abnormal Return) για την περίοδο -49 έως +10 για κάθε μετοχή, ως εξής:

$$MEA_{\tau} = \frac{\sum_{i=1}^N (EA_{i\tau})}{N}$$

Όπου,

$N$  : είναι ο αριθμός των υπό εξέταση Α.Μ.Κ. του δείγματος τη συγκεκριμένη ημέρα  $\tau = -49, -48, -47, \dots, 0, \dots, +10$

Με αυτόν τον τρόπο εξουδετερώνονται πιθανές επιδράσεις άλλων επιχειρηματικών γεγονότων που δεν έχουν σχέση με τις δημοσιεύσεις των Α.Μ.Κ., αλλά συνέβησαν τη χρονική περίοδο μελέτης μας για τις υπό εξέταση επιχειρήσεις.

<sup>1</sup> Η επιλογή του υποδείγματος "προσαρμοσμένης-με το δείκτη αγοράς-απόδοσης", αντί του υποδείγματος αγοράς, οφείλεται στα προβλήματα υπολογισμού του συντελεστή  $\beta$  σε αγορές με μικρό βάθος, όπως είναι το Χ.Α.Α. (Παπαϊωάννου & Φιλιππάτος, 1982).

Στη συνέχεια υπολογίζουμε τις Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις ΑΜΕΑ (Cumulative Abnormal Returns) για τις ημέρες  $\tau_1$  έως  $\tau_2$  κατά την περίοδο του επιχειρηματικού γεγονότος, ως εξής:

$$(AMEA_{\tau_1, \tau_2}) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} (MEA_{\tau})$$

Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις ( $MEA_{\tau}$ ) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις ( $AMEA_{\tau}$ ) είναι ίσες με το μηδέν πραγματοποιείται, αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών  $t$  του student (t-statistics).<sup>2</sup>

$$\text{Στατιστικός } t(MEA) = MEA_{\tau} / S(EA_{\tau})$$

$$\text{Στατιστικός } t(AMEA) = AMEA_{\tau} / (T S(MEA_{\tau}))$$

Όπου:  $S(MEA_{\tau})$  είναι η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 90 ημέρες από την περίοδο  $\tau = -140$  έως την περίοδο  $\tau = -49$  σε σχέση με την ημερομηνία της ανακοίνωσης  $\tau = 0$ .

$T = \tau_2 - \tau_1 + 1$ : όπου  $\tau_1$  είναι η πρώτη μέρα της περιόδου που υπολογίζονται οι ΑΜΕΑ και  $\tau_2$  η τελευταία ημέρα.

<sup>2</sup> Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις ακόμη και αν υπολογίστηκαν ότι είναι διάφορες του μηδενός μπορεί, στατιστικά, να είναι ισοδύναμες με μηδέν. Με το στατιστικό έλεγχο διαπιστώνουμε σε ποιο επίπεδο σημαντικότητας οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι διάφορες του μηδενός.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

## **ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ**

Από την εφαρμογή της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (Event Study Methodology) στα δύο δείγματα που περιγράφηκαν στο κεφάλαιο 3, προκύπτει ο ΠΙΝΑΚΑΣ 3, ο οποίος αναφέρεται σε 37 περιπτώσεις Α.Μ.Κ. με καταβολή μετρητών που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 1990-1999 και ο ΠΙΝΑΚΑΣ 4, ο οποίος αναφέρεται σε 53 περιπτώσεις Α.Μ.Κ. με διανομή δωρεάν μετοχών που πραγματοποιήθηκαν την ίδια περίοδο. Οι ΠΙΝΑΚΕΣ 3,4 παρατίθενται στο τέλος του παρόντος κεφαλαίου.

Τα αποτελέσματα των ΠΙΝΑΚΩΝ 3,4 αφορούν μία περίοδο δέκα ημερών πριν και δέκα ημερών μετά την ημερομηνία δημοσίευσης των προσκλήσεων τους στον τύπο για Α.Μ.Κ.. Στην πρώτη στήλη αναγράφονται οι ημέρες από  $-10$  έως  $+10$ , με δεδομένη την ημερομηνία ανακοίνωσης ( $\tau = 0$ ). Στη δεύτερη στήλη αναγράφεται ο συνολικός αριθμός των υπό εξέταση περιπτώσεων Α.Μ.Κ. του κάθε δείγματος ( $N=37/ N=53$ ). Η τρίτη και η τέταρτη στήλη παρουσιάζουν αντίστοιχα τις θετικές και αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις της κάθε περιόδου. Η πέμπτη στήλη παρουσιάζει τις αντίστοιχες μέσες έκτακτες αποδόσεις [ΜΕΑ] και η έκτη στήλη το t-statistic των ΜΕΑ [ $t(\text{ΜΕΑ})$ ], με τη βοήθεια του οποίου γίνεται έλεγχος αν οι αντίστοιχες μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι σε στατιστικά σημαντικό επίπεδο διάφορες του μηδενός, δηλαδή αν μπορεί γίνει δεκτή ή όχι η μηδενική υπόθεση. Τέλος στο κάτω μέρος των πινάκων παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις δύο ημερών [ΑΜΕΑ(-1,0)], έξι ημερών [ΑΜΕΑ(-5,0)] και έντεκα ημερών [ΑΜΕΑ(-10,0)] και τα αντίστοιχα t-statistics.

## 5.1. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ Α.Μ.Κ. ΜΟΝΟ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

Ο ΠΙΝΑΚΑΣ 3 απεικονίζει την επίδραση στις τιμές των 37 μετοχών του δείγματος από την ανακοίνωση για Α.Μ.Κ. με καταβολή μετρητών. Συγκεκριμένα παρατηρείται αρνητική μέση έκτακτη απόδοση ( $-0,15\%$ ) την περίοδο  $-1$ , η οποία δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t = -0,365$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας  $0,01$ , ενώ και για την περίοδο  $0$ , η μέση έκτακτη απόδοση ( $0,22\%$ ) δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t =$

0,538) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Τέλος, για την περίοδο +1, παρατηρείται θετική μέση έκτακτη απόδοση (0,85%), η οποία δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 2,060$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπρόσθετα, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών (0,07%) δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 0,122$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, όπως και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των έξι ημερών (0,80%) δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 0,787$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 καθώς και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των έντεκα ημερών (1,92%) δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 1,394$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

## 5.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ Α.Μ.Κ. ΜΟΝΟ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ο ΠΙΝΑΚΑΣ 4 απεικονίζει την επίδραση στις τιμές των 53 μετοχών του δείγματος από την ανακοίνωση για Α.Μ.Κ. με διανομή δωρεάν μετοχών. Συγκεκριμένα παρατηρείται θετική μέση έκτακτη απόδοση (0,57%) την περίοδο - 1, η οποία δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 1,269$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Αντιθέτως, για την περίοδο 0, η μέση έκτακτη απόδοση (1,76 %) είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 3,926$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, ενώ για την περίοδο +1, η μέση έκτακτη απόδοση (1,11%) δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 2,47$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπρόσθετα, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των δύο ημερών (2,33%) είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 3,673$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, όπως και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των έξι ημερών (4,77%) είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 4,349$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Ομοίως η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των έντεκα ημερών (8,71%) είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 5,857$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι για την περίοδο +1, η μέση έκτακτη απόδοση (1,11%) είναι στατιστικά σημαντική ( $t= 2,47$ ) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΑΡΙΘΜΟΣ ΘΕΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ, ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΜΕΑ), ΤΟ t-statistic ΤΩΝ ΜΕΑ ΓΙΑ ΜΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΠΡΟΣΚΛΗΣΕΩΝ ΓΙΑ Α.Μ.Κ. ΜΟΝΟ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΜΕΤΑ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΟΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 2, 6 ΚΑΙ 11 ΗΜΕΡΩΝ. (ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-1999)

| ΠΕΡΙΟΔΟΣ | N  | ΘΕΤΙΚΑ | ΑΡΝΗΤΙΚΑ | ΜΕΑ       | t(ΜΕΑ)       |
|----------|----|--------|----------|-----------|--------------|
| -10      | 37 | 12     | 25       | -0.006434 | -1.550977    |
| -9       | 37 | 22     | 15       | 0.001548  | 0.373209     |
| -8       | 37 | 15     | 22       | -0.001417 | -0.341490    |
| -7       | 37 | 22     | 15       | 0.007975  | 1.922423 *   |
| -6       | 37 | 21     | 16       | 0.009515  | 2.293505 **  |
| -5       | 37 | 21     | 16       | 0.007321  | 1.764642     |
| -4       | 37 | 16     | 21       | 0.003258  | 0.785257     |
| -3       | 37 | 17     | 20       | -0.004258 | -1.026348    |
| -2       | 37 | 19     | 18       | 0.000960  | 0.231335     |
| -1       | 37 | 14     | 23       | -0.001515 | -0.365106    |
| 0        | 37 | 20     | 17       | 0.002231  | 0.537749     |
| 1        | 37 | 19     | 18       | 0.008546  | 2.059988 **  |
| 2        | 37 | 17     | 20       | -0.000246 | -0.059380    |
| 3        | 37 | 17     | 20       | 0.000500  | 0.120632     |
| 4        | 37 | 21     | 16       | 0.002115  | 0.509873     |
| 5        | 37 | 11     | 26       | -0.008311 | -2.003463 ** |
| 6        | 37 | 18     | 19       | -0.005838 | -1.407242    |
| 7        | 37 | 15     | 22       | 0.003010  | 0.725548     |
| 8        | 37 | 27     | 10       | 0.012548  | 3.024722 *** |
| 9        | 37 | 25     | 12       | 0.005476  | 1.319951     |
| 10       | 37 | 17     | 20       | -0.004016 | -0.968132    |

|             |          |          |
|-------------|----------|----------|
| ΑΜΕΑ(-1,0)  | 0.000716 | 0.122077 |
| ΑΜΕΑ(-5,0)  | 0.007996 | 0.786911 |
| ΑΜΕΑ(-10,0) | 0.019184 | 1.394248 |

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

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,10

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4**

ΑΡΙΘΜΟΣ ΘΕΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ, ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΜΕΑ), ΤΟ t-statistic ΤΩΝ ΜΕΑ ΓΙΑ ΜΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΠΡΟΣΚΛΗΣΕΩΝ ΓΙΑ Α.Μ.Κ. ΜΟΝΟ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΔΕΚΑ ΗΜΕΡΩΝ ΜΕΤΑ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΟΙ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 2, 6 ΚΑΙ 11 ΗΜΕΡΩΝ. (ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990-1999)

| ΠΕΡΙΟΔΟΣ | N  | ΘΕΤΙΚΑ | ΑΡΝΗΤΙΚΑ | ΜΕΑ       | t(ΜΕΑ)       |
|----------|----|--------|----------|-----------|--------------|
| -10      | 53 | 32     | 21       | 0.009999  | 2.228870 **  |
| -9       | 53 | 31     | 22       | 0.007040  | 1.569385     |
| -8       | 53 | 27     | 26       | 0.014918  | 3.325408 *** |
| -7       | 53 | 28     | 25       | 0.005466  | 1.218450     |
| -6       | 53 | 29     | 24       | 0.001929  | 0.430071     |
| -5       | 53 | 32     | 21       | 0.007798  | 1.738331 *   |
| -4       | 53 | 29     | 24       | 0.007838  | 1.747131 *   |
| -3       | 53 | 27     | 26       | 0.003449  | 0.768738     |
| -2       | 53 | 27     | 26       | 0.005400  | 1.203760     |
| -1       | 53 | 33     | 20       | 0.005691  | 1.268633     |
| 0        | 53 | 34     | 19       | 0.017611  | 3.925802 *** |
| 1        | 53 | 33     | 20       | 0.011114  | 2.477497 **  |
| 2        | 53 | 25     | 28       | 0.005820  | 1.297366     |
| 3        | 53 | 27     | 26       | 0.003661  | 0.816186     |
| 4        | 53 | 29     | 24       | 0.004183  | 0.932524     |
| 5        | 53 | 17     | 36       | -0.002465 | -0.549581    |
| 6        | 53 | 25     | 28       | 0.000741  | 0.165129     |
| 7        | 53 | 32     | 21       | 0.000361  | 0.080546     |
| 8        | 53 | 26     | 27       | 0.000776  | 0.173030     |
| 9        | 53 | 21     | 32       | -0.002925 | -0.652036    |
| 10       | 53 | 33     | 20       | 0.005421  | 1.208449     |

|             |          |              |
|-------------|----------|--------------|
| ΑΜΕΑ(-1,0)  | 0.023302 | 3.673020 *** |
| ΑΜΕΑ(-5,0)  | 0.047787 | 4.348822 *** |
| ΑΜΕΑ(-10,0) | 0.087139 | 5.856731 *** |

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

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 0,05

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

## ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## 6.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Προκειμένου να διερευνηθεί περαιτέρω η επίδραση στις τιμές των μετοχών από τις ανακοινώσεις για Α.Μ.Κ., κρίνεται σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης. Με αυτόν τον τρόπο, εντοπίζονται οι παράγοντες που ενδεχομένως είναι υπεύθυνοι για τις έκτακτες αποδόσεις που παρατηρούνται στις τιμές των μετοχών, γύρω από τις περιόδους ανακοίνωσης των προσκλήσεων για Α.Μ.Κ..

Συγκεκριμένα θα εφαρμοστεί η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης σε δύο δείγματα 28 και 51 εταιριών, που προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ. τους, μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α., με καταβολή μετρητών και με διανομή δωρεάν μετοχών αντίστοιχα. Τα δείγματα αυτά αποτελούν ένα υποσύνολο των δύο κυρίως δειγμάτων πάνω στα οποία εφαρμόζεται η μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Εξαιρέθηκαν 19 συνολικά περιπτώσεις Α.Μ.Κ., επειδή δεν βρέθηκαν επαρκή στατιστικά στοιχεία για την ολοκλήρωση της παλινδρόμησης. Τέλος θα εφαρμοστεί η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης και σε ένα δείγμα 79 εταιριών που προκύπτει από τη σύμπτυξη των δύο παραπάνω δειγμάτων. Οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι οι Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις (ΑΜΕΑ) ή αλλιώς Cumulative Abnormal Return (CAR) για 2,6 και 11 ημέρες. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι τόσο οι εξαρτημένες όσο και οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν υπολογιστεί για κάθε επιχείρηση ξεχωριστά που συμμετέχει στο δείγμα.

Οι εξισώσεις παλινδρόμησης είναι:

$$\text{CAR}(-1,0) = a_0 + a_1 \text{MKT} + a_2 \text{TIME} + a_3 \text{ER1} + a_4 \text{ER23} + a_5 \text{ER45} + a_6 \text{ER365} + a_7 \text{ER1M} + a_8 \text{ER2M} + a_9 \text{ER12M} + a_{10} \text{NITI} + a_{11} \text{NTO} + e$$

$$\text{CAR}(-5,0) = a_0 + a_1 \text{MKT} + a_2 \text{TIME} + a_3 \text{ER1} + a_4 \text{ER23} + a_5 \text{ER45} + a_6 \text{ER365} + a_7 \text{ER1M} + a_8 \text{ER2M} + a_9 \text{ER12M} + a_{10} \text{NITI} + a_{11} \text{NTO} + e$$

$$\text{CAR}(-10,0) = a_0 + a_1 \text{MKT} + a_2 \text{TIME} + a_3 \text{ER1} + a_4 \text{ER23} + a_5 \text{ER45} + a_6 \text{ER365} + a_7 \text{ER1M} + a_8 \text{ER2M} + a_9 \text{ER12M} + a_{10} \text{NITI} + a_{11} \text{NTO} + e$$

Όπου:

**MKT** : είναι η αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τις μετοχές τους στο Χ.Α.Α. οι υπό εξέταση εταιρίες. (Κύρια =0/ή Παράλληλη=1)

**TIME** : είναι ο χρόνος που μεσολάβησε μεταξύ της Α' Α.Μ.Κ. και της εισαγωγής της εταιρίας στο χρηματιστήριο.

**ER1** : είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της.

**ER23** : είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 23<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της.

**ER45** : είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 45<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της.

**ER365**:είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 365<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της.

**ER1M**: είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 30<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης.

**ER2M**: είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 60<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης.

**ER12M**: είναι η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 365<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης.

**NITI** : είναι το ποσοστό των νέων μετοχών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α., σε σχέση με τον αριθμό των υφιστάμενων μετοχών κατά την εισαγωγή της εταιρίας μετοχών.

**NTO** : είναι το ποσοστό των νέων μετοχών που προέκυψαν από την Α' Α.Μ.Κ., σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των υφιστάμενων μετοχών της εταιρίας πριν την Α.Μ.Κ..

**e** : είναι ένας όρος σφάλματος με τις συνηθισμένες OLS ιδιότητες.

**ΣΗΜΕΙΩΣΗ:** Η μεθοδολογία για τον υπολογισμό των ER1, ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M, ER12M, που χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές στις ανωτέρω παλινδρομήσεις, παρουσιάζεται σε παράρτημα της παρούσας διατριβής.

## 6.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Στο τέλος του παρόντος κεφαλαίου, παρατίθενται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, όπως αυτά προέκυψαν από το E-Views (ΠΙΝΑΚΕΣ 5–13).

Συγκεκριμένα στον ΠΙΝΑΚΑ 5, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 2 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 28 εταιριών, οι οποίες προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ., μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, με καταβολή μετρητών. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,048 + 0,040 \text{ MKT} + 0,001 \text{ TIME} - 7,34 \cdot 10^{-5} \text{ ER1} + 0,0004 \text{ ER23} - \\ & 3,49 \cdot 10^{-5} \text{ ER45} - 0,0001 \text{ ER365} - 0,0002 \text{ ER1M} - 0,0005 \text{ ER2M} \\ & + 0,00019 \text{ ER12M} - 0,0001 \text{ NITI} + 0,0003 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 42% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών και του σταθερού όρου διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 6, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 2 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 51 εταιριών, οι οποίες προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ., μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, με διανομή δωρεάν μετοχών. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,0045 + 0,013 \text{ MKT} + 0,0004 \text{ TIME} + 1,51 \cdot 10^{-5} \text{ ER1} + 0,0007 \text{ ER23} \\ & -0,0012 \text{ ER45} + 0,0003 \text{ ER365} - 0,0013 \text{ ER1M} + 0,0024 \text{ ER2M} \\ & -0,00047 \text{ ER12M} - 6,04 \cdot 10^{-5} \text{ NITI} + 0,0003 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 41% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών, στατιστικά σημαντικοί είναι αυτοί των ερμηνευτικών μεταβλητών **ER45** (η ποσοστιαία μεταβολή-απόδοση της τιμής της μετοχής την 45<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της) και **NTO** (το ποσοστό των νέων μετοχών που προέκυψαν από την Α' Α.Μ.Κ., σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των υφιστάμενων μετοχών της εταιρίας πριν την Α.Μ.Κ.), οι οποίοι έχουν αρνητική /θετική επίδραση αντίστοιχα, στη διαμόρφωση της τιμής της Αθροιστικής Μέσης Έκτακτης Απόδοσης των 2 ημερών.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 7, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 2 ημερών και ανεξάρτητες

μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 79 εταιριών, το οποίο προέκυψε από τη σύμπτυξη των δύο παραπάνω δειγμάτων. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,025 + 0,024 \text{ MKT} + 0,0008 \text{ TIME} + 0,00014 \text{ ER1} + 0,0002 \text{ ER23} \\ & -0,0003 \text{ ER45} + 6,5 \cdot 10^{-5} \text{ ER365} - 0,0002 \text{ ER1M} + 0,0005 \text{ ER2M} \\ & -0,00011 \text{ ER12M} - 0,0002 \text{ NITI} + 0,0003 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 26% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός, παρά μόνο αυτός της εξαρτημένης μεταβλητής NTO (το ποσοστό των νέων μετοχών που προέκυψαν από την Α' Α.Μ.Κ., σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των υφιστάμενων μετοχών της εταιρίας πριν την Α.Μ.Κ.), ο οποίος έχει και θετική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής της Αθροιστικής Μέσης Έκτακτης Απόδοσης των 2 ημερών.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 8, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 6 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 28 εταιριών, οι οποίες προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ., μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, με καταβολή μετρητών. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,063 + 0,12 \text{ MKT} + 0,001 \text{ TIME} + 0,0004 \text{ ER1} + 0,0005 \text{ ER23} \\ & -0,0011 \text{ ER45} - 1,99 \cdot 10^{-5} \text{ ER365} + 0,0005 \text{ ER1M} - 0,001 \text{ ER2M} \\ & + 0,0004 \text{ ER12M} - 2,15 \cdot 10^{-5} \text{ NITI} + 0,00045 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 46% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός, παρά μόνο αυτός της εξαρτημένης μεταβλητής MKT (Κύρια/ή Παράλληλη αγορά), ο οποίος έχει και θετική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής της Αθροιστικής Μέσης Έκτακτης Απόδοσης των 6 ημερών.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 9, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την AMEA (ή CAR) των 6 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 51 εταιριών, οι οποίες προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ., μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, με διανομή δωρεάν μετοχών. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & 0,030 - 0,011 \text{ MKT} + 0,0008 \text{ TIME} - 0,00037 \text{ ER1} - 0,0032 \text{ ER23} \\ & - 0,00078 \text{ ER45} + 0,00074 \text{ ER365} - 0,00053 \text{ ER1M} + 0,00218 \text{ ER2M} \\ & - 0,00103 \text{ ER12M} - 0,00063 \text{ NITI} + 0,000417 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 27% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 10, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την AMEA (ή CAR) των 6 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 79 εταιριών, το οποίο προέκυψε από τη

σύμπτυξη των δύο παραπάνω δειγμάτων. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,0089 + 0,026 \text{ MKT} + 0,0010 \text{ TIME} + 6,78 \cdot 10^{-5} \text{ ER1} - 0,00022 \text{ ER23} \\ & + 6,69 \cdot 10^{-5} \text{ ER45} + 0,00015 \text{ ER365} + 9,16 \cdot 10^{-5} \text{ ER1M} + 3,21 \cdot 10^{-6} \text{ ER2M} \\ & - 0,00018 \text{ ER12M} - 0,00037 \text{ NITI} + 0,000412 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 13% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός .

Στον ΠΙΝΑΚΑ 11, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 11 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 28 εταιριών, οι οποίες προέβησαν στην Α΄ Α.Μ.Κ., μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, με καταβολή μετρητών. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,073 + 0,219 \text{ MKT} + 0,0019 \text{ TIME} + 0,00084 \text{ ER1} + 0,00042 \text{ ER23} - \\ & -0,0022 \text{ ER45} + 6,41 \cdot 10^{-6} \text{ ER365} + 0,000978 \text{ ER1M} - 0,0013 \text{ ER2M} \\ & + 0,00062 \text{ ER12M} - 0,00025 \text{ NITI} + 0,0014 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 54% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός, παρά μόνο αυτός της εξαρτημένης μεταβλητής MKT (Κύρια/ή

Παράλληλη αγορά), ο οποίος έχει και θετική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής της Αθροιστικής Μέσης Έκτακτης Απόδοσης των 11 ημερών.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 12, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 11 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 51 εταιριών, οι οποίες προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ., μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, με διανομή δωρεάν μετοχών. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & 0,044 - 0,0041 \text{ MKT} + 0,0015 \text{ TIME} + 0,0018 \text{ ER1} - 0,00025 \text{ ER23} \\ & - 0,0016 \text{ ER45} + 0,0013 \text{ ER365} - 0,001 \text{ ER1M} + 0,0036 \text{ ER2M} \\ & - 0,002 \text{ ER12M} - 0,00087 \text{ NITI} + 0,00038 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$

Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 26% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 13, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με εξαρτημένη μεταβλητή την ΑΜΕΑ (ή CAR) των 11 ημερών και ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συγκεκριμένη παλινδρόμηση εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 79 εταιριών, το οποίο προέκυψε από τη σύμπτυξη των δύο παραπάνω δειγμάτων. Η εξίσωση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,0) = & -0,0073 + 0,0599 \text{ MKT} + 0,001 \text{ TIME} + 0,0006 \text{ ER1} - 0,00079 \text{ ER23} \\ & + 0,00033 \text{ ER45} + 0,00039 \text{ ER365} + 0,00056 \text{ ER1M} - 2,71 \cdot 10^{-5} \text{ ER2M} \\ & - 0,000614 \text{ ER12M} - 0,000406 \text{ NITI} + 0,000537 \text{ NTO} + e \end{aligned}$$



Η παλινδρόμηση ερμηνεύει το 13% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον από τα πρόσημα των συντελεστών των ερμηνευτικών-ανεξάρτητων μεταβλητών διαφαίνεται και η επίδραση (θετική /ή αρνητική) που έχουν στη διαμόρφωση της εξαρτημένης μεταβλητής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας από τους παραπάνω συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικός .

### ΠΙΝΑΚΑΣ 5

| Dependent Variable: CAR2 ΗΜΕΡΩΝ |             |                       |             |        |
|---------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares           |             |                       |             |        |
| Sample: 1 28                    |             |                       |             |        |
| Included observations: 28       |             |                       |             |        |
| Variable                        | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                               | -0.048186   | 0.032560              | -1.479900   | 0.1583 |
| MKT                             | 0.039884    | 0.023530              | 1.695028    | 0.1094 |
| TIME                            | 0.001299    | 0.000986              | 1.317451    | 0.2062 |
| ER1                             | -7.34E-05   | 0.000310              | -0.236718   | 0.8159 |
| ER23                            | 0.000414    | 0.000289              | 1.430854    | 0.1717 |
| ER45                            | -3.49E-05   | 0.000416              | -0.083872   | 0.9342 |
| ER365                           | -0.000101   | 0.000150              | -0.671760   | 0.5113 |
| ER1M                            | -0.000286   | 0.000542              | -0.528081   | 0.6047 |
| ER2M                            | -0.000458   | 0.000479              | -0.956685   | 0.3530 |
| ER12M                           | 0.000194    | 0.000283              | 0.686595    | 0.5022 |
| NITI                            | -0.000148   | 0.000438              | -0.336644   | 0.7408 |
| NTO                             | 0.000303    | 0.000423              | 0.716733    | 0.4839 |
| R-squared                       | 0.418902    | Mean dependent var    | 0.005068    |        |
| Adjusted R-squared              | 0.019397    | S.D. dependent var    | 0.046096    |        |
| S.E. of regression              | 0.045646    | Akaike info criterion | -3.038253   |        |
| Sum squared resid               | 0.033338    | Schwarz criterion     | -2.467308   |        |
| Log likelihood                  | 54.53555    | F-statistic           | 1.048552    |        |
| Durbin-Watson stat              | 1.846896    | Prob(F-statistic)     | 0.452772    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

| Dependent Variable: CAR2 ΗΜΕΡΩΝ |             |                       |             |        |
|---------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares           |             |                       |             |        |
| Sample: 1 51                    |             |                       |             |        |
| Included observations: 51       |             |                       |             |        |
| Variable                        | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                               | -0.004518   | 0.027256              | -0.165743   | 0.8692 |
| MKT                             | 0.013477    | 0.016799              | 0.802261    | 0.4273 |
| TIME                            | 0.000430    | 0.000654              | 0.657094    | 0.5150 |
| ER1                             | 1.51E-05    | 0.000391              | 0.038636    | 0.9694 |
| ER23                            | 0.000740    | 0.000450              | 1.644719    | 0.1081 |
| ER45                            | -0.001263   | 0.000462              | -2.736551   | 0.0093 |
| ER365                           | 0.000296    | 0.000163              | 1.807780    | 0.0784 |
| ER1M                            | -0.001394   | 0.000681              | -2.045531   | 0.0476 |
| ER2M                            | 0.002417    | 0.000770              | 3.139161    | 0.0032 |
| ER12M                           | -0.000475   | 0.000251              | -1.894945   | 0.0655 |
| NITI                            | -6.04E-05   | 0.000762              | -0.079356   | 0.9372 |
| NTO                             | 0.000322    | 0.000119              | 2.699507    | 0.0102 |
| R-squared                       | 0.407826    | Mean dependent var    | 0.027680    |        |
| Adjusted R-squared              | 0.240803    | S.D. dependent var    | 0.058149    |        |
| S.E. of regression              | 0.050666    | Akaike info criterion | -2.924782   |        |
| Sum squared resid               | 0.100116    | Schwarz criterion     | -2.470235   |        |
| Log likelihood                  | 86.58194    | F-statistic           | 2.441733    |        |
| Durbin-Watson stat              | 2.331152    | Prob(F-statistic)     | 0.019919    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 7

| Dependent Variable: CAR2  |             |                       |             |        |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |        |
| Sample: 1 79              |             |                       |             |        |
| Included observations: 79 |             |                       |             |        |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                         | -0.025258   | 0.019482              | -1.296454   | 0.1993 |
| MKT                       | 0.024027    | 0.013699              | 1.753923    | 0.0840 |
| TIME                      | 0.000832    | 0.000537              | 1.549421    | 0.1260 |
| ER1                       | 0.000149    | 0.000198              | 0.751560    | 0.4549 |
| ER23                      | 0.000197    | 0.000215              | 0.914941    | 0.3635 |
| ER45                      | -0.000310   | 0.000241              | -1.285730   | 0.2030 |
| ER365                     | 6.50E-05    | 0.000102              | 0.637285    | 0.5261 |
| ER1M                      | -0.000210   | 0.000328              | -0.640559   | 0.5240 |
| ER2M                      | 0.000502    | 0.000379              | 1.323358    | 0.1902 |
| ER12M                     | -0.000119   | 0.000165              | -0.724072   | 0.4715 |
| NITI                      | -0.000204   | 0.000397              | -0.514236   | 0.6088 |
| NTO                       | 0.000328    | 0.000107              | 3.053681    | 0.0032 |
| R-squared                 | 0.260997    | Mean dependent var    | 0.019665    |        |
| Adjusted R-squared        | 0.139668    | S.D. dependent var    | 0.054968    |        |
| S.E. of regression        | 0.050985    | Akaike info criterion | -2.975516   |        |
| Sum squared resid         | 0.174167    | Schwarz criterion     | -2.615600   |        |
| Log likelihood            | 129.5329    | F-statistic           | 2.151151    |        |
| Durbin-Watson stat        | 2.211455    | Prob(F-statistic)     | 0.027920    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 8

| Dependent Variable: CAR6  |             |                       |             |        |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |        |
| Sample: 1 28              |             |                       |             |        |
| Included observations: 28 |             |                       |             |        |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                         | -0.063335   | 0.065549              | -0.966232   | 0.3483 |
| MKT                       | 0.126963    | 0.047370              | 2.680235    | 0.0164 |
| TIME                      | 0.001692    | 0.001986              | 0.851988    | 0.4068 |
| ER1                       | 0.000440    | 0.000624              | 0.705503    | 0.4906 |
| ER23                      | 0.000501    | 0.000583              | 0.859329    | 0.4029 |
| ER45                      | -0.001103   | 0.000837              | -1.317584   | 0.2062 |
| ER365                     | -1.99E-05   | 0.000302              | -0.065881   | 0.9483 |
| ER1M                      | 0.000561    | 0.001092              | 0.513881    | 0.6144 |
| ER2M                      | -0.001096   | 0.000964              | -1.136786   | 0.2724 |
| ER12M                     | 0.000397    | 0.000570              | 0.696849    | 0.4959 |
| NITI                      | -2.15E-05   | 0.000882              | -0.024359   | 0.9809 |
| NTO                       | 0.000456    | 0.000851              | 0.535891    | 0.5994 |
| R-squared                 | 0.456167    | Mean dependent var    | 0.014098    |        |
| Adjusted R-squared        | 0.082282    | S.D. dependent var    | 0.095924    |        |
| S.E. of regression        | 0.091893    | Akaike info criterion | -1.638849   |        |
| Sum squared resid         | 0.135110    | Schwarz criterion     | -1.067904   |        |
| Log likelihood            | 34.94389    | F-statistic           | 1.220072    |        |
| Durbin-Watson stat        | 1.540080    | Prob(F-statistic)     | 0.348698    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9

| Dependent Variable: CAR6  |             |                       |             |        |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |        |
| Sample: 1 51              |             |                       |             |        |
| Included observations: 51 |             |                       |             |        |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                         | 0.030500    | 0.058247              | 0.523631    | 0.6035 |
| MKT                       | -0.010798   | 0.035899              | -0.300786   | 0.7652 |
| TIME                      | 0.000820    | 0.001397              | 0.587043    | 0.5606 |
| ER1                       | -0.000374   | 0.000835              | -0.448074   | 0.6566 |
| ER23                      | -0.000327   | 0.000961              | -0.340396   | 0.7354 |
| ER45                      | -0.000785   | 0.000986              | -0.796280   | 0.4307 |
| ER365                     | 0.000741    | 0.000349              | 2.122072    | 0.0402 |
| ER1M                      | -0.000531   | 0.001456              | -0.364652   | 0.7173 |
| ER2M                      | 0.002179    | 0.001645              | 1.324508    | 0.1930 |
| ER12M                     | -0.001034   | 0.000536              | -1.928824   | 0.0611 |
| NITI                      | -0.000636   | 0.001628              | -0.390857   | 0.6980 |
| NTO                       | 0.000417    | 0.000255              | 1.636226    | 0.1098 |
| R-squared                 | 0.271205    | Mean dependent var    | 0.054156    |        |
| Adjusted R-squared        | 0.065647    | S.D. dependent var    | 0.112013    |        |
| S.E. of regression        | 0.108274    | Akaike info criterion | -1.405976   |        |
| Sum squared resid         | 0.457209    | Schwarz criterion     | -0.951428   |        |
| Log likelihood            | 47.85238    | F-statistic           | 1.319362    |        |
| Durbin-Watson stat        | 2.216359    | Prob(F-statistic)     | 0.250699    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 10

| Dependent Variable: CAR6  |             |                       |             |        |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |        |
| Sample: 1 79              |             |                       |             |        |
| Included observations: 79 |             |                       |             |        |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                         | -0.008977   | 0.041420              | -0.216735   | 0.8291 |
| MKT                       | 0.026116    | 0.029125              | 0.896694    | 0.3731 |
| TIME                      | 0.001031    | 0.001142              | 0.902215    | 0.3702 |
| ER1                       | 6.78E-05    | 0.000421              | 0.161246    | 0.8724 |
| ER23                      | -0.000220   | 0.000458              | -0.479907   | 0.6329 |
| ER45                      | 6.69E-05    | 0.000512              | 0.130695    | 0.8964 |
| ER365                     | 0.000151    | 0.000217              | 0.695676    | 0.4890 |
| ER1M                      | 9.16E-05    | 0.000698              | 0.131266    | 0.8960 |
| ER2M                      | 3.21E-06    | 0.000807              | 0.003979    | 0.9968 |
| ER12M                     | -0.000186   | 0.000350              | -0.530022   | 0.5978 |
| NITI                      | -0.000376   | 0.000845              | -0.445149   | 0.6576 |
| NTO                       | 0.000412    | 0.000228              | 1.806352    | 0.0754 |
| R-squared                 | 0.129920    | Mean dependent var    | 0.039958    |        |
| Adjusted R-squared        | -0.012928   | S.D. dependent var    | 0.107703    |        |
| S.E. of regression        | 0.108397    | Akaike info criterion | -1.466990   |        |
| Sum squared resid         | 0.787244    | Schwarz criterion     | -1.107074   |        |
| Log likelihood            | 69.94610    | F-statistic           | 0.909496    |        |
| Durbin-Watson stat        | 2.082792    | Prob(F-statistic)     | 0.536339    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 11

| Dependent Variable: CAR11 |             |                       |             |        |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |        |
| Sample: 1 28              |             |                       |             |        |
| Included observations: 28 |             |                       |             |        |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| C                         | -0.073021   | 0.102547              | -0.712075   | 0.4867 |
| MKT                       | 0.219996    | 0.074108              | 2.968586    | 0.0091 |
| TIME                      | 0.001936    | 0.003106              | 0.623136    | 0.5420 |
| ER1                       | 0.000849    | 0.000976              | 0.869884    | 0.3972 |
| ER23                      | 0.000429    | 0.000912              | 0.470112    | 0.6446 |
| ER45                      | -0.002238   | 0.001309              | -1.708856   | 0.1068 |
| ER365                     | 6.41E-06    | 0.000473              | 0.013552    | 0.9894 |
| ER1M                      | 0.000978    | 0.001708              | 0.572753    | 0.5748 |
| ER2M                      | -0.001340   | 0.001508              | -0.888550   | 0.3874 |
| ER12M                     | 0.000625    | 0.000891              | 0.701722    | 0.4929 |
| NITI                      | -0.000259   | 0.001381              | -0.187363   | 0.8537 |
| NTO                       | 0.001478    | 0.001331              | 1.110311    | 0.2833 |
| R-squared                 | 0.543720    | Mean dependent var    | 0.024690    |        |
| Adjusted R-squared        | 0.230027    | S.D. dependent var    | 0.163835    |        |
| S.E. of regression        | 0.143762    | Akaike info criterion | -0.743783   |        |
| Sum squared resid         | 0.330682    | Schwarz criterion     | -0.172838   |        |
| Log likelihood            | 22.41296    | F-statistic           | 1.733289    |        |
| Durbin-Watson stat        | 1.974656    | Prob(F-statistic)     | 0.153952    |        |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 12

| Dependent Variable: CAR11 |             |                       |             |           |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |           |
| Sample: 1 51              |             |                       |             |           |
| Included observations: 51 |             |                       |             |           |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| C                         | 0.044743    | 0.112175              | 0.398869    | 0.6922    |
| MKT                       | -0.004136   | 0.069137              | -0.059824   | 0.9526    |
| TIME                      | 0.001538    | 0.002690              | 0.571552    | 0.5709    |
| ER1                       | 0.001852    | 0.001608              | 1.152047    | 0.2563    |
| ER23                      | -0.000252   | 0.001851              | -0.136377   | 0.8922    |
| ER45                      | -0.001601   | 0.001900              | -0.843015   | 0.4044    |
| ER365                     | 0.001302    | 0.000673              | 1.934948    | 0.0603    |
| ER1M                      | -0.001020   | 0.002804              | -0.363822   | 0.7180    |
| ER2M                      | 0.003638    | 0.003168              | 1.148252    | 0.2579    |
| ER12M                     | -0.002009   | 0.001032              | -1.946385   | 0.0588    |
| NITI                      | -0.000873   | 0.003135              | -0.278459   | 0.7821    |
| NTO                       | 0.000378    | 0.000491              | 0.769061    | 0.4465    |
| R-squared                 | 0.261779    | Mean dependent var    |             | 0.092920  |
| Adjusted R-squared        | 0.053563    | S.D. dependent var    |             | 0.214339  |
| S.E. of regression        | 0.208519    | Akaike info criterion |             | -0.095247 |
| Sum squared resid         | 1.695731    | Schwarz criterion     |             | 0.359301  |
| Log likelihood            | 14.42879    | F-statistic           |             | 1.257246  |
| Durbin-Watson stat        | 2.032430    | Prob(F-statistic)     |             | 0.284648  |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 13

| Dependent Variable: CAR11 |             |                       |             |           |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| Method: Least Squares     |             |                       |             |           |
| Sample: 1 79              |             |                       |             |           |
| Included observations: 79 |             |                       |             |           |
| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| C                         | -0.007349   | 0.076786              | -0.095701   | 0.9240    |
| MKT                       | 0.059926    | 0.053993              | 1.109893    | 0.2710    |
| TIME                      | 0.001109    | 0.002118              | 0.523706    | 0.6022    |
| ER1                       | 0.000601    | 0.000780              | 0.770725    | 0.4436    |
| ER23                      | -0.000795   | 0.000848              | -0.937284   | 0.3520    |
| ER45                      | 0.000335    | 0.000950              | 0.353170    | 0.7251    |
| ER365                     | 0.000391    | 0.000402              | 0.972674    | 0.3342    |
| ER1M                      | 0.000567    | 0.001293              | 0.438290    | 0.6626    |
| ER2M                      | -2.71E-05   | 0.001496              | -0.018097   | 0.9856    |
| ER12M                     | -0.000614   | 0.000650              | -0.945639   | 0.3477    |
| NITI                      | -0.000406   | 0.001566              | -0.259106   | 0.7963    |
| NTO                       | 0.000537    | 0.000423              | 1.270834    | 0.2082    |
| R-squared                 | 0.128932    | Mean dependent var    |             | 0.068737  |
| Adjusted R-squared        | -0.014079   | S.D. dependent var    |             | 0.199549  |
| S.E. of regression        | 0.200948    | Akaike info criterion |             | -0.232494 |
| Sum squared resid         | 2.705479    | Schwarz criterion     |             | 0.127422  |
| Log likelihood            | 21.18352    | F-statistic           |             | 0.901551  |
| Durbin-Watson stat        | 2.111279    | Prob(F-statistic)     |             | 0.543662  |

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7**

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

**&**

**ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Η παρούσα διπλωματική διατριβή επιχείρησε να διερευνήσει εμπειρικά τις μεταβολές στις τιμές των ήδη διαπραγματεύσιμων στο Χ.Α.Α. μετοχών, εξαιτίας των ανακοινώσεων των επιχειρήσεων για επικείμενες Α.Μ.Κ.. Κίνητρο για την παρούσα μελέτη αποτέλεσαν οι ιδιαιτερότητες του επιχειρηματικού και θεσμικού πλαισίου της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε σχέση με τις ξένες κεφαλαιαγορές, οι οποίες έχουν αποτελέσει αντικείμενο ερευνών από ένα μεγάλο αριθμό ερευνητών. Επιπρόσθετα, το γεγονός ότι οι σχετικές μελέτες (Ελληνική & Διεθνής βιβλιογραφία) για την επίδραση στις τιμές των μετοχών από την έκδοση νέων μετοχών που προέρχονται από Α.Μ.Κ., δεν συγκλίνουν σ' ένα κοινά αποδεκτό συμπέρασμα, σε συνδυασμό με το ότι οι περισσότερες από αυτές δεν αναφέρονται σε ημερομηνίες ανακοίνωσης Α.Μ.Κ., αποτέλεσε ένα ακόμη κίνητρο για τη συγγραφή της παρούσας διατριβής.

Συγκεκριμένα, αντικείμενο μελέτης, αποτέλεσαν οι επιχειρήσεις που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 1990-1998 και οι οποίες προέβησαν στην Α' Α.Μ.Κ. τους, (μόνο με μετρητά / ή μόνο με διανομή δωρεάν μετοχών), στα πρώτα τέσσερα χρόνια μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α.. Ως τελευταία ημερομηνία για τη μελέτη της Α' Α.Μ.Κ. εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α. χρησιμοποιήθηκε η 30η Ιουνίου 1999. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 90 περιπτώσεις Α.Μ.Κ., εκ των οποίων οι 37 περιπτώσεις Α.Μ.Κ. πραγματοποιήθηκαν μόνο με καταβολή μετρητών και οι υπόλοιπες 53 πραγματοποιήθηκαν μόνο με διανομή δωρεάν μετοχών. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε ήταν αυτή της Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study Methodology), ενώ έγινε χρήση του Υποδείγματος της Προσαρμοσμένης –με τον δείκτη της αγοράς- Απόδοσης (Market Adjusted Return Method), προκειμένου να εντοπιστούν οι ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της Α.Μ.Κ. για κάθε μετοχή. Επιπλέον χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης για τη διερεύνηση των επιδράσεων που έχουν ορισμένες ανεξάρτητες μεταβλητές στις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών που απαρτίζουν τα υπό εξέταση δείγματα.

Για το δείγμα των 37 περιπτώσεων Α.Μ.Κ., που πραγματοποιήθηκαν με καταβολή μετρητών, δεν εντοπίστηκαν στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης τους, οπότε δεν μπορεί να γίνει αποδεκτή η υπόθεση μετάδοσης των μηνυμάτων και ασυμμετρίας της

πληροφόρησης, (Signaling / Assymmetric Information hypothesis), σύμφωνα με την οποία η έκδοση νέων μετοχών εμπεριέχει σημαντικές πληροφορίες για τις προοπτικές της εταιρίας και τις μελλοντικές χρηματικές της ροές. Για το συγκεκριμένο όμως δείγμα, ισχύει η υπόθεση της αντικατάστασης (Substitution hypothesis), η οποία υποστηρίζει ότι η έκδοση νέων μετοχών από μία επιχείρηση δεν προκαλεί καμμία απολύτως μεταβολή στην τιμή της μετοχής. Τέλος αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση, σύμφωνα με την οποία δεν παρατηρούνται επιδράσεις στις τιμές των ήδη διαπραγματεύσιμων μετοχών στο Χ.Α.Α. από τις ανακοινώσεις των εταιριών για ενδεχόμενες Α.Μ.Κ..

Για το δείγμα των 53 περιπτώσεων Α.Μ.Κ., που πραγματοποιήθηκαν με διανομή δωρεάν μετοχών, εντοπίστηκε στατιστικά σημαντική θετική έκτακτη απόδοση κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της Α.Μ.Κ., γεγονός που επιβεβαιώνει την υπόθεση μετάδοσης των μηνυμάτων και ασυμμετρίας της πληροφόρησης (Signaling / Assymmetric Information hypothesis), ενώ δεν μπορεί να γίνει αποδεκτή η υπόθεση πίεσης της τιμής (Price Pressure hypothesis), σύμφωνα με την οποία η έκδοση νέων μετοχών ασκεί πίεση στην τιμή των ήδη διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο μετοχών. Τέλος, το γεγονός ότι οι Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις (ΑΜΕΑ) των 2,6 και 11 ημερών πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές, υποδηλώνει ότι ίσως υπάρχει "διαρροή" πληροφοριών από τα διευθυντικά στελέχη όσον αφορά τις προθέσεις των επιχειρήσεων να προβούν σε Α.Μ.Κ., διαφορετικά αυτό αποδίδεται στις εμπορικές δραστηριότητες των μετόχων. Συμπερασματικά, δεν μπορούμε να κάνουμε αποδεκτή την υπόθεση των μηδενικών έκτακτων αποδόσεων και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι ανακοινώσεις για Α.Μ.Κ. με δωρεάν διανομή μετοχών έχουν θετική επίδραση στις τιμές των ήδη διαπραγματεύσιμων στο Χ.Α.Α. μετοχών.

Στις διαστρωματικές παλινδρομήσεις που εφαρμόστηκαν για το δείγμα των 37 Α.Μ.Κ., των 53 Α.Μ.Κ. και των 90 (37+53) Α.Μ.Κ., ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις (ΑΜΕΑ) των 2,6 και 11 ημερών. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τις μετοχές τους στο Χ.Α.Α. οι υπό εξέταση εταιρίες, ο χρόνος που



μεσολάβησε μεταξύ της Α' Α.Μ.Κ. και της εισαγωγής της εταιρίας στο χρηματιστήριο, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 23<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 45<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 365<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 30<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 60<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης, η ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση) της τιμής της μετοχής την 365<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α., σε σχέση με την τιμή της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης, το ποσοστό των νέων μετοχών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α., σε σχέση με τον αριθμό των υφιστάμενων μετοχών κατά την εισαγωγή της εταιρίας μετοχών, το ποσοστό των νέων μετοχών που προέκυψαν από την Α' Α.Μ.Κ., σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των υφιστάμενων μετοχών της εταιρίας πριν την Α.Μ.Κ..

Από τις παραπάνω παλινδρομήσεις, τα αποτελέσματα που προέκυψαν γενικότερα δεν είναι στατιστικά σημαντικά, γεγονός το οποίο υποδηλώνει ότι οι ανωτέρω ερμηνευτικές – ανεξάρτητες μεταβλητές δεν είναι ικανές να ερμηνεύσουν τις οποιεσδήποτε μεταβολές σημειώνονται στις Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης των Α.Μ.Κ..

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## Διαδικασίες, δικαιολογητικά εισαγωγής και μονάδα διαπραγμάτευσης μετοχών στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA)

Το διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στη συνεδρίασή του της 25-10-2000, έχοντας υπόψη τις διατάξεις των αρθρ. 2 παρ. 4 και 3 του ν. 2733/ 99 όπως ισχύει, τις διατάξεις της παραγράφου 7 του άρθρου 1 του ν. 2651/ 1998 (ΦΕΚ 248 Α'/ 3-11-98), την υπ' αριθμόν 20/ 5.3.1999 απόφαση (ΦΕΚ 303/Β/1-4-99) όπως ισχύει, την απόφαση με αριθ. 7Γ/ 182 του ΔΣ της ΕΚ της 25-1-2000, την απόφαση με αριθ. 7Δ/ 182 του ΔΣ της ΕΚ της 25-1-2000, την υπ' αριθμόν 37/27-1-2000 απόφαση του ΔΣ του ΧΑΑ (ΦΕΚ ) όπως ισχύει, τις διατάξεις του άρθρου 17 του ν. 2324/ 95 όπως ισχύει, την ανάγκη επανακαθορισμού της διαδικασίας εισαγωγής που θα πρέπει να τηρείται, τα πρόσθετα δικαιολογητικά που θα πρέπει να υποβάλλονται από εταιρίες των οποίων αξίες θα εισάγονται προς διαπραγμάτευση στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), καθώς και της μονάδας διαπραγμάτευσης των μετοχών, αντικαθιστά, την υπ' αριθμόν 37/27-1-2000 απόφαση ως εξής:

### Άρθρο 1.

Ορίζει τη διαδικασία εισαγωγής που θα πρέπει να τηρείται και τα δικαιολογητικά που θα πρέπει να υποβάλλονται από εταιρίες των οποίων αξίες θα εισάγονται προς διαπραγμάτευση στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.), ως εξής

### **I. Διαδικασίες Εισαγωγής Μετοχών**

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών στη ΝΕΧΑ χωρίζεται σε τρία στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

*Στάδιο 1: Έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στη ΝΕΧΑ*

#### **A. Προκαταρκτική διαδικασία αξιολόγησης υποψηφιότητας (δυνητική)**

Πριν την υποβολή του φακέλου δικαιολογητικών σύμφωνα με τον κατάλογο δικαιολογητικών Α1 για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου, η εταιρία δύναται να υποβάλλει στο ΧΑΑ αίτημα για την αξιολόγηση της υποψηφιότητάς της όσον αφορά την υπαγωγή της στα κριτήρια της απόφασης 50/2000 όπως ισχύει κάθε φορά. Στην περίπτωση αυτή, ακολουθείται η εξής διαδικασία

· Προσδιορισμός από τον Κύριο Ανάδοχο της περιόδου δημόσιας εγγραφής. Οι ημερομηνίες δημόσιας εγγραφής, καθορίζονται μετά από συνεννόηση με το Χρηματιστήριο, εφόσον έχουν ολοκληρωθεί οι εγκρίσεις του ενημερωτικού δελτίου και της δημόσιας εγγραφής από τα Δ.Σ. του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αντίστοιχα.

· Γνωστοποίηση στο ΧΑΑ από την εταιρία και τον Κύριο Ανάδοχο του περιεχομένου των ανακοινώσεων με τις οποίες αναγγέλλεται η πρόσκληση προς το επενδυτικό κοινό. (το περιεχόμενο και ο χρόνος διάθεσης των ανακοινώσεων πρέπει να είναι σύμφωνο με το ΠΔ 348/85 και να εναρμονίζεται με τα αναφερόμενα στο άρθρο 7 του Κανονισμού Αναδοχών).

· Δημοσίευση του Ενημερωτικού δελτίου σύμφωνα με το ΠΔ 348/85.

### **Στάδιο 2: Έγκριση εισαγωγής στη ΝΕΧΑ των μετοχών της εταιρίας**

· Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στη ΝΕΧΑ, από τον Κύριο Ανάδοχο. Το περιεχόμενο του φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α2.

· Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ, της πληρότητας των δικαιολογητικών, σύμφωνα με τον κατάλογο Α2.

· Έγκριση της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας από το ΔΣ του ΧΑΑ.

· Έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ, προκειμένου περί διαθέσεως υφισταμένων μετοχών, για τη μεταβίβασή τους, σύμφωνα με τα οριζόμενα στη μέθοδο 4 της υπ' αριθμ. 18/15.1.99 απόφασης του Δ.Σ. του ΧΑΑ

· Έγκριση από το ΔΣ του ΧΑΑ της αποδέσμευσης των μετοχών που πρόκειται να μεταβιβαστούν στον Ειδικό/ους Διαπραγματευτή/ες.;

Στάδιο 3: Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών (Μέθοδοι διαπραγμάτευσης 1, 2 και 3, της 18/15.1.99 απόφασης του Δ.Σ.)

· Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών στο ΧΑΑ, από τον Κύριο Ανάδοχο. Τα απαραίτητα δικαιολογητικά προσδιορίζονται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α3.

· Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών έναρξης διαπραγμάτευσης, σύμφωνα με τον κατάλογο Α3.

· Δημιουργία συμβόλου ΣΑΤ

· Εισαγωγή στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών εντολής έναρξης διαπραγμάτευσης σύμφωνα με τις μεθόδους 1,2 και 3 της απόφασης 18/99 του ΔΣ του ΧΑΑ, όπως ισχύει, από τους εξουσιοδοτημένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

### Χρονικός περιορισμός

Ο κύριος ανάδοχος οφείλει να ολοκληρώνει τη σχετική διαδικασία αποστολής όλων των δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών από το ΔΣ τον Χρηματιστηρίου, εντός 5 εργασίμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής.

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης εταιρίας πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως του ΔΣ του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των μετοχών.

Η εμπρόθεση κατάθεση στο Χρηματιστήριο από τον Κύριο Ανάδοχο και την εκδότρια εταιρία όλων των απαραίτητων δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση της εισαγωγής των μετοχών (κατάλογος δικαιολογητικών Α2) ή την έναρξη διαπραγμάτευσης τους (κατάλογος δικαιολογητικών Α3), συνιστά υποχρέωση του αναδόχου και της εκδότριας εταιρίας. Η καθυστέρηση υποβολής των ως άνω δικαιολογητικών αποτελεί παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και το ΔΣ του Χρηματιστηρίου θα διαβιβάζει το σχετικό φάκελο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

## II. Κατάλογοι Δικαιολογητικών

### Α1. Δικαιολογητικά φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου εν όψει εισαγωγής της εταιρίας στη NEXA

Κατά την υποβολή φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου εν όψει εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρίας στη NEXA, η εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο ΔΣ τον ΧΑΑ τα ακόλουθα δικαιολογητικά:

#### 1. Αίτηση της εταιρίας για την εισαγωγή των μετοχών

της στην NEXA. Στην αίτηση θα προσδιορίζονται: α) ο εκπρόσωπος της εταιρίας που την δεσμεύει στην επικοινωνία της με το ΧΑΑ κατά τη διαδικασία εισαγωγής, νομίμως προς τούτο εξουσιοδοτημένος από τα αρμόδια καταστατικά της όργανα, β) ο Κύριος Ανάδοχος, γ) ο τυχόν Σύμβουλος και δ) ο/οι Ειδικός/οι Διαπραγματευτής/ες.

2. Επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας που αποφάσισε την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στη NEXA και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Από το αντίγραφο του πρακτικού θα πρέπει να προκύπτει ευκρινώς ότι πρόκειται να διατεθούν με δημόσια εγγραφή στο κοινό τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) μετοχές, αξίας τουλάχιστον διακοσίων πενήντα εκατομμυρίων (250.000.000) δραχμών και ότι από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον ογδόντα τοις εκατό (80%) θα

προέλθει από αύξηση τον μετοχικού της κεφαλαίου. Επιπλέον, σε περίπτωση διάθεσης υφισταμένων μετοχών, ο Κύριος ανάδοχος υποβάλλει κατάσταση των μετόχων οι οποίοι θα διαθέσουν τις μετοχές τους.

3. Αντίγραφο του κωδικοποιημένου καταστατικού της εταιρίας, επικυρωμένο από την αρμόδια εποπτεύουσα αρχή.

3. Σε περίπτωση που έχει πραγματοποιηθεί προγενέστερη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, προσκομίζεται επιπλέον επικυρωμένο αντίγραφο του πρακτικού ΔΣ της εταιρίας με το οποίο πιστοποιείται η σχετική καταβολή, καθώς και επικυρωμένο αντίγραφο της ανακοίνωσης του πρακτικού προς το Υπουργείο Ανάπτυξης με το αντίστοιχο ΤΑΠΕΤ.

4. Επιστολή της εταιρίας με την οποία βεβαιώνεται ότι η νομική της κατάσταση είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, ιδίως όσον αφορά την ίδρυση και την καταστατική της λειτουργία.

6. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου στη οποία

α) βεβαιώνει ότι έχει υπογραφεί η σχετική συμφωνία για την ανάθεση καθηκόντων αναδοχής και ότι αυτή έχει το ελάχιστο περιεχόμενο που προβλέπεται στο αρθρ. 3 παρ. 3 της απόφασης 7Γ/182/25-1-2000 της ΕΚ,

β) περιγράφει τη διαδικασία αναδοχής

γ) αναφέρει αν πρόκειται να προβεί σε πράξεις σταθεροποίησης σύμφωνα με το άρθρο 5 του ν. 2651/98 και το άρθρο 8 του Κανονισμού Αναδοχών όπως ισχύει κάθε φορά,

δ) αναφέρει τις ενέργειες στις οποίες θα προβεί για την επίτευξη της απαιτούμενης διασποράς σε περίπτωση μερικής κάλυψης της δημόσιας εγγραφής,

ε) αναφέρει τις ενέργειες στις οποίες θα προβεί αν δεν εγκριθεί από το ΔΣ του ΧΑΑ η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των μετοχών της εκδότριας εταιρίας και

στ) αναφέρει τυχόν άλλες πληροφορίες σχετικά με τη σύμβαση αναδοχής που θεωρεί σημαντικές.

ζ) βεβαιώνει τη νομιμότητα της διαδικασίας που προηγήθηκε της αίτησης εισαγωγής και ότι πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στη ΝΕΧΑ. Στην περίπτωση κατά την οποία δεν πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις για τις οποίες παρέχεται από τη νομοθεσία δυνατότητα εξαιρέσεως, οι προϋποθέσεις αυτές προσδιορίζονται επακριβώς και εξηγούνται αναλυτικά οι λόγοι οι οποίοι δικαιολογούν την εξαίρεση,

η) βεβαιώνει ότι όλα τα οικονομικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι ακριβής μεταφορά από τις οικονομικές λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας,

θ) βεβαιώνει ότι η εταιρία διαθέτει επαρκές σύστημα εσωτερικού ελέγχου.

ι) αναφέρει τα συμπεράσματα του νομικού ελέγχου και εκτιμά, εφόσον υπάρχουν δικαστικής φύσεως εκκρεμότητες της εταιρίας, τις επιπτώσεις που μπορεί να επιφέρει τυχόν αρνητικούς έκβαση. Η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνεται υποχρεωτικά στο Ενημερωτικό Δελτίο και συνιστά τμήμα των τελικών συμπερασμάτων τον νομικού Ελέγχου,

κ) εκτιμά τη βιωσιμότητα του επενδυτικού σχεδίου και διευκρινίζει με βάση ποιό χαρακτηριστικό της εισάγεται η εταιρία (ως δυναμική ή καινοτόμος) αναλύοντας τα αντίστοιχα (δυναμικά ή καινοτόμα) στοιχεία της. Η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνεται, αιτιολογημένη, στην Έκθεση Αξιολόγησης

λ) βεβαιώνει ότι το επενδυτικό σχέδιο πληρεί τα κριτήρια και τις προδιαγραφές της σχετικής απόφασης του ΔΣ τον ΧΑΑ,

μ) βεβαιώνει ότι τα έσοδα έκδοσης θα είναι τουλάχιστον 250.000.000 δρχ και

ν) ορίζει τον εξουσιοδοτημένο εκπρόσωπό του που θα επικοινωνεί με το ΧΑΑ για τον συγκεκριμένο φάκελο.

7. Επιστολή τον Κυρίου αναδόχου, πού περιλαμβάνει τα παρακάτω στοιχεία: α). ονοματεπώνυμο μετόχων πού κατέχουν ποσοστό άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, διεύθυνση κατοικίας, αριθμό αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου και αριθμός μετοχών που δεσμεύει ο καθένας από αυτούς τους μετόχους,

β) συνολικό αριθμό δεσμευμένων μετοχών και ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν (ίσο ή μεγαλύτερο του 80%),

γ) επωνυμία του θεματοφύλακα στον οποίο τηρούνται οι δεσμευμένες μετοχές (Τράπεζα ή ΕΠΕΥ πού, βάσει του καταστατικού της, παρέχει την παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία της φύλαξης τίτλων).

8. Δήλωση τον Αναδόχου ότι έχει στην κατοχή του τη δέσμευση της εταιρίας και τις επιμέρους έγγραφες δεσμεύσεις των μετόχων των οποίων οι μετοχές δεσμεύονται σύμφωνα με το άρθρο 2 του Ν. 2733/ 1997.

9. Δήλωση του Θεματοφύλακα ότι έχουν κατατεθεί σε αυτόν οι δεσμευμένοι τίτλοι των μετοχών (σε περίπτωση πού είναι άλλος από τον ανάδοχο).

10. Σύμβαση της εταιρίας με τον/τους Ειδικό/ους Διαπραγματευτή/ες, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο αρθρ. 8 της 7Δ/182/25-1-2000 απόφασης του ΔΣ της ΕΚ όπως ισχύει

11. Σε περίπτωση ορισμού Συμβούλου, υποβάλλεται από την εταιρία γνωστοποίηση τον Συμβούλου, υπογεγραμμένη και από τον ίδιο.

12. Οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.

12.1 Τυχόν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή

12.2 Οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις αντίστοιχες χρήσεις, οι οποίες θα πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.

12.3 Σε κάθε περίπτωση επισυνάπτονται οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών εταιριών των τελευταίων χρήσεων.

12.4 Εκθέσεις διαχείρισεως του ΔΣ της εταιρίας.

13. Φύλλα ελέγχου φορολογίας της εταιρίας, από τα οποία να προκύπτει ο φορολογικός έλεγχος της εταιρίας για όλες τις χρήσεις που έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις.

14. Στην περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, για τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση προσκομίζονται αντίστοιχα φύλλα ελέγχου φορολογίας.

15. Νομικός και οικονομικός-λογιστικός έλεγχος από ανεξάρτητους ελεγκτές, εφόσον έχουν πραγματοποιηθεί.

16. Επιστολή από τους Ορκωτούς ελεγκτές με την οποία ενημερώνεται το ΔΣ του ΧΑΑ:

α) εάν η εκδότρια διαθέτει σύστημα εσωτερικού ελέγχου κατά τις τελευταίες δύο χρήσεις και εάν αυτό είναι επαρκές ή χρήζει βελτιώσεων, β) εάν υπήρξαν διαφωνίες μεταξύ της διοίκησης της εταιρίας και των ιδίων και γ) βεβαιώνουν ότι οι οικονομικές προοπτικές της εταιρίας συντάχθηκαν σύμφωνα με τους κανόνες αξιολόγησης που έχει υιοθετήσει η εταιρία. Τα ανωτέρω προσκομίζονται από τον τακτικό ελεγκτή, είτε, εφόσον η εταιρία δεν ελεγχόταν από τακτικό ελεγκτή, από τον ανεξάρτητο.

17. Επιστολή υπογεγραμμένη από τα μέλη του ΔΣ της εκδότριας εταιρίας με την οποία δηλώνουν ότι έχουν λάβει πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο τον ενημερωτικού δελτίου.

18. Τρία αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις, νομικό, λογιστικό - οικονομικό έλεγχο. Κάθε αντίγραφο θα φέρει στο κάτω μέρος της κάθε σελίδας (footer) ειδική σήμανση με την ημερομηνία έκδοσής του και τον αύξοντα αριθμό της έκδοσης. Κάθε νέα έκδοση ενημερωτικού δελτίου που θα προσκομίζεται στο ΧΑΑ από τον ανάδοχο ενσωματώνοντας νέες ή τροποποιημένες πληροφορίες θα έχει τυπωμένες τις αλλαγές με ειδικό διακριτικό για να είναι εύκολα διακριτές. Ο Κύριος Ανάδοχος στο διαβιβαστικό του έγγραφο θα σημειώνει ότι οι μόνες αλλαγές στο ενημερωτικό δελτίο είναι αυτές που φέρουν το ειδικό διακριτικό.

19. Τρία αντίγραφα του Επενδυτικού Σχεδίου συντεταγμένου σύμφωνα με τα οριζόμενα στην σχετική απόφαση τον ΔΣ του ΧΑΑ.



20. Τρία αντίγραφα της Έκθεσης Αξιολόγησης του Κυρίου Αναδόχου στην οποία επισημαίνονται τα δυναμικά ή καινοτόμα στοιχεία της επιχείρησης
21. Πίνακας με ανάλυση κύκλου εργασιών ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με την ανάλυση της ΕΣΥΕ (ΣΤΑΚΟΔ 91).
22. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του φακέλου που υποβάλλεται (ως Παράρτημα 1) υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο. 23. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του ενημερωτικού δελτίου (ως Παράρτημα 2), υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο
24. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του Επενδυτικού Σχεδίου (ως Παράρτημα 3), υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο και την εταιρία.

Η αίτηση για την εισαγωγή της εταιρίας στη ΝΕΧΑ θα πρωτοκολλείται, εφόσον ο Κύριος Ανάδοχος έχει προσκομίσει όλα τα απαιτούμενα δικαιολογητικά και υπογράψει τις σχετικές καταστάσεις.

## **A2. Δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών νεοεισαγόμενων εταιριών στη ΝΕΧΑ**

Για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρίας στη ΝΕΧΑ, η Εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει:

1. Κατάσταση με τα στοιχεία των προσώπων, που απέκτησαν ή πρόκειται να αποκτήσουν μετοχές κατά τη διαδικασία εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο, καθ' οιονδήποτε τρόπο.

i) Στην κατάσταση θα αναγράφονται για κάθε πρόσωπο:

- \*το ονοματεπώνυμο και το πατρώνυμό του, ή η επωνυμία του (με αλφαβητική σειρά),
- \*η διεύθυνση κατοικίας του, ή η έδρα τον νομικού προσώπου,
- \*ο αριθμός αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατήριου ή Α.Φ.Μ., ο αριθμός των μετοχών που κατέχει ή θα αποκτήσει,
- \*ο τίτλος του αναδόχου ή υποαναδόχου (ή ο κωδικός τον αναδόχου) στον οποίο υπεβλήθη η αίτηση εγγραφής.

ii) Η κατάσταση θα χωρίζεται στις εξής δύο κατηγορίες:

- \*Θεσμικών επενδυτών και,
- \*μη Θεσμικών επενδυτών.

iii) Η κατάσταση για κάθε μία από τις ανωτέρω κατηγορίες θα χωρίζεται σε διαφορετικές ενότητες που θα αφορούν:

- α) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και δεν διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή,
- β) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές που δεν διατέθηκαν μέσω δημόσιας εγγραφής,
- γ) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή,
- δ) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές μέσω της δημόσιας εγγραφής.

Στο τέλος κάθε ενότητας και κατηγορίας θα πρέπει να εμφανίζονται τα σύνολα i) του αριθμού των επενδυτών μετόχων, ii) του αριθμού των μετοχών, iii) του ποσοστού στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου.

2. α) Κατάσταση με αλφαβητική σειρά με τα στοιχεία των μετόχων που κατέχουν ή πρόκειται να αποκτήσουν αριθμό μετοχών μικρότερο ή ίσο του 2% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας,

β) Κατάσταση με όλους τους άλλους μετόχους. Η κατάσταση αυτή θα απεικονίζει τη μετοχική σύνθεση της εταιρίας όπως θα διαμορφωθεί μετά την τυχόν μεταβίβαση υφισταμένων μετοχών.

3. Κατάσταση στην οποία θα αναφέρονται οι τυχόν μέτοχοι που θα διαθέσουν υφιστάμενες μετοχές μετά την εισαγωγή της Εταιρίας στο ΧΑΑ με σκοπό την επίτευξη της απαιτούμενης διασποράς.

4. Δήλωση του Κυρίου Αναδόχου για μεταβίβαση των μετοχών στον Ειδικό Διαπραγματευτή σύμφωνα με τη μέθοδο 8α της απόφασης 18/15-1-1999 του ΔΣ του ΧΑΑ. Η δήλωση πρέπει να περιέχει τουλάχιστον

- τις επωνυμίες των Ειδικών Διαπραγματευτών στους οποίους θα γίνουν οι μεταβιβάσεις,
- τον αριθμό των μετοχών που πρόκειται να μεταβιβαστούν,
- τα πλήρη στοιχεία των προσώπων που πρόκειται να μεταβιβάσουν τις μετοχές, - την ημερομηνία κατά την οποία θα λάβει χώρα η μεταβίβαση.
- δέσμευση ότι θα έχει ολοκληρωθεί 3 εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματιζόμενη έναρξη διαπραγμάτευσης η μεταβίβαση μετοχών στον Ειδικό Διαπραγματευτή σύμφωνα με τα οριζόμενα στην απόφαση 18/99 του ΔΣ του ΧΑΑ όπως ισχύει.

5. Τυχόν συμπλήρωμα του Ενημερωτικού Δελτίου σύμφωνα με το αρθρ. 24 π.δ. 348/85, στο οποίο θα περιέχεται κάθε επιπλέον πληροφορία σχετικά με τις μεταβιβάσεις δεσμευμένων μετοχών που έλαβαν χώρα μέχρι την έγκριση εισαγωγής (πλην αυτών που έγιναν προς τον Ειδικό Διαπραγματευτή), καθώς και δήλωση του Κυρίου Αναδόχου και της εταιρίας σχετικά με την νομιμότητα των μεταβιβάσεων και την ενημέρωση των νέων δικαιούχων ως προς την υφιστάμενη δέσμευση των μετοχών που απέκτησαν.

6. Βεβαίωση του Κυρίου Αναδόχου της έκδοσης ότι τηρήθηκε το άρθρο 4 του Κανονισμού Αναδόχων.

7. Πίνακα, που καταρτίζει ο Κύριος Ανάδοχος με τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία του παραρτήματος 2

### **A3. Δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών στη NEXA**

Για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών μίας εταιρείας στη NEXA, η Εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει

1. Επικυρωμένο αντίγραφο της ανακοίνωσης της Νομαρχίας της έδρας της εταιρίας σχετικά με την έγκριση της τροποποίησης του άρθρου του καταστατικού περί μετοχικού κεφαλαίου.

2. Επικυρωμένο πρακτικό του Δ.Σ. της εταιρίας που να πιστοποιεί την ολοσχερή καταβολή του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο και υπέρ το άρτιο).

3. Αντίγραφο Τ.Α.Π.Ε.Τ. από το Εθνικό Τυπογραφείο για την δημοσίευση της απόφασης του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. που αφορά την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στη NEXA.

4. Αντίγραφο παραστατικού εξόφλησης οικονομικών υποχρεώσεων της εταιρίας προς το Χ.Α.Α. (εφάπαξ ποσό δικαιώματος εισαγωγής μετοχών και συνδρομή του τρέχοντα τριμήνου).

5. Αντίγραφο παραστατικού καταβολής ποσού 0,02 % επί της συνολικής κεφαλαιοποίησης, υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Τράπεζα της Ελλάδος.

6. Επιστολή από την εταιρία στην οποία θα:

6.1 ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο ΧΑΑ.

6.2 θα βεβαιώνεται ότι η εταιρία έχει αποστείλει στο ΚΑΑ το Αρχείο Κατανομής Δικαιούχων και αρχείο κατανομής δεσμευμένων μετοχών, σύμφωνα με τα άρθρα 76, 49, 49 α και 52 του Κανονισμού ΣΑΤ, όπως ισχύουν κάθε φορά και ότι κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης θα έχουν πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες όλες οι μερίδες:

α) των επενδυτών που είτε κατείχαν μετοχές πριν την δημόσια εγγραφή και την ιδιωτική τοποθέτηση, είτε απέκτησαν μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής ή και Ιδιωτικής τοποθέτησης,

β) τον/ων ειδικού/ων διαπραγματευτή/ών.

6.3 αναφέρονται τα ονόματα των δύο ημερήσιων - πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση με την οποία γνωστοποιείται η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας στο Χ.Α.Α. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών.

7. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου με την οποία θα βεβαιώνει ότι κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης θα έχουν πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες, α) όλες οι μερίδες των επενδυτών που είτε κατείχαν μετοχές πριν την δημόσια εγγραφή και την ιδιωτική τοποθέτηση, είτε απέκτησαν μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής ή και Ιδιωτικής τοποθέτησης και

β) η μερίδα/ες τον/ων ειδικού/ων διαπραγματευτή/ών.

8. Η εταιρία μέσω του Κυρίου Αναδόχου υποχρεούται να προσκομίσει τα δικαιολογητικά των σημείων 1 έως και 5 το αργότερο 4 εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματιζόμενη ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης

9. Όσον αφορά τα δικαιολογητικά των σημείων 6 και 7, θα πρέπει να αποστέλλονται στο Χρηματιστήριο, με ευθύνη του Κυρίου Αναδόχου, το αργότερο δύο εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματιζόμενη ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης.

## **Άρθρο 2**

### **Μονάδα Διαπραγμάτευσης**

Ορίζει ως ελάχιστη Μονάδα Διαπραγμάτευσης τον τίτλο των δέκα μετοχών.

## **Άρθρο 3**

### **Οικονομικά στοιχεία σε ΕΥΡΩ**

Ενημερωτικά Δελτία που δημοσιεύονται μετά την 1-1-2001, ανεξάρτητα από τον χρόνο υποβολής τους στο ΧΑΑ, απεικονίζουν σε ΕΥΡΩ και δραχμές τα οικονομικά στοιχεία που περιλαμβάνονται σε αυτά. Οικονομικά στοιχεία προηγούμενων της τελευταίας, πριν την υποβολή της αίτησης, χρήσεων, είναι δυνατόν να απεικονίζονται μόνο σε δραχμές, εφόσον από τον τρόπο παρουσιάσής τους δεν δημιουργείται κίνδυνος σύγχυσης του επενδυτικού κοινού.

## ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΝΕΟΕΙΣΑΧΘΕΙΣΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Όπως προαναφέρθηκε, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι Α.Μ.Κ. που ακολουθούν την εισαγωγή των εταιριών στο χρηματιστήριο συνδέονται άμεσα με την αρχική υποτίμηση της τιμής της μετοχής κατά την είσοδό της στο χρηματιστήριο. Η εμπειρική αυτή διερεύνηση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθεισών μετοχών επιτυγχάνεται με την ανάλυση των αποδόσεων που απολαμβάνουν οι επενδυτές, όταν αγοράζουν μετοχές στο στάδιο της δημόσιας εγγραφής. Οι αποδόσεις μετρώνται με δυο τρόπους:

**(α) Απλές Αποδόσεις (Raw returns):** Πρόκειται για τις αποδόσεις που βασίζονται στη σύγκριση της τιμής εισαγωγής με την τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή μετά την εισαγωγή της. Ως σημεία αναφοράς λαμβάνουμε:

- (i) Την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο,
- (ii) Ένα μήνα αργότερα (23η ημέρα διαπραγμάτευσης),
- (iii) Δύο μήνες αργότερα (45η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- (iv) Ένα χρόνο αργότερα (365 ημερολογιακές ημέρες).

Με αυτό τον τρόπο υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις 1<sup>ης</sup> ημέρας διαπραγμάτευσης (R1), 1<sup>ου</sup> μήνα διαπραγμάτευσης (R23), 1<sup>ου</sup> Διμήνου Διαπραγμάτευσης (R45) και 1<sup>ου</sup> Έτους Διαπραγμάτευσης (R365).

Για παράδειγμα η απόδοση R1 υπολογίζεται ως:

$$R1 = \frac{\text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R23, R45, και R365, αντί της τιμής κλεισίματος της 1<sup>ης</sup> ημέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι τιμές την

23η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45η ημέρα διαπραγμάτευσης και ένα χρόνο αργότερα.

Ανάλογες αποδόσεις ενός μηνός, δύο μηνών και ενός έτους υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής αλλά την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο. Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις ενός μηνός (R1M), δυο μηνών (R2M), και ενός έτους (R12M) με βάση την τιμή κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η απόδοση R1M υπολογίζεται από τον τύπο:

$$R1M = \frac{\text{Τιμή μετοχής την 23<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή 1<sup>η</sup> Συναλλαγής}}{\text{Τιμή 1<sup>η</sup> Συναλλαγής}}$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R2M και R12M χρησιμοποιούνται αντίστοιχα η τιμή της μετοχής την 45η ημέρα διαπραγμάτευσης και 365 ημερολογιακές ημέρες αργότερα, αντιστοίχως.

**(β) Επιπλέον Αποδόσεις (Excess returns, or Adjusted returns):** Εκτός των Απλών Αποδόσεων υπολογίζονται και οι Επιπλέον Αποδόσεις (Excess ή Adjusted returns). Για τον υπολογισμό της επιπλέον απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης. Ως απόδοση χρηματιστηριακής αγοράς (Rm) λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή τον Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών,

$$R_m = \frac{\Gamma\Delta X_1 - \Gamma\Delta X_0}{\Gamma\Delta X_0} * 100$$

όπου: ΓΔΧ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 0 είναι η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Για τις αποδόσεις R1, R23, R45 και R365 ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η

τελευταία ημερομηνία εγγραφών. Για τις αποδόσεις R1M, R2M και R12M ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η ημερομηνία 1<sup>ης</sup> διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο.

Αυτή η προσαρμογή είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν όχι μόνον τα χαρακτηριστικά των εταιρειών τους, αλλά επηρεάζονται και από τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται ιδιαίτερα αναγκαία, όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότεροι περίοδοι ανάλυσης αυτής της μελέτης. Ας σημειωθεί πως η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής δεν λαμβάνει πλήρως υπόψη της τον κίνδυνο. Και αυτό γιατί κάνει τη σιωπηρή υπόθεση πως ο συστηματικός κίνδυνος των νεοεισαχθέντων μετοχών είναι ίδιος με αυτόν του χρηματιστηριακού δείκτη (δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1). Η υπόθεση αυτή δεν αντικατοπτρίζει απόλυτα την πραγματικότητα, αφού ο συστηματικός κίνδυνος των νεοεισαχθέντων εταιριών είναι γενικά υψηλότερος από τον κίνδυνο του χρηματιστηριακού δείκτη.

Η υπόθεση αυτή απαντάται και σε ανάλογες μελέτες στη διεθνή βιβλιογραφία και δικαιολογείται από την αδυναμία επακριβούς προσδιορισμού τον πραγματικού συντελεστή βήτα για μετοχές εταιριών που δεν έχουν χρηματιστηριακή προϊστορία. Στην πραγματικότητα ο συντελεστής βήτα αρκετών μετοχών (π.χ. κατασκευαστικών εταιριών) είναι μεγαλύτερος της μονάδας με αποτέλεσμα οι υπολογιζόμενες επιπλέον αποδόσεις να υπερεκτιμούν τις πραγματικές επιπλέον αποδόσεις. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει για μετοχές με συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας.

Η επιπλέον απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, ER1, υπολογίζεται ως:

$$ER1 = R1 - Rm(1)$$

Ανάλογα υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M, και ER12M.

Συνολικά λοιπόν υπολογίζονται και αναλύονται για κάθε μετοχή δεκατέσσερις αποδόσεις:

R1, R23, R45, R365, R1M, R2M, R12M,  
ER1, ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M, ER12M

Τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής, έχουν χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση παλινδρόμησης του κεφαλαίου 6 της παρούσας διατριβής.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α., ΛΟΓΩ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, έχοντας υπόψη τις διατάξεις: του άρθρου 17 του ν. 2324/95 όπως ισχύει, του άρθρου 1 παρ. 7 του ν. 2651/98 όπως ισχύει, της απόφασης με αριθ. 18/99 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., της απόφασης με αριθ. 20/99 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., την ανάγκη καθορισμού του τρόπου προσαρμογής της τιμής των μετοχών, λόγω εταιρικών γεγονότων, αποφάσισε όπως οι μέθοδοι προσαρμογής της τιμής των μετοχών εισηγμένων εταιριών λόγω εταιρικών πράξεων καθοριστούν ως εξής:

### ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΥΠΟΘΕΣΗ

$$(1\alpha = 1\beta)$$

$$ΠΧΑ + ΑΚ = ΝΧΑ (1\alpha)$$

$$(N0 \times T_k) + (N1 \times T\delta) = (N0 + N1) \times T\pi$$

ΠΧΑ = Παλαιά Χρηματιστηριακή Αξία (προ εταιρικής πράξης)

ΝΧΑ = Νέα Χρηματιστηριακή Αξία (μετά εταιρική πράξη) ΑΚ = Αντληθέντα  
Κεφάλαια (κατά περίπτωση)

N0 = αριθμός Παλαιών μετοχών της εταιρίας

Tk = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

Tδ = τιμή διάθεσης μετοχής

N1 = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από καταβολή μετρητών

Tπ = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

## 1. ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### 1.1 ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

Στις περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, η παλαιά χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας προσανξάνεται κατά τα αντληθέντα κεφάλαια και ισούται με τη νέα χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T\pi$ , ισούται:

$$T\pi = [(N0 \times Tk) + (N1 \times T\delta)] / (N0 + N1) \quad (2)$$

$T\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N0$  = αριθμός Παλαιών μετοχών της εταιρίας

$Tk$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T\delta$  = τιμή διάθεσης μετοχής

$N1$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από καταβολή μετρητών

Ο παλιός μέτοχος είναι κάτοχος Δικαιωμάτων συμμετοχής στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, τα οποία διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ. Ο συνολικός αριθμός δικαιωμάτων που διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. ισούται με  $N0$ . Η τιμή εκκίνησης διαπραγμάτευσης των Δικαιωμάτων,  $\Delta$ , βάσει της (1), ισούται:

$$\Delta = [N1 \times (T\pi - T\delta)] / N0 \quad (3)$$

$\Delta$  = Τιμή Εκκίνησης Διαπραγμάτευσης Δικαιώματος

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο Χ.Α.Α. διαφέρει και - κατά συνέπεια - έπεται της ημερομηνίας προσαρμογής της τιμής της μετοχής. Συνεπώς, στον τύπο (3)  $T\pi = Tk$ , όπου  $Tk$  η τιμή κλεισίματος μετοχής προ της έναρξης διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων.

## **1.2. ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ**

### **1.2.1. Διανομή Δωρεάν Μετοχών**

Στις περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω κεφαλαιοποίησης αποθεματικών με διανομή δωρεάν μετοχών, η νέα χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας ισούται με την παλαιά χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας, καθώς δεν υφίσταται άντληση κεφαλαίων.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T\pi$ , ισούται:

$$T\pi = (N0 \times Tk) / (N0 + N2) \quad (4)$$

$T\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N0$  = αριθμός Παλαιών μετοχών της εταιρίας

$Tk$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$N2$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από διανομή δωρεάν μετοχών

( $T\delta = 0 \Rightarrow N1 \times T\delta = 0$ )

### 1.2.2 Αύξηση Ονομαστικής Τιμής Μετοχής

Στις Περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω κεφαλαιοποίησης αποθεματικών με αύξηση ονομαστικής τιμής υφιστάμενων μετοχών μόνο, χωρίς διανομή νέων δωρεάν μετοχών, δεν συνεπάγεται μεταβολή της τιμής της μετοχής. Βάσει της Υπόθεσης (1), η τιμή της μετοχής δεν προσαρμόζεται:

$$T\pi = Tk \text{ (5)}$$

$T\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$Tk$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)  $N1=0$

### 1.3 ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

Στις Περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (υπέρ των παλαιών μετόχων), η παλαιά χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας προσαυξάνεται κατά τα αντληθέντα κεφάλαια του ομολογιακού δανείου και ισούται με τη νέα χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T\pi$ , ισούται:

$$T\pi = [(N0 \times Tk) + (N\mu \times T\mu)] / (N0 + N\mu) \text{ (6)}$$

$T\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N0$  = αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρίας

$Tk$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T\mu$  = τιμή μετατροπής ομολογίας σε μετοχή

$N\mu$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από μετατροπή ομολογιών

Η τιμή εκκίνησης διαπραγματεύσεως των Δικαιωμάτων,  $\Delta$ , βάσει της (1), ισούται:

$$\Delta = [N\mu \times (T\pi - T\mu)] / N0 \text{ (7)}$$

$\Delta$  = Τιμή Εκκίνησης Διαπραγμάτευσης Δικαιώματος

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο Χ.Α.Α. διαφέρει και - κατά συνέπεια - έπεται της ημερομηνίας προσαρμογής της τιμής της μετοχής. Συνεπώς, στον τύπο (7)  $T\pi = T_k$ , όπου  $T_k$  η τιμή κλεισίματος μετοχής προ της έναρξης διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων.

Εάν στον τύπο (6)  $T\pi > T_k$ , τότε δεν πραγματοποιείται προσαρμογή τιμής της μετοχής για το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο. Ακολούθως, δεν διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. δικαιώματα για το δάνειο αυτό.

#### **1.4 ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

##### **1.4.1 Συνδυασμένη Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με Καταβολή Μετρητών & Διανομή Δωρεάν Μετοχών**

Στις Περιπτώσεις συνδυασμένης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω καταβολής μετρητών και διανομής δωρεάν μετοχών, η παλαιά χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας προσαυξάνεται κατά τα αντληθέντα κεφάλαια και συνεπάγεται τη νέα χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας, ενώ ο συνολικός αριθμός μετοχών της εταιρίας περιλαμβάνει και τις διανεμηθείσες δωρεάν μετοχές.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T\pi$ , ισούται:

$$T\pi = [(N_0 \times T_k) + (N_1 \times T\delta)] / (N_0 + N_1 + N_2) \quad (8)$$

$T\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N_0$  = αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρίας

$T_k$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T\delta$  = τιμή διάθεσης μετοχής

$N_1$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από καταβολή μετρητών

$N_2$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από διανομή δωρεάν μετοχών

##### **1.4.2 Αυξήσεις με Δύο ή Περισσότερες Κατηγορίες Μετοχών**

Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (με καταβολή μετρητών ή / και διανομή δωρεάν μετοχών) όταν διαπραγματεύονται δύο (ή περισσότερες) κατηγορίες μετοχών (πχ. Κοινές & προνομιούχες) υποδιαιρούνται στις ακόλουθες δύο περιπτώσεις:

###### **1.4.2.1 Η μία κατηγορία μετοχών δεν συμμετέχει στην άλλη**

Στην περίπτωση αυτή, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά την αυτή κατηγορία μετοχής (δηλ. στις παλαιές κοινές μετοχές δίδονται νέες κοινές μετοχές, στις παλαιές προνομιούχες μετοχές δίδονται νέες προνομιούχες μετοχές). Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής (κοινής ή προνομιούχου),  $T\pi$ , ισούται:

$$T\pi = [(N0 \times Tk) + (N1 \times T\delta)] / (N0 + N1 + N2) \quad (9)$$

$T\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη (κοινής ή προνομιούχου) μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N0$  = αριθμός παλαιών (κοινών ή προνομιούχων) μετοχών της εταιρίας

$Tk$  = τιμή κλεισίματος (κοινής ή προνομιούχου) μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T\delta$  = τιμή διάθεσης (κοινής ή προνομιούχου) μετοχής

$N1$  = αριθμός νέων (κοινών ή προνομιούχων) μετοχών της εταιρίας από καταβολή μετρητών

$N2$  = αριθμός νέων (κοινών ή προνομιούχων) μετοχών της εταιρίας από δωρεάν διανομή (εάν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά μόνο καταβολή μετρητών  $N2 = 0$ , άρα ισχύει ο τύπος (2), εάν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά μόνο δωρεάν διανομή  $N1 = T\delta = 0$ , άρα ισχύει ο τύπος (4))

Η τιμή εκκίνησης διαπραγμάτευσης των Δικαιωμάτων (κοινών ή προνομιούχων),  $\Delta$  (σε Περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών), βάσει της (1), ισούται:

$$\Delta = [N1 \times (T\pi - T\delta)] / N0 \quad (10)$$

$\Delta$  = Τιμή Εκκίνησης Διαπραγμάτευσης Δικαιώματος (κοινών ή προνομιούχων) μετοχών

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο Χ.Α.Α. διαφέρει και - κατά συνέπεια - έπεται της ημερομηνίας προσαρμογής της τιμής της μετοχής. Συνεπώς, στον τύπο (10)  $T\pi = Tk$ , όπου  $Tk$  η τιμή κλεισίματος μετοχής προ της έναρξης διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων.

#### **1.4.2.2 Η μία κατηγορία μετοχών συμμετέχει στην άλλη**

Στην περίπτωση αυτή, σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η μία κατηγορία

μετοχής συμμετέχει στην άλλη κατηγορία μετοχής (πχ. στις παλαιές κοινές και προνομιούχες μετοχές διατίθενται νέες κοινές μετοχές).

Βάσει της Υπόθεσης (1), και έστω ότι νέες κοινές μετοχές δίδονται με καταβολή μετρητών και διανομή δωρεάν μετοχών στις παλαιές κοινές και προνομιούχες μετοχές, η προσαρμοσμένη τιμή της κοινής μετοχής (Τπλ) και της προνομιούχου μετοχής (Τπρ), ισούται αντίστοιχα:

$$T_{\pi}^{\lambda} = [(N_0^{\lambda} \times T_{\kappa}^{\lambda}) + (N_1^{\lambda} \times T_{\delta}^{\lambda})] / (N_0^{\lambda} + N_1^{\lambda} + N_2^{\lambda}) \quad (11\alpha)$$

$$T_{\pi}^{\rho} = [(N_0^{\rho} \times T_{\kappa}^{\rho}) + (N_1^{\rho} \times T_{\delta}^{\rho}) - (T_{\pi}^{\lambda} \times (N_1^{\rho} + N_2^{\rho}))] / N_0^{\rho} \quad (11\beta)$$

Τπ = τιμή προσαρμοσμένη (κοινής ή προνομιούχου) μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

N0 = αριθμός παλαιών (κοινών ή προνομιούχων) μετοχών της εταιρίας

Tκ = τιμή κλεισίματος (κοινής ή προνομιούχου) μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

Tδ = τιμή διάθεσης (κοινής) μετοχής

N1 = αριθμός νέων (κοινών) μετοχών της εταιρίας από καταβολή μετρητών

N2 = αριθμός νέων (κοινών) μετοχών της εταιρίας από διανομή δωρεάν μετοχών

λ = κοινή μετοχή, ρ = προνομιούχος μετοχή

(εάν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά μόνο καταβολή μετρητών N2 = 0, εάν ή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά μόνο δωρεάν διανομή N1 = Tδ = 0)

Η τιμή εκκίνησης διαπραγμάτευσης των Δικαιωμάτων, Δ, (στην περίπτωση καταβολής μετρητών), βάσει της (1), ισούται:

$$\Delta^{\lambda} = [N_1^{\lambda} \times (T_{\pi}^{\lambda} - T_{\delta}^{\lambda})] / N_0^{\lambda} \quad (12\alpha)$$

$$\Delta^{\rho} = [N_1^{\rho} \times (T_{\pi}^{\lambda} - T_{\delta}^{\lambda})] / N_0^{\rho} \quad (12\beta)$$

Δ = Τιμή Εκκίνησης Διαπραγμάτευσης Δικαιώματος

λ = κοινή μετοχή, ρ = προνομιούχος μετοχή

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο Χ.Α.Α. διαφέρει και - κατά συνέπεια - έπεται της ημερομηνίας προσαρμογής τιμής κοινών και προνομιούχων μετοχών. Συνεπώς, στους τύπους (12α) & (12β), Τπλ=Τκλ, όπου Τκλ η τιμή κλεισίματος της κοινής μετοχής προ της έναρξης διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων.

Εάν  $N_{1λ} / N_{0λ} = N_{1ρ} / N_{0ρ}$ , τότε  $\Delta λ = \Delta ρ$ .

#### **1.4.3 Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Πληρωτέων Μερισμάτων**

Στην περίπτωση αυτή, η εταιρία μπορεί να διανέμει (μετά τη διανομή του πρώτου μερίσματος) ένα μέρος ή ολόκληρο το πρόσθετο μέρισμα σε νέες δωρεάν μετοχές.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T_{π}$ , ισούται με τον τύπο (4):

$$T_{π} = (N_0 \times T_k) / (N_0 + N_2) \quad (13)$$

$T_{π}$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N_0$  = αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρίας

$T_k$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$N_2$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από διανομή δωρεάν μετοχών

## **2. ΕΙΔΙΚΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

### **2.1 ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗ**

Στην Περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης εταιρίας με ιδιωτική τοποθέτηση (στην ίδια ή σε διαφορετική τιμή διάθεσης για τους ιδιώτες μετόχους), με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, προσαυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας κατά τα εισρέοντα ιδιωτικά κεφάλαια.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T_{π}$ , ισούται:

$$T_{π} = [(N_0 \times T_k) + (N_1^{1δ} \times T_{δ^{1δ}})] / (N_0 + N_1^{1δ}) \quad (15)$$

$T_{π}$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N_0$  = αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρίας

$T_k$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T_{διδ}$  = τιμή (ιδιωτικής) διάθεσης μετοχής

$N_{1ιδ}$  = αριθμός νέων (ιδιωτικής διάθεσης) μετοχών της εταιρίας

### **2.1.1 Συμμετοχή εργαζομένων**

Μία ειδική περίπτωση ιδιωτικής τοποθέτησης είναι αυτή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (με καταβολή μετρητών ή / και διανομή δωρεάν μετοχών) με μερική παραίτηση των παλαιών μετόχων υπέρ των εργαζομένων της εταιρίας. Σε αυτή την περίπτωση, προσαυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, κατά τα αντληθέντα κεφάλαια. Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T_\pi$ , ισούται:

$$T_\pi = [(N_0 \times T_k) + (N_1 \times T_{δ1}) + (N_e \times T_{δε})] / [N_0 + N_1 + N_e + N_2] \quad (16)$$

$T_\pi$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N_0$  = αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρίας

$T_k$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T_{δ1}$  = τιμή διάθεσης μετοχής που καταβάλλουν οι παλαιοί μέτοχοι

$T_{δε}$  = τιμή διάθεσης μετοχής που καταβάλλουν οι εργαζόμενοι

$N_1$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από καταβολή μετρητών

$N_2$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας από δωρεάν διανομή

$N_e$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας προς τους εργαζομένους

(εάν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά μόνο καταβολή μετρητών  $N_2 = 0$ , εάν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αφορά μόνο δωρεάν διανομή  $N_1 = T_{δ1} = 0$ )

### **2.2 ΜΕΤΑΤΑΞΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ή ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

#### **ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ**

Στην περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω μετάταξης της εταιρίας από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ, ή λόγω δημόσιας εγγραφής, με παραίτηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, προσαυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, κατά τα αντληθέντα κεφάλαια.

Βάσει της Υπόθεσης (1), η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής,  $T_\pi$ , ισούται με τον τύπο (2):

$$T_\pi = [(N_0 \times T_k) + (N_1 \times T_{δ})] / (N_0 + N_1) \quad (17)$$



$T_{\pi}$  = τιμή προσαρμοσμένη μετοχής (μετά εταιρική πράξη)

$N_0$  = αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρίας

$T_{\kappa}$  = τιμή κλεισίματος μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

$T_{\delta}$  = τιμή διάθεσης μετοχής

$N_1$  = αριθμός νέων μετοχών της εταιρίας

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1. Affleck-Graves J., S. Hedge, R.E Miller  
"Conditional price trends in the aftermarket for initial public offerings."  
Financial Management-1996
2. Allen F., G. Faulhaber  
"Signaling by underpricing in the IPO Market."  
Journal of Financial Economics-1989
3. Asquith P., Mendelson H.  
"Equity Issues and Offering Dillution"  
Journal of Finance-1986
4. Bharat Jain, Omesh Kini  
"The Post-Issue Operating Performance of IPO firms  
Journal of Finance-1994
5. Booth J.R. , L. Chua  
"Ownership Dispersion, costly information and IPO underpricing"  
Journal of Finance-1996
6. Brown S. , Warner B. Jerold  
"Using daily stock returns-the case of event studies"  
Journal of Financial Economics
7. Brealey A. Richard, Myers Stewart  
"Principles of Corporate Finance"  
Mc Graw – Hill -1991
8. Brown S.J. , Warner J.B.  
" Using daily Stock Returns: the case of event studies"  
Journal of Finace-1985
9. Chemmanur T.  
"The pricing of IPO: a Dynamic Model with Information Production"  
Journal of Finance-1993
10. Downes ,David ,Heikel R.  
"Signaling and the Valuation of unseasoned new issues"  
Journal of Finance-1982
11. Faugeron, E. Ginglinger, V. Vijayraghan  
"French IPO returns and subsequent security offerings: Signaling hypothesis vs  
market feedback hypothesis."  
Research-2000

12. Garfinkel J.  
"IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality?"  
Financial Management-1993
13. Gary Koop, Kai Li,  
"The Valuation of IPO,SEO and Post-Chapter 11 Firms: A Stochastic Frontier Approach"  
Research-1998
14. Grinblatt M., C. Hwang  
"Signaling and the Pricing of New Issues"  
Journal of Finance-1989
15. Hanley K.W.  
"The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon"  
Journal of Financial Economics-1993
16. Ibbotson, Roger G, Jody L., Sindelar , jay R, Ritter  
"Initial Public Offerings"  
Journal of Applied Corporate Finance-1988
17. Jegadeesh N, Weinstein M., Welch I.  
"An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings."  
Journal of Financial Economics-1993
18. Krigman L., Shaw W., Womack K.  
"The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping.  
Journal of Finance-1999
19. Mello A.S., Parsons J.  
"Going public and the ownership structure of the firm"  
Journal of Financial Economics-1998
20. Michaely R., Shaw W.H.  
"The pricing of IPO:tests of adverse selection and signaling theories."  
The Review of Financial Studies-1994
21. Mikkelson Wayne, Partch Megan  
"Stock price effects and costs of secondary distributions"  
Journal of Financial Economics-1985
22. Ruud J.S.  
"Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle."  
Journal of Financial Economics-1993

23. Spiess D.K., Pettway R.H.  
"The IPO and the first seasoned equity sale : issue proceeds, owner/managers' wealth and the underpricing signal"  
Journal of Banking and Finance-1997
24. Stoughton N. and Zechner J.  
"IPO mechanisms, monitoring and ownership structure"  
Journal of Financial Economics-1998
25. Tsangarakis V. Nickolaos  
"Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets : Evidence from rights offerings in Greece."  
Financial Management-1996
26. Welch I.  
"Seasoned Offerings, Immitation Costs and the Underpricing of IPO."  
Journal of Finance-1989
27. Γ. Καραθανάσης  
" Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές."  
Αθίνα 1999
28. Γ. Παπαϊωάννου , Ν Τραυλός, Ν. Τσαγκαράκης  
"Διανομή δωρεάν μετοχών στην Ελλάδα: Εμπειρική διερεύνηση ης επίδρασής τους στην αξία της επιχείρησης."  
Η Ελληνική κεφαλαιαγορά-1997
29. Γ. Παπαϊωάννου , Ν Τραυλός  
" Εισαγωγές εταιριών στο Χ.Α.Α.: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση

|                                                                                                       |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 (ΕΙΣΑΓΩΓΗ).....                                                                          | 1  |
| 1.1 ΓΕΝΙΚΑ.....                                                                                       | 2  |
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 (ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ & ΤΡΟΠΟΙ Α.Μ.Κ.).....                                                   | 6  |
| 2.1. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....                                                                             | 7  |
| 2.1.1. Διαδικασίες εισαγωγής νέων μετοχών προς διαπραγμάτευση.....                                    | 7  |
| 2.1.2. Κατάλογοι απαιτούμενων δικαιολογητικών.....                                                    | 17 |
| 2.2. ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....                                                          | 22 |
| 2.2.1. Α.Μ.Κ. με την Καταβολή Μετρητών.....                                                           | 22 |
| 2.2.2. Α.Μ.Κ. με Κεφαλαιοποίηση της Υπεραξίας των Πάγιων Περιουσιακών<br>Στοιχείων της Εταιρείας..... | 25 |
| 2.2.3. Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών.....                                 | 26 |
| 2.2.4. Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με ενσωμάτωση υποχρεώσεων.....                                      | 27 |
| 2.2.5. Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με συγχώνευση επιχειρήσεων.....                                     | 27 |
| 2.2.6. Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Κεφαλαιοποίηση των Μερισμάτων.....                               | 28 |
| 2.2.7. Έκδοση Νέων Μετοχών με Μετρητά, με Δικαίωμα Προτίμησης στους<br>Παλιούς Μετόχους.....          | 29 |
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 (ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ & ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ<br>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ).....                           | 30 |
| 3.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ.....                                                               | 31 |
| 3.1.1 Signaling/Asymmetric Information Hypothesis.....                                                | 31 |
| 3.1.2 Market Feedback hypothesis.....                                                                 | 32 |
| 3.1.3 Pooling Hypothesis.....                                                                         | 33 |
| 3.1.4 Substitution Hypothesis.....                                                                    | 33 |
| 3.1.5 Price Pressure Hypothesis.....                                                                  | 34 |
| 3.2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....                                                                | 34 |
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ( ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ).....                                              | 51 |

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.2. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....                                                                  | 52  |
| 4.3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ.....                                       | 55  |
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 (ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ).....         | 58  |
| 5.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ Α.Μ.Κ. ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ.....                                        | 59  |
| 5.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ Α.Μ.Κ. ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ.....                                        | 60  |
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 (ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ).....                                              | 63  |
| 6.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ.....                                             | 64  |
| 6.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ.....                                            | 66  |
| ❖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 (ΠΕΡΙΛΗΨΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ).....                                                      | 77  |
| ❖ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....                                                                             | 81  |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΝΕ.Χ.Α.....                                                       | 82  |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΝΕΟΕΙΣΑΧΘΕΙΣΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α..... | 93  |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ Α.Μ.Κ.....                          | 101 |