

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗ ΤΙΜΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.

252



Της φοιτήτριας Αικατερίνης Καραμπίνα
Επιβλέπων Καθηγητής : Νικόλαος Τσαγκαράκης

Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Μεταπτυχιακό Τμήμα Χρηματοοικονομική Ανάλυση
Αθήνα, 30/09/2003



00141738

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	41738 + <u>Κίστερα</u> <i>7clawagp</i>
COMP.	25583
ΤΑΞΗ:	332.63. ΚΑΡ
ΒΙΒΛΙΟ ΠΗΚΗ	

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**
2. **ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**
 - 2.1 Μετοχικό κεφάλαιο και τρόπος καταβολής
 - 2.2 Διαδικασίες αύξησης μετοχικού κεφαλαίου
 - 2.3 Γενικά Διατάξεις
 - 2.4 Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και δικαιώματα προτίμησης
 - 2.5 Αύξηση κεφαλαίου με απόφαση της Γ.Σ
 - 2.6 Αύξηση κεφαλαίου με απόφαση του Δ.Σ
 - 2.7 Δημοσιότητα των αποφάσεων της Γ.Σ και του Δ.Σ για αύξηση κεφαλαίου Α.Ε
 - 2.8 Ειδικά θέματα φορολογίας αυξήσεων κεφαλαίου
3. **Μέθοδοι αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου ΑΕ και προσαρμογή των τιμών των μετοχών**
4. **Εμπειρικές έρευνες και θεωρίες**
5. **Εμπειρικά αποτελέσματα**
6. **Προσαρτήματα**
 - 6.1 Υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής και της αξίας του δικαιώματος
 - 6.2 Το πρόβλημα της προσαρμογής των ιστορικών στοιχείων των τιμών των μετοχών
 - 6.3 Παράμετροι που επηρεάζουν την τιμή έκδοσης της μετοχής
 - 6.4 Τροποποίηση της σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου
7. **Βιβλιογραφία**

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην μελέτη αυτή αναλύονται κάποια θέματα αναφορικά με τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου καθώς μια ολοκληρωμένη προσέγγιση του θέματος είναι πολύπλευρη και απαιτεί ανάπτυξη πολλών θεμάτων και απόψεων.

Μια πρώτη προσέγγιση είναι το νομικό πλαίσιο τους στον Ελλαδικό χώρο των αυξήσεων που γίνονται είτε με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των εταιρειών είτε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η κατά καιρούς αρθρογραφία που υπάρχει για το εν λόγω θέμα είναι σημαντική σε όγκο και πολύπλευρη, καμιά φορά αντιφατική σε απόψεις. Ενδεικτικά αναφέρουμε μερικά πορίσματα σημαντικών αναλυτών και οικονομολόγων επί του θέματος.

Παραθέτουμε συνοπτικά ακόμη τους τρόπους αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και τις συνέπειες τους σε κάθε περίπτωση για τον επενδυτή, την αξία της εταιρείας και την τιμή της μετοχής. Διακρίνουμε την πραγματική αύξηση του κεφαλαίου με καταβολή μετρητών από την εικονική αύξηση που γίνεται είτε βάση νόμου είτε με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης επισημαίνοντας ότι η κεφαλαιοποίηση των κερδών της χρήσης, των αποθεματικών και της υπεραξίας είναι οι τρεις συνηθέστερες μορφές εικονικής αύξησης. Όσον αφορά την αύξηση με καταβολή μετρητών λαμβάνουμε υπόψη μας το ύψος των εσόδων έκδοσης καθώς και την τιμή έκδοσης για την οποία πρέπει να συνεκτιμηθούν: η χρηματιστηριακή συγκυρία καθώς και η διασπορά των μετοχών.

Παρατηρούμε επίσης ότι διαφορές στο επίπεδο κινδύνου, στα φορολογικά θέματα και ο όγκος των συναλλαγών δεν επαρκούν για να αιτιολογήσουν υπεραποδόσεις που διαπιστώνονται μετά από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Σε γενικότερη βάση διαπιστώνεται ότι οι εταιρείες πραγματοποιούν αυξήσεις όταν η τιμή της μετοχής τους είναι υπερτιμημένη προσπαθώντας με κάθε τρόπο να επηρεάσουν τους επενδυτές παραπλανώντας τους για την πορεία των εσόδων της εταιρείας πάντα με στόχο την αύξηση της τιμής της μετοχής στην αγορά. Η προσοχή μας στρέφεται στις εταιρείες με υψηλό δείκτη q -Tobin που έχουν δηλαδή επενδυτικά σχέδια με θετικές Καθαρές Παρούσες Αξίες και προοπτικές ανάπτυξης των οποίων οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου φαίνονται πιο ελκυστικές για τον επενδυτή.

Μελέτες έχουν καταδείξει ότι οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις που σχετίζονται με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου διαφέρουν σημαντικά σε σχέση με τις οικονομικές συνθήκες την περίοδο της έκδοσης. Οι οικονομικές συνθήκες και η επενδυτική αξία είναι πιθανοί παράγοντες που επεξηγούν τις παρατηρούμενες μεταβολές των τιμών των μετοχών.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που παρατίθενται σε αυτή τη μελέτη είναι τόσο για την αγορά στην Ελλάδα όσο και για τις αγορές του εξωτερικού-βλέποντας έτσι διαφορετικές οικονομικές συνθήκες και θεσμικά πλαίσια. Αντιπροσωπευτικά για την Ελλάδα μελετήσαμε τις αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων στον Τραπεζικό κλάδο και προσπαθήσαμε σε όλη την εργασία να δούμε την πορεία των τιμών των μετοχών το διάστημα πριν την αύξηση κατά την ανακοίνωσή της και μετά. Σε αυτή την έρευνα λάβαμε υπόψη τη γενικότερη πορεία του δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών Αξιών (ΧΑΑ) προσπαθώντας να δούμε συγκριτικά την πορεία του κλάδου με την γενικότερη οικονομική εικόνα. Αξιοσημείωτο είναι ότι σε χώρες με αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές και μεγάλες ιδιοκτησίες όπως ΗΠΑ η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι αρνητική για προσφορές μετοχών με μετρητά και για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης λιγότερο αρνητική έως ελαφρά θετική. Σε χώρες όμως με λιγότερο αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές και συγκέντρωση μεγάλης ιδιοκτησίας όπως είναι η Ελλάδα, η αντίδραση των τιμών των μετοχών σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα που είναι και η πρωταρχική μέθοδος άντλησης κεφαλαίων είναι συστηματικά μεγάλη και θετική. Ενδιαφέρον είναι επίσης ότι οι χώρες αυτές παρουσιάζουν υψηλότερη αύξηση του ΑΕΠ.

Προσπαθήσαμε να εντοπίσουμε τους λόγους που γίνεται μια αύξηση έναντι ενός απευθείας δανεισμού, τις συνέπειες της τόσο για την εταιρεία, όσο για τους επενδυτές καθώς και την επιλογή του χρονικού διαστήματος που γίνεται η αύξηση. Συνοψίζοντας την υπάρχουσα αρθρογραφία καταλήγουμε στο ότι εταιρείες με χαμηλά λειτουργικά έσοδα, καλές προοπτικές ανάπτυξης και υψηλότερη μόχλευση είναι πιθανόν να επιλέξουν μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έναντι του απευθείας τραπεζικού δανεισμού.

Υπάρχει σωρεία μεθοδολογιών που αναφέρονται στις αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων, στις προσαρμογές των τιμών μετά αυτής καθώς και άλλες κάποιες από τις οποίες και παραθέτουμε στα παραρτήματα αυτής της μελέτης.

Υπάρχουν πολλά θέματα που σχετίζονται με τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου κάποια από τα οποία προσπαθήσαμε να αναπτύξουμε στη συγκεκριμένη μελέτη εκπονώντας κάποια πορίσματα.

2.ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

2.1 Μετοχικό κεφάλαιο και τρόπος καταβολής

Το μετοχικό κεφάλαιο αναγράφεται σε χρήμα ακόμα και όταν οι εισφορές των μετόχων είναι σε είδος, ενώ απαγορεύεται να αναφέρεται σε ξένο νόμισμα πλην εξαιρέσεων.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι το προβλεπόμενο από τις διατάξεις της παραγράφου 2 του άρθρου 8 του Κ.Ν. 2190/20 μετοχικού κεφαλαίου, καταβάλλεται σε μετρητά σε ειδικό Τραπεζικό λογαριασμό επ' ονόματι της Εταιρείας ή σε μετρητά και είδος κατά τη σύστασή της, ενώ στο σχετικό με την καταβολή του κεφαλαίου άρθρο του καταστατικού δεν χρειάζεται να αναφερθεί ότι το κεφάλαιο καταβλήθηκε, όπως αυτό χρειάζεται στο καταστατικό της ΕΠΕ. Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο για τη σύσταση Α.Ε. εμπορικής, βιομηχανικής ή παροχής υπηρεσιών, σήμερα ανέρχεται από 1/1/2002 σε 60.000 ευρώ (άρθρο 8,παρ. 2 του Κ.Ν. 2190/20), ενώ η εταιρεία που πρόκειται να προσφύγει στο κοινό για την εν όλω ή εν μέρει κάλυψη του κεφαλαίου της με δημόσια εγγραφή πρέπει να έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο από 1/1/2002 300.000 ευρώ (άρθρο 8^α παρ. 1 του Κ.Ν. 2190/20). Επίσης όταν προέρχεται από συγχώνευση ή μετατροπή, (Ν.Δ.1297/72, Ν.2166/93, όπως οι σχετικές διατάξεις ισχύουν μετά την τροποποίησή τους, με βάση τις διατάξεις των παραγράφων 7 και 8 του άρθρου 11 του Ν. 2579/98) το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο πρέπει να είναι τουλάχιστον 300.000 ευρώ από 1/1/2002 σύμφωνα με την κοινή Υπουργική απόφαση του Υπουργείου Οικον. και Ανάπτυξης 1038678/10318/2001.

Με τις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 11 του ν. 2842/2000 οι Ανώνυμες Εταιρείες που υπάρχουν την 1/1/2002 και θα έχουν μικρότερο μετοχικό κεφάλαιο από τα πιο πάνω οριζόμενα όρια, υποχρεούνται αφ' ενός μεν να το μετατρέψουν σε ευρώ, αφετέρου δε να το αναπροσαρμόσουν με απόκλιση έως μείον 2,5% το αργότερο μέχρι 31/12/2003, διαφορετικά ανακαλείται η άδεια σύστασής τους ή αυτές θα πρέπει (Ε.Π.Ε.) να μετατραπούν σε άλλου τύπου Εταιρεία. (άρθρο 8 παρ. 4 του Κ.Ν. 2190/20).

Εξάλλου, σύμφωνα με άλλες ειδικές διατάξεις νόμων, τα μετοχικά κεφάλαια των Ανων. Τραπεζικών Χρηματοπιστηριακών, Εταιρειών Leasing, ΕΠΕΥ, ΕΛΔΕ κ.λ.π. διαφέρουν των ανωτέρω αναφερομένων περιπτώσεων.

2.2 Διαδικασίες αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου

Με τις διατάξεις της παρ.1 του άρθρου 13 του Κ.Ν. 2190/20, παρέχεται η ευχέρεια να ορισθεί στο καταστατικό ότι, κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει το δικαίωμα με απόφασή του που λαμβάνεται με πλειοψηφία των 2/3 τουλάχιστον του συνόλου των μελών του να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο και να εκδίδει ομολογιακό δάνειο με έκδοση ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης οι παραπάνω αρμοδιότητες μπορούν να εκχωρηθούν στο Διοικητικό Συμβούλιο και με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, έστω και αν δεν υπάρχει τέτοια πρόβλεψη στο αρχικό καταστατικό της εταιρείας, η οποία απόφαση υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του Κ.Ν. 2190/20.

Στην περίπτωση αυτή, το μεν μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι το ποσό του καταβεβλημένου κεφαλαίου κατά την ημερομηνία που χορηγήθηκε στο Διοικητικό Συμβούλιο η εν λόγω εξουσία (ημερομηνία απόφασης της Γενικής Συνέλευσης), το ύψος του ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1/2 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου κατά την ίδια ημερομηνία που λήφθηκε η απόφαση. Αν όμως η εταιρεία αποφάσισε την τροποποίηση άρθρου του καταστατικού ώστε να περιληφθούν οι άνω εξουσίες του Δ.Σ. στις διατάξεις αυτού, το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι του ποσού του κεφαλαίου που είναι καταβεβλημένο κατά την ημερομηνία καταχώρησης της απόφασης της αρμοδίας αρχής για την τροποποίηση του σχετικού άρθρου στο Μ.Α.Ε., το δε ύψος του ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να υπερβεί το 1/2 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου κατά την ίδια ημερομηνία. Εξάλλου, στο εδάφιο γ' της παρ. 1 του ίδιου άρθρου προβλέπεται ότι οι εξουσίες του Διοικητικού Συμβουλίου μπορούν να ανανεώνονται από τη Γενική Συνέλευση για χρονικό διάστημα που δεν υπερβαίνει την 5/ετία για κάθε ανανέωση και η ισχύς του αρχίζει μετά τη λήξη της 5/ετίας.

Η απόφαση για ανανέωση ή εκχώρηση της εξουσίας στο Διοικητικό Συμβούλιο για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και έκδοση ομολογιακού δανείου κατά τα ανωτέρω λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2 του Κ.Ν.2190/20.

Επίσης η εξουσία που δίνεται στο Διοικητικό Συμβούλιο και η οποία αναφέρεται παραπάνω, μπορεί να είναι και για μικρότερου χρονικού διαστήματος πενταετίας και για μικρότερο ποσό.

Τέλος, σημειώνεται ότι με τις διατάξεις της παρ. 2 του άρθρου 13 του Κ.Ν. 2190/20, παρέχεται η ευχέρεια να ορισθεί στο αρχικό καταστατικό της Ανώνυμης Εταιρείας ότι η

Γενική Συνέλευση έχει το δικαίωμα με απόφασή της, που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 1 και 31 παρ. 1 «περί απλής απαρτίας και πλειοψηφίας», να αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο μερικά ή ολικά με έκδοση νέων μετοχών συνολικά μέχρι το πενταπλάσιο του αρχικού μετοχικού κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύστασή της, χωρίς τη δυνατότητα ανανέωσης αυτής για άλλη πενταετία, πράγμα που μπορούσε να γίνει πριν από την τροποποίηση της εν λόγω παραγράφου. (Άρθρο 9 του Ν.2339/95).

Μετά τη διάταξη του εφαφ. β' της παρ. 4 του άρθρου 13 του Ν. 2339/95 οι παραπάνω αναφερόμενες αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου δεν αποτελούν τροποποίηση του καταστατικού και δεν απαιτείται για την έγκρισή τους απόφαση της αρμοδίας υπηρεσίας του υπουργείου Εμπορίου, αλλά καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου ή της Γενικής Συνέλευσης και δημοσίευσης της σχετικής ανακοίνωσης στο Φ.Ε.Κ. (Τ.Α.Ε. & Ε.Π.Ε.).

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι Ανώνυμες Εταιρείες που στο καταστατικό τους περιλαμβάνεται η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με απλή απαρτία και πλειοψηφία, όπως ίσχυε πριν από το Ν. 2339/95 και έχει περάσει πενταετία από τη νόμιμη σύστασή τους δεν μπορούν να εφαρμόσουν τη διάταξη αυτή.

Τέλος, εδώ πρέπει να τονισθεί ότι από φορολογικής πλευράς τα ποσά που καταβάλλονται από τους ιδρυτές μετόχους, τόσο κατά τη σύσταση της Ανώνυμης Εταιρείας, όσο κατά τις μεταγενέστερες αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου των Ανωνύμων Εταιρειών μη εισηγμένων στο Χ.Α.Α. από τους υπάρχοντες μετόχους τους, **δεν αποτελούν τεκμήριο** δαπάνης απόκτησης περιουσιακών στοιχείων για τα οποία ποσά είναι υποχρεωμένοι οι μέτοχοι αυτής να τα δικαιολογήσουν, διότι σε αντίθετη περίπτωση θα υπαχθούν σε φορολογία, σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις περί φορολογίας εισοδήματος που προβλέπει το άρθρο 17 σε συνδυασμό με το άρθρο 15 του Κ.Φ.Ε.

Ενώ απεναντίας, αποτελεί τεκμήριο απόκτησης περιουσιακών στοιχείων η αγορά μετοχών καθώς και η συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου Ανώνυμης Εταιρείας μη εισηγμένης στο Χ.Α.Α. και αυτό συμβαίνει σε περίπτωση παραίτησης εκ του σχετικού δικαιώματος που είχαν οι παλαιοί μέτοχοι της εταιρείας η δε διάθεση αυτών γίνει είτε στους υπολοίπους παλαιούς ή σε νέους μετόχους, καθότι αυτό αποτελεί έμμεση αγορά και κατά συνέπεια καταστρατήγηση των σχετικών φορολογικών διατάξεων (Εγκ. Υπ.Οικονομικών 1018050/189/ Α0012/ Πολ. 10421/8.293).

Επίσης πρέπει να σημειωθεί ό,τι η εισφορά μετοχών μη εισηγμένων στο Χ.Α.Α. σε Ανώνυμη Εταιρεία για την κάλυψη του μετοχικού της κεφαλαίου είτε κατά την ίδρυση είτε κατά την αύξηση, δεν υποβάλλεται σε φόρο 5% που προβλέπει η παράγραφος 2

του άρθρου 13 του Κ.Φ.Ε. σύμφωνα με την υπ' αριθμ. 1105373/11006ΠΕ/Β0012/ΠΟΛ.1033/25.1.2000. Για την εξακρίβωση της αξίας της Εταιρικής εισφοράς απαιτείται προηγούμενη γνωμοδότηση της Επιτροπής του άρθρου 9 του Κ.Ν., 2190/209.

- **Δήλωση φόρου Συγκέντρωσης Κεφαλαίου κατά την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.**

Μετά την αποφασισθείσα αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου από την Γενική Συνέλευση, συντάσσεται η δήλωση καταβολής φόρου Συγκέντρωσης Κεφαλαίου σε 3 αντίτυπα σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν παραπάνω και υποβάλλεται στη Δ.Ο.Υ. με δύο αντίγραφα του πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης μέσα σε 15 ημέρες από την καταχώρηση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων στα Μητρώα Αωνούμων Εταιρειών της Νομαρχίας όπως προβλέπει η παρ.1 του άρθρου 1 του Ν. 2941/2001.

- **Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με απόφαση Διοικητικού Συμβουλίου Αν .Εταιρείας**

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 13 του Κ.Ν. 2190/20 τα καταστατικά των Αν. Εταιρειών μπορούν να περιλαμβάνουν στο σχετικό με το μετοχικό κεφάλαιο άρθρο, ρήτρα βάσει της οποίας το Διοικητικό συμβούλιο έχει τη δυνατότητα να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας με απόφαση των 2/3 του συνόλου των μελών αυτού, χωρίς την προβλεπόμενη από την παράγρ. 3 του άρθρου 29 του Κ.Ν. 2190/20 απαιτούμενη από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων απόφαση.

Η προβλεπόμενη αυτή αύξηση δεν αποτελεί τροποποίηση του σχετικού άρθρου του καταστατικού της εταιρείας σύμφωνα με την παράγραφο 4 εδάφιο β του άρθρου 13 του Κ.Ν. 2190/20 η οποία όμως τροποποίηση θα ενσωματωθεί στο σχετικό άρθρο σε μεταγενέστερη αύξηση.

Εδώ όμως πρέπει να τονισθεί ότι το σχετικό με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πρακτικό του Δ.Σ., υποβάλλεται στις διατυπώσεις της δημοσιότητας του άρθρου 7β του Κ.Ν. 2190/20, ενώ παράλληλα αποστέλλεται για καταχώρηση και η σχετική ανακοίνωση για το Εθνικό Τυπογραφείο με το αναλογούν παράβολο δημοσίευσης και συνοδεύεται με φωτοαντίγραφο του διπλότυπου πληρωμής φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων και της σχετικής δήλωσης.

2.3 ΓΕΝΙΚΑΙ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ

Μετοχικό Κεφάλαιο

1. Το κεφάλαιο της ανωνύμου εταιρείας αναλαμβάνομενο κατά τα εν του καταστατικού οριζόμενα υπό δύο τουλάχιστον ιδρυτών ή υπό του κοινού δια δημοσίας εγγραφής, δέον να καταβληθεί εν όλω ή εν μέρει. Εις την δευτέραν περίπτωσιν της εν μέρει καταβολής το καταβλημένο μέρος δέον να είναι οποιοδήποτε τουλάχιστον ίσον με το εν τη παραγράφω 2 του παρόντος άρθρου οριζόμενο κατώτατο όριο.
2. Το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας ιδρυόμενης στο εξής, ορίζεται στο ποσό των εξήντα χιλιάδων (60.000) ευρώ, ολοσχερώς καταβεβλημένο κατά την σύσταση της εταιρείας.
3. Οι υφιστάμενες κατά την 1/1/2002 ανώνυμες εταιρείες, που έχουν εταιρικό κεφάλαιο μικρότερο του ποσού των εξήντα χιλιάδων ευρώ, υποχρεούνται να προσαρμόσουν το κεφάλαιό τους μέχρι 31/12/2003, διαφορετικά ανακαλείται η άδεια σύστασής τους.
4. Οι ανώνυμες εταιρείες, που δεν επιθυμούν να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου, δύνανται πριν από την παρέλευση της ανωτέρω προθεσμίας να μετατραπούν σε εταιρείες άλλου τύπου, με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία λαμβάνεται κατά τα οριζόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 29 και στην παράγραφο 2 του άρθρου 31 του παρόντος. Η απόφαση αυτή, περιλαμβάνουσα τους όρους του καταστατικού της νέας εταιρείας, δέον να περιβληθεί τον τύπον του συμβολαιογραφικού εγγράφου.
5. Το μετοχικό κεφάλαιο αποτελείται μόνο από στοιχεία ενεργητικού που μπορούν να τύχουν χρηματικής αποτίμησης. Τα στοιχεία αυτά του ενεργητικού δεν μπορεί να περιλαμβάνουν απαιτήσεις που προκύπτουν από ανάληψη υποχρέωσης εκτέλεσης εργασιών ή παροχής υπηρεσιών.
6. Το μετοχικό κεφάλαιο δεν μπορεί να μειωθεί πέρα από το κατώτατο όριο που ορίζεται στην παραπάνω παρ. 2, εκτός αν η απόφαση για τη μείωση προβλέπει την ταυτόχρονη αύξηση του κεφαλαίου, τουλάχιστον μέχρι το πιο πάνω κατώτατο όριο.

- **Μετοχικό Κεφάλαιο**

1. Το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου ανωνύμου εταιρείας που προσφεύγει στην εν όλω ή εν μέρει υπό του κοινού με δημόσια εγγραφή κάλυψη αυτού, ορίζεται στο ποσό των τριακοσίων χιλιάδων (300.000) ευρώ ολοσχερώς καταβεβλημένο.
2. Η με δημόσια εγγραφή σύναψη ομολογιακού δανείου επιτρέπεται μόνο σε ανώνυμη εταιρεία που έχει μετοχικό κεφάλαιο τριακοσίων χιλιάδων (300.000) ολοσχερώς καταβεβλημένων και για ποσό όχι ανώτερο του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.
3. Η δια δημοσίας εγγραφής κάλυψη εταιρικού κεφαλαίου ενεργείται μέσω Τραπέζης, ομολογιακών δε δανείων μέσω Τραπέζης, ως και δια του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, των Ταχυδρομικών Ταμειυτηρίων, του Χρηματιστηρίου Αθηνών δια των χρηματιστών, κατόπιν αδείας ειδικής Επιτροπής, κατά τα δια Β. Διαταγμάτων ειδικότερα οριζόμενα.
4. Οι δια δημοσίας εγγραφής μετοχές ή ομολογίες ποριζόμενες κεφάλαια ανωνύμων εταιρειών υποχρεούνται εντός έτους να ζητήσουν την εγγραφή των χρεογράφων αυτών στο χρηματιστήριο κατά τα υπό της κειμένης νομοθεσίας οριζόμενα.
5. Δια την δημοσίας εγγραφής κάλυψη εταιρικού κεφαλαίου ή σύναψη ομολογιακού δανείου απαιτείται η παροχή αδείας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει και το επιτόκιο στην περίπτωση των ομολογιακών δανείων.

2.4 Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και δικαιώματα προτίμησης

1. Στο καταστατικό είναι δυνατόν να οριστεί ότι κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας το διοικητικό συμβούλιο έχει το δικαίωμα με απόφασή του που λαμβάνεται με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του:

α . α) να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο.

α. β) να εκδίδει ομολογιακό δάνειο με την έκδοση ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το μισό του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Στην περίπτωση αυτή εφαρμόζονται οι διατάξεις των παραγράφων 2 και 3 του άρθρου 3^ο.

β . Οι πιο πάνω εξουσίες μπορούν να εκχωρούνται στο διοικητικό συμβούλιο και με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β. Στην περίπτωση αυτή, το μεν μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι το ποσό του κεφαλαίου που είναι καταβεβλημένο κατά την ημερομηνία που χορηγήθηκε στο διοικητικό συμβούλιο η εν λόγω εξουσία, το δε ύψος του ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να υπερβαίνει το μισό του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου κατά την ίδια ημερομηνία.

γ . Οι πιο πάνω εξουσίες του διοικητικού συμβουλίου μπορούν να ανανεώνονται από τη γενική συνέλευση για χρονικό διάστημα που δεν υπερβαίνει την πενταετία για κάθε ανανέωση και η ισχύς τους αρχίζει μετά τη λήξη της κάθε πενταετίας.

Η απόφαση αυτή της γενικής συνέλευσης υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β.

2. Στο καταστατικό είναι δυνατόν να οριστεί ότι κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας, η γενική συνέλευση έχει το δικαίωμα με απόφασή της που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ.1 και 31 παρ. 1, να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο, μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών συνολικά μέχρι το πενταπλάσιο του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου.

3. Απαγορεύεται στην εταιρείες που έχουν κάποια από τα παραπάνω δικαιώματα να αναγράφουν σε οποιοδήποτε έντυπο, διαφήμιση, δημοσίευμα ή άλλο έγγραφο, ως κεφάλαιο το ποσό για το οποίο δικαιούται κατά τα ανωτέρω, να εκδώσει νέες μετοχές το διοικητικό συμβούλιο ή η γενική συνέλευση.

4. α) Κατ εξαίρεση των διατάξεων των ανωτέρω παραγράφων 1 και 2, όταν τα αποθεματικά της εταιρείας υπερβαίνουν το ένα τέταρτο (1/4) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, για την αύξηση αυτού απαιτείται απόφαση της γενικής συνέλευσης, λαμβανόμενη σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ.3 και 4 και 31 παρ.2 του παρόντος και ανάλογη τροποποίηση του σχετικού με το μετοχικό κεφάλαιο άρθρου του καταστατικού.

β) Οι αποφασιζόμενες αυξήσεις του κεφαλαίου σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 δεν αποτελούν τροποποίηση του καταστατικού.

γ) Η αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο, σύμφωνα με την παράγραφο 1 μπορεί να ασκηθεί παράλληλα με αυτήν της γενικής συνέλευσης κατά την παράγραφο 2 του παρόντος άρθρου.

5. Η απόφαση του αρμόδιου οργάνου της εταιρείας για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή έκδοση ομολογιακού δανείου, πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον το ποσό της αύξησης του κεφαλαίου ή το ύψος του ομολογιακού δανείου, τον τρόπο κάλυψής τους, την ονομαστική αξία και την τιμή διάθεσης αυτών και την προθεσμία κάλυψης.

Σε κάθε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που δεν γίνεται με εισφορά σε είδος ή έκδοση ομολογιών με δικαίωμα μετατροπής τους σε μετοχές, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο ή το ομολογιακό δάνειο, υπέρ των κατά την εποχή της έκδοσης μετοχών, ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο.

Μετά την πάροδο της προθεσμίας, που όρισε το όργανο της εταιρείας που αποφάσισε την αύξηση, για την ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης, η οποία **δεν μπορεί να είναι μικρότερη από ένα (1) μήνα**, ή εφόσον το δικαίωμα προτίμησης απορρέει από μετοχές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, δεκαπέντε (15) ημέρες, οι μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί, σύμφωνα με τα παραπάνω, διατίθενται ελεύθερα από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας.

Σε περίπτωση κατά την οποία το όργανο της εταιρείας που αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου παρέλειψε να ορίσει την προθεσμία

για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, την προθεσμία αυτή ή τυχόν παράταση αυτής, ορίζει με απόφασή του το διοικητικό συμβούλιο μέσα στα προβλεπόμενα από το άρθρο 11 του παρόντος χρονικά όρια.

Η πρόσκληση για την ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης, στην οποία πρέπει να μνημονεύεται και η προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να ασκηθεί αυτό το δικαίωμα, δημοσιεύεται στο τεύχος ανωνύμων εταιρειών και εταιρειών περιορισμένης ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

Η κατά τα ανωτέρω πρόσκληση και η προθεσμία άσκησης του δικαιώματος προτίμησης μπορούν να παραλειφθούν, εφόσον στη γενική συνέλευση παρέστησαν μέτοχοι εκπροσωπώντας το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου και έλαβαν γνώση της προθεσμίας που τάχθηκε για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης ή δήλωσαν την απόφασή τους για την υπ' αυτών άσκηση ή μη του δικαιώματος προτίμησης

Επίσης, η δημοσίευση της πρόσκλησης μπορεί να αντικατασταθεί με συστημένη «επί αποδείξει» επιστολή, εφόσον οι μετοχές είναι ονομαστικές στο σύνολό τους.

6. Με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ.3 και 4 και 31, **μπορεί να περιοριστεί ή να καταργηθεί το δικαίωμα προτίμησης που προβλέπεται στην παραπάνω παρ.5.**

Για να ληφθεί παρόμοια απόφαση, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υποχρεωμένο να υποβάλει στη γενική Συνέλευση γραπτή έκθεση που θα αναφέρει τους λόγους που επιβάλλουν τον περιορισμό ή την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης και θα δικαιολογεί την τιμή που προτείνεται για την έκδοση των νέων μετοχών. Η απόφαση αυτή της Γενικής συνέλευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει το άρθρο 7β.

7. Δεν υπάρχει αποκλεισμός από το δικαίωμα προτίμησης σύμφωνα με την έννοια της προηγούμενης παρ. 6, όταν οι μετοχές αναλαμβάνονται από Τράπεζες ή από άλλους Χρηματοδοτικούς Οργανισμούς, για να προσφερθούν στους μετόχους σύμφωνα με την παραπάνω παρ. 5.

8. Αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών, κάθε απόφαση της Γενικής Συνέλευσης που αφορά την αύξηση του κεφαλαίου, καθώς και η απόφαση που προβλέπεται στην παραπάνω παρ. 1 για παροχή εξουσίας στο Διοικητικό Συμβούλιο για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου,

απαιτεί έγκριση της κατηγορίας ή των κατηγοριών μετόχων , των οποίων τα δικαιώματα θίγονται από τις αποφάσεις αυτές.

Η έγκριση παρέχεται με απόφαση των μετόχων της κατηγορίας που θίγεται και λαμβάνεται σε ιδιαίτερη συνέλευση με τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που προβλέπονται από τα άρθρα 29 παρ. 3 και 4 και 31 παρ.2. Για τη σύγκληση αυτής της συνέλευσης, τη συμμετοχή σ' αυτή, την παροχή πληροφοριών, την αναβολή λήψης αποφάσεων, την ψηφοφορία, καθώς και την ακύρωση των αποφάσεών της, εφαρμόζονται αναλόγως οι σχετικές διατάξεις για τη Γενική Συνέλευση των μετόχων.

9. Με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης , που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παράγραφοι 3,4 και 31 παράγραφος 2 , μπορεί να θεσπιστεί πρόγραμμα διαθέσεων μετοχών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και το προσωπικό της εταιρείας καθώς και των συνδεδεμένων με αυτήν εταιρειών κατά την έννοια του άρθρου 42^ε παρ.5, με τη μορφή δικαιώματος προαίρεσεως αγοράς μετοχών κατά τους όρους της αποφάσεως αυτής , περίληψη της οποίας υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β . Η απόφαση αυτή της Γενικής Συνέλευσης πρέπει ιδίως να ορίζει τον ανώτατο αριθμό μετοχών που μπορεί να εκδοθούν , που δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1/10 των υφιστάμενων μετοχών, αν οι δικαιούχοι ασκήσουν το δικαίωμα (option) αγοράς μετοχών, την τιμή και τους όρους διάθεσης των μετοχών στους δικαιούχους. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, με απόφασή του, ρυθμίζει κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια, που δεν ρυθμίζεται διαφορετικά από τη Γενική Συνέλευση , εκδίδει τα πιστοποιητικά δικαιώματα αγοράς μετοχών και κατά το μήνα Δεκέμβριο κάθε χρόνου εκδίδει μετοχές στους δικαιούχους, που άσκησαν το δικαίωμά τους, αυξάνοντας το κεφάλαιο της εταιρείας αντιστοίχως και πιστοποιεί την αύξηση του κεφαλαίου κατά το άρθρο 11. Οι προσαυξήσεις αυτές του κεφαλαίου δεν αποτελούν τροποποίηση του Καταστατικού και δεν εφαρμόζονται επ' αυτών η παράγραφος 5 του άρθρου αυτού.

● **Μερική κάλυψη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου**

1. Αν η κάλυψη του ποσού της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι πλήρης, το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται μέχρι το ποσό της κάλυψης, εφόσον στην απόφαση για αύξηση προβλέπεται ρητά αυτή η δυνατότητα.
2. Με ποινή ακυρότητας της πιο πάνω αύξησης, πρέπει να ακολουθήσει, μέσα σε δύο μήνες από την πιστοποίηση που προβλέπεται στο άρθρο 11,

απόφαση για τροποποίηση του καταστατικού από την οποία να φαίνεται το ποσό της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που καλύφθηκε.

3. Η προηγούμενη παράγραφος δεν έχει εφαρμογή στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου που αποφασίζονται σύμφωνα με τις παρ. 1 και 2 του άρθρου 13.

2.5 Αύξηση του κεφαλαίου Α.Ε. που γίνεται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης (καταστατικής ή συνήθους).

▪ Έγγραφο που αποδεικνύει την αύξηση του κεφαλαίου.

Σε αντίθεση με την αύξηση του κεφαλαίου της Ε.Π.Ε., η οποία (αύξηση) αποδεικνύεται από το συντασσόμενο σχετικό συμβολαιογραφικό έγγραφο, η αύξηση του κεφαλαίου της Α.Ε. αποδεικνύεται με ιδιωτικό έγγραφο, παρότι το καταστατικό της καταρτίζεται με συμβολαιογραφικό έγγραφο. Το ιδιωτικό αυτό έγγραφο είναι το πρακτικό της Γενικής Συνέλευσης, στο οποίο καταχωρείται η απόφαση αυτής για αύξηση του κεφαλαίου, χωρίς να απαιτείται από το νόμο και επανάληψη αυτού ενώπιον συμβολαιογράφου (και Υπ. Οικ. 1787/277/1987).

▪ Πότε γεννάται η υποχρέωση για την καταβολή του φόρου.

Χρόνος γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης για την καταβολή του φόρου είναι μόνο η ημερομηνία του κατά τα ανωτέρω συντασσόμενου πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης (Υπ. Οικ. Σ. 1787/277/1987) όχι όμως και η ημερομηνία του πρακτικού του Διοικητικού Συμβουλίου, με το οποίο πιστοποιείται απλώς η ανάληψη της υποχρέωσης για την κάλυψη του ποσού της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίστηκε από τη Γενική Συνέλευση.

Σημειώνεται, ότι η ημερομηνία του κατά του ανωτέρω πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης αποτελεί αφετηρία για το χρόνο γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης και στην περίπτωση ακόμη, που το πρακτικό αυτό επαναλαμβάνονταν ενώπιον συμβολαιογράφου, κατόπιν επιθυμίας των ενδιαφερομένων, παρ' ότι, όπως προαναφέρθηκε, δεν υπάρχει τέτοια υποχρέωση από το νόμο.

▪ Πότε υποβάλλεται η δήλωση για την καταβολή του φόρου.

Η δήλωση για την καταβολή του φόρου υποβάλλεται μέσα σε δεκαπέντε (15) ημέρες από την ημερομηνία σύνταξης του κατά του ανωτέρω πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης και πάντως πριν από τη δημοσίευση αυτού (και Υπ. Οικ. Σ.1963/302/ΠΟΛ. 192/1987).

▪ Ποσό κεφαλαίου στο οποίο υπολογίζεται ο φόρος.

Σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου Α.Ε. απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, ο φόρος θα υπολογιστεί στο ποσό της αύξησης για το οποίο , λήφθηκε η σχετική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης . Αν όμως το ποσό αυτό δεν καλυφθεί πλήρως μέσα στην προθεσμία που τάσσεται από το νόμο, αλλά μερικώς, ο καταβληθείς φόρος , για το τμήμα του ποσού που δεν καλύφθηκε κατά τα ανωτέρω, θα επιστραφεί στην εταιρεία ως αχρεωστήτως καταβληθείς, ανεξάρτητα εάν στην απόφαση της Γενικής Συνέλευσης αναφέρεται ή όχι ο όρος που προβλέπει η διάταξη της παραγράφου 1 του άρθρου 13^α του Ν.2190/1920, όπως ισχύει, μετά την τροποποίησή του με το Π.Δ. 409/1986.

Η επιστροφή του φόρου θα γίνεται με υποβολή από την ενδιαφερόμενη εταιρεία σχετικής αίτησης ή τροποποιητικής δήλωσης στην οποία θα επισυνάπτεται, κατά περίπτωση:

- **Βεβαίωση** της αρμόδιας υπηρεσίας του Υπουργείου Εμπορίου, από την οποία θα προκύπτει το ποσό της οριστικής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ή
- **Αντίγραφο** του πρακτικού του Διοικητικού Συμβουλίου, από το οποίο θα προκύπτει η ακύρωση της αύξησης του κεφαλαίου για λόγο προβλεπόμενο από τις διατάξεις του Ν. 2190/1920.

Εφόσον προσκομίζονται από την εταιρεία τα παραπάνω, κατά περίπτωση δικαιολογητικά η επιστροφή του φόρου θα γίνεται χωρίς καμιά καθυστέρηση.

2.6 Αύξηση του κεφαλαίου Α.Ε., που γίνεται με απόφαση του Διοικητικού συμβουλίου.

- Έγγραφο που αποδεικνύει την αύξηση του κεφαλαίου.

Η αύξηση του κεφαλαίου Α.Ε. με απόφαση του Διοικητικού συμβουλίου γίνεται με ιδιωτικό έγγραφο. Τούτο είναι το πρακτικό του Διοικητικού Συμβουλίου, στο οποίο καταχωρείται η απόφαση αυτού για αύξηση του κεφαλαίου, χωρίς να απαιτείται από το νόμο και επανάληψη αυτού ενώπιον του συμβολαιογράφου.

Διευκρινίζεται, ότι το κατά τ' ανωτέρω πρακτικό του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο αποδεικνύει την αύξηση του κεφαλαίου, το οποίο, όπως προαναφέρθηκε πιστοποιεί την ανάληψη της υποχρέωσης για την κάλυψη του ποσού της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίστηκε από τη Γενική συνέλευση.

- Πότε γεννάται η υποχρέωση για την καταβολή του φόρου.

Χρόνος γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης για την καταβολή του φόρου είναι η ημερομηνία του κατά τ' ανωτέρω πρακτικού του Διοικητικού Συμβουλίου.

- Πότε υποβάλλεται η δήλωση για την καταβολή του φόρου.

Η δήλωση για την καταβολή του φόρου υποβάλλεται μέσα σε δεκαπέντε (15) ημέρες από την ημερομηνία του κατά τ' ανωτέρω πρακτικού του Διοικητικού Συμβουλίου και πάντως πριν από τη δημοσίευση (και Υπ. Οικ. Σ.1963/302/ΠΟΛ. 192/1987).

▪ Ποσό κεφαλαίου στο οποίο υπολογίζεται ο φόρος.

Σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου Α.Ε. με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου ως προς το ποσό του κεφαλαίου επί του οποίου θα υπολογιστεί ο φόρος, θα τύχουν ανάλογη εφαρμογή .

2.7 Δημοσιότητα των αποφάσεων της Γενικής Συνέλευσης και του Διοικητικού Συμβουλίου για αύξηση κεφαλαίου Α.Ε.

Σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 7^α και 7β του Ν. 2190/1920, τα οποία προστέθηκαν στο νόμο αυτό με το άρθρο 7 του Π.Δ.409/1986, οι αποφάσεις της Γενικής συνέλευσης και του Διοικητικού Συμβουλίου Α.Ε., με τις οποίες αποφασίζεται η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, υποβάλλονται σε δημοσιότητα. Η δημοσιότητα αυτή πραγματοποιείται:

- α. Με την καταχώρηση των αποφάσεων αυτών, ύστερα από έλεγχο, στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών, που τηρείται από την αρμόδια υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου που εδρεύει στη Νομαρχία, όπου έχει την έδρα της η εταιρεία.
- β. Με τη δημοσίευση στο τεύχος των Ανωνύμων Εταιρειών και Ε.Π.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως ανακοίνωσης για την καταχώρηση των αποφάσεων αυτών στο ως άνω Μητρώο των Ανωνύμων Εταιρειών. Η δημοσίευση αυτή γίνεται με επιμέλεια της ως άνω υπηρεσίας και με δαπάνες της ενδιαφερόμενης εταιρείας.

Τονίζεται, ότι, κατά τις διατάξεις του Ν. 1676/1986, η ενδιαφερόμενη εταιρεία θα πρέπει πριν από την καταχώριση των προαναφερόμενων αποφάσεων στο κατά τ' ανωτέρω Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών, να προσκομίσει στην αρμόδια υπηρεσία αντίγραφο του προς δημοσίευση πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης ή του Διοικητικού Συμβουλίου, κατά περίπτωση, επί του οποίου θα υπάρχει θεώρηση του αρμόδιου Οικονομικού Εφόρου, ότι καταβλήθηκε ο φόρος του Ν.1676/1986 ή ότι δεν οφείλεται φόρος, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού (π.χ. αύξηση κεφαλαίου ναυτιλιακών Α.Ε.) (Υπ. Οικ. Σ. 1060/169/ΠΟΛ. 101/1987).

2.8 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

- Αριθ. Πρωτ.Σ. 1467/235/ΠΟΛ.145/11-5-1987 απόφαση Υπ.Οικον.
 - Οφειλή ή μη φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων στην αύξηση κεφαλαίου, που γίνεται με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών στην περίπτωση, που η κεφαλαιοποίηση πραγματοποιείται με την πράξη της μετατροπής ή της συγχώνευσης εταιρείας σε Ε.Π.Ε. ή Α.Ε.

Σχετικά με το ανωτέρω θέμα γνωρίζουμε τα εξής:

1. Σύμφωνα με τη διάταξη της παραγράφου 1^α του άρθρου 18 του Ν. 1676/1986, η αύξηση του κεφαλαίου των προσώπων του άρθρου 17, ως πράξη συγκέντρωσης κεφαλαίων, υπόκειται στο φόρο του νόμου αυτού (1%)
2. Εξάλλου, με τη διάταξη της παραγράφου 2β του άρθρου 22 του ίδιου ως άνω Ν.1676/1986, ορίζεται ότι η αύξηση του κεφαλαίου των προσώπων του άρθρου 17 που γίνεται με κεφαλαιοποίηση κερδών, αποθεματικών ή προβλέψεων, απαλλάσσεται από το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων.
3. Μετά τη διαταγή μας Σ. 3657/442/ΠΟΛ. 349/1986 (σελ.18) διευκρινίστηκε, ότι σε περίπτωση μετατροπής ή συγχώνευσης εταιρείας σε ΕΠΕ ή Α.Ε., η εγγραφή στα βιβλία της ΕΠΕ ή της Α.Ε. ως κεφάλαιο ποσού μεγαλύτερου από το ποσό του κεφαλαίου της μετατρεπόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρείας, λόγω αναπροσαρμογής της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της μετατρεπόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρείας από την επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920 δημιουργεί υποχρέωση καταβολής φόρου για τη διαφορά αυτή, επειδή και στην περίπτωση αυτή έχουμε αύξηση κεφαλαίου. Σύμφωνα με τα ανωτέρω, ο φόρος θα επιβληθεί στη διαφορά, που θα προκύψει, όταν από το κεφάλαιο, που προσδιόρισε η επιτροπή του άρθρου 9 του Ν.2190/1920, αφαιρεθεί το κεφάλαιο της μετατρεπόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρείας.
4. Στην πράξη δημιουργήθηκε αμφισβήτηση, εάν οφείλεται ή όχι φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίων στην αύξηση του κεφαλαίου, που γίνεται με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, στην περίπτωση που η κεφαλαιοποίηση

αυτή πραγματοποιείται με την πράξη της μετατροπής ή της συγχώνευσης εταιρείας σε ΕΠΕ ή σε Α.Ε.

Επί του ανωτέρου θέματος ,η αύξηση του κεφαλαίου, κατά το μέρος που προέρχεται από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, η οποία (αύξηση) γίνεται με την πράξη της μετατροπής ή της συγχώνευσης εταιρείας σε ΕΠΕ ή σε ΑΕ, απαλλάσσεται από το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων, σύμφωνα με την προαναφερόμενη διάταξη της παραγράφου 2β του άρθρου 22 του Ν. 1676/1986.

Σημειώνεται, ότι η κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών θα απαλλάσσονται από το φόρο, σύμφωνα με την ίδια ως άνω διάταξη, και στην περίπτωση που η κεφαλαιοποίηση αυτή γινόταν πριν από τη μετατροπή ή τη συγχώνευση στο όνομα της μετατρεπόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρείας.

● **Αρ. Πρωτ. Σ. 1787/277/4-6-1987 απόφ. Του Υπ. Οικον.**

- Χρόνος γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης καταβολής του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων, σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου ανωνύμου εταιρείας

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2190/1920, όπως ισχύει, για την αύξηση του κεφαλαίου Ανώνυμης εταιρείας, απαιτείται αντί συμβολαιογραφικού εγγράφου , η σύνταξη ιδιωτικού εγγράφου και ειδικότερα, η σύνταξη πρακτικού της Γενικής Συνέλευσης, στο οποίο καταχωρείται η σχετική απόφαση αυτής για την αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας, χωρίς να απαιτείται και επανάληψη αυτού ενώπιον συμβολαιογράφου. Η χρονολογία σύνταξης του πρακτικού αυτού αποτελεί και το χρόνο γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης της εταιρείας για την καταβολή του φόρου.

● **Αριθ. Πρωτ. Σ. 1963/302/18-6-1987 απόφ. Του Υπ. Οικονομικών**

- Χρόνος υποβολής δήλωσης για την καταβολή του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση σύστασης, αύξησης κεφαλαίου και ενεργητικού, μετατροπής και συγχώνευσης εταιρειών.

1.Σύμφωνα με τις διατάξεις των παραγράφων 1 και 2 του άρθρου 23 του Ν.1676/1986 , τα πρόσωπα που υπάγονται στο φόρο, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού, οφείλουν να υποβάλλουν στον αρμόδιο Οικονομικό Έφορο δήλωση

μαζί με αντίγραφο του εγγράφου της οικείας πράξης και να καταβάλουν ολόκληρη το ποσό του οφειλόμενου φόρου. Η δήλωση αυτή υποβάλλεται σε περίπτωση:

- Σύσταση
- Αύξηση του κεφαλαίου και του ενεργητικού
- Μετατροπή και
- Συγχώνευση εταιρειών

Μέσα σε δεκαπέντε (15) ημέρες από τη σύνταξη του οικείου εγγράφου και πάντως πριν από τη δημοσίευση ή από τη σχετική εγγραφή στα οικεία βιβλία, στην περίπτωση που δεν συντάσσεται έγγραφο.

2. Από τις ανωτέρω διατάξεις, σε συνδυασμό και με τις διατάξεις του άρθρου 29 του Ν. 1676/1986, κατά τις οποίες οι γραμματείς των δικαστηρίων είναι υποχρεωμένοι να αρνούνται τη δημοσίευση εγγράφων που αφορούν τις προαναφερόμενες πράξεις, αν δεν βεβαιώνεται από τον αρμόδιο Οικονομικό Έφορο, ότι όμοιο έντυπο κατατέθηκε σ' αυτόν, προκύπτει σαφώς, ότι δεκαπενθήμερη ως άνω προθεσμία για την καταβολή του φόρου, η οποία αρχίζει από τη σύνταξη του οικείου εγγράφου, είναι η μεγαλύτερη δυνατή προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να καταβληθεί ο φόρος και η οποία σε καμία περίπτωση και για οιοδήποτε λόγο, δεν μπορεί να επιμηκυνθεί.

Η αναγραφόμενη δε στην ανωτέρω διάταξη φράση «και πάντως πριν από τη δημοσίευση» έχει την έννοια, ότι σε περίπτωση που το έγγραφο της οικείας πράξης δημοσιευθεί πριν από την πάροδο της δεκαπενθήμερης ως άνω προθεσμίας, η δήλωση για την καταβολή του φόρου θα υποβληθεί πριν από τη δημοσίευση της πράξης και πριν από την πάροδο του δεκαπενθημέρου. Στην περίπτωση αυτή η δεκαπενθήμερη ως άνω προθεσμία περιορίζεται.

- **Αριθ. Πρωτ. Σ. 2163/328/ΠΟΛ.127/8.7.1987 απόφ. Του Υπ. Οικον.**
- Φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση αύξησης του Κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας. Χρόνος γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης και χρόνος υποβολής της δήλωσης για την καταβολή του φόρου.

Α. Γενικά

1. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Δεύτερου Μέρους του Ν.1676/1986, σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου Ανώνυμης Εταιρείας:

α. Η φορολογική υποχρέωση για την καταβολή του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων γίνεται κατά το χρόνο σύνταξης του οικείου εγγράφου (άρθρο 20 περίπτ. α).

β . Η δήλωση για την καταβολή του φόρου υποβάλλεται μέσα σε δεκαπέντε (15) ημέρες από τη σύνταξη του οικείου εγγράφου και πάντων πριν από τη δημοσίευση του άρθρου 21 παρ. 2^α).

2. Εξάλλου, βάσει των διατάξεων του Ν. 2120, όπως ισχύει μετά την τροποποίησή του με το Π.Δ. 409/ 1986 (Φ.Ε.Κ. 191 Α'), η αύξηση του κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας γίνεται:

α . Είτε με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης (καταστατικής ή συνήθους).

β . Είτε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, με ορισμένες προϋποθέσεις που τάσσονται από το νόμο.

Αριθ. Πρωτ. Σ.3463/23-11-1987 απόφ. Του Υπ. Οικον.

● **Οφειλή ή μη φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση κεφαλαιοποίησης καταθέσεων.**

1. Σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 2β του άρθρου 22 του Ν.1676/1986, απαλλάσσεται από το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων η κεφαλαιοποίηση κερδών, αποθεματικών ή προβλέψεων.
2. Κατ' εφαρμογή της ανωτέρω διάταξης, η κεφαλαιοποίηση καταθέσεων υπόκειται στο φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων, για το λόγο, ότι οι καταθέσεις δεν εμπίπτουν στις περιπτώσεις της διάταξης αυτής (κέρδη, αποθεματικά, προβλέψεις), οι οποίες απαλλάσσονται από το φόρο κατά την κεφαλαιοποίησή τους.

Σημειώνεται, ότι το γεγονός ότι οι καταθέσεις είχαν υπαχθεί προηγουμένως σε τέλος χαρτοσήμου δεν ασκεί καμία επιρροή στην προκειμένη περίπτωση, γιατί οι πράξεις αυτές (καταθέσεις- κεφαλαιοποίηση καταθέσεων) είναι πράξεις διαφορετικές μεταξύ τους, οι οποίες, φορολογούνται βάσει διατάξεων διαφορετικών νόμων, ήτοι των διατάξεων του άρθρου 15 παρ. 5γ' του Κώδικα χαρτοσήμου οι καταθέσεις και των διατάξεων του άρθρου 21 του Ν. 1676/1986 η κεφαλαιοποίηση των καταθέσεων αυτών.

Αριθ. Πρωτ. Ε. 3092/93/10-3-1988 απόφ. Του Υπ. Οικον.

● **Οφειλή ή μη φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε**

1. Σύμφωνα με τη διάταξη της παραγράφου 2αα' του άρθρου 22 του Ν. 1676/1986, δεν υπόκειται σε φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων η αύξηση του κεφαλαίου των ανωνύμων εταιρειών, οι οποίες παρέχουν υπηρεσίες κοινής ωφέλειας, ιδίως δημοσίων μεταφορών, ύδατος, αερίου ή ηλεκτρικού ρεύματος και τηλεπικοινωνιών, με την προϋπόθεση ότι τουλάχιστον το μισό του κεφαλαίου τους ανήκει στο κράτος ή στους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης.

Από την προαναφερόμενη διάταξη προκύπτει, ότι για την κατά τα ανωτέρω απαλλαγή θα πρέπει να συντρέχουν αθροιστικά οι εξής προϋποθέσεις:

- (α) Η Ανώνυμη εταιρεία να είναι επιχείρηση κοινής ωφέλειας και
- (β) Το μισό τουλάχιστον του κεφαλαίου της εταιρείας αυτής να ανήκει στο κράτος ή στους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης.

2. Εξάλλου, κατά τη διάταξη της παραγράφου 2ββ' του ίδιου ως άνω άρθρου 22 του Ν.1676/1986 δεν υπόκειται σε φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων, η αύξηση του κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας, που επιδιώκει αποκλειστικά και άμεσα σκοπούς μορφωτικούς, φιλανθρωπικούς, αλληλοβοήθειας και εκπαιδευτικούς.

Από την ανωτέρω διάταξη προκύπτει, ότι για την κατά τα ανωτέρω απαλλαγή θα πρέπει να συντρέχουν αθροιστικά οι εξής προϋποθέσεις:

- (α) Η ανώνυμη εταιρεία να επιδιώκει σκοπούς μορφωτικούς, φιλανθρωπικούς, αλληλοβοήθειας και εκπαιδευτικούς και
- (β) Οι σκοποί αυτοί της εταιρείας να είναι αποκλειστικοί και άμεσοι.

Αριθ. Πρωτ. Ν.2522/335 π.ε./ΠΟΛ. 1056/20.2.1989 απόφ. Του Υπ.Οικον.

- **Μη οφειλή φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου εμπορικών εταιρειών με κεφαλαιοποίηση κερδών ή μερισμάτων, τα οποία έχουν αχθεί σε πίστωση των λογαριασμών των εταιρειών ή των μετόχων, κατά περίπτωση.**

1. Σύμφωνα με τη διάταξη της περίπτωσης β' της παραγράφου 2 του άρθρου 22 του Ν. 1676/1986 (Φ.Ε.Κ. 204 Α), εξαιρείται από το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων η αύξηση του κεφαλαίου των προσώπων του άρθρου 17 του νόμου αυτού, που γίνεται με κεφαλαιοποίηση κερδών, αποθεματικών ή προβλέψεων.

2. Κατά την εφαρμογή της ανωτέρω απαλλακτικής διάταξης δημιουργήθηκε αμφισβήτηση εάν στη διάταξη αυτή εμπίπτει ή όχι:

- (α) η αύξηση του κεφαλαίου ομόρρυθμης ή ετερόρρυθμης εταιρείας ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, που γίνεται με κεφαλαιοποίηση των μη αναληφθέντων από

τους εταίρους κερδών, τα οποία έχουν αχθεί σε πίστωση των προσωπικών λογαριασμών των εταιρειών.

(β). η αύξηση κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας, που γίνεται με κεφαλαιοποίηση των μερισμάτων, τα οποία δεν έχουν αναληφθεί από τους μετόχους, αλλά έχουν αχθεί σε πίστωση των προσωπικών λογαριασμών των μετόχων.

3. Σχετικά με το ανωτέρω θέμα, η Συνέλευση των Προϊσταμένων των Νομικών Διευθύνσεων, με γη γνωμοδότησή της 768/1988, που έγινε αποδεκτή από τον Υπουργό των Οικονομικών, γνωμοδότησε, ότι η αύξηση κεφαλαίου των εταιρειών (Ο.Ε., Ε.Ε., Ε.Π.Ε., Α.Ε.), στις προαναφερόμενες περιπτώσεις εμπίπτει στην έννοια της παραπάνω απαλλακτικής διάταξης του άρθρου 22 παρ. 2β' του Ν.1676/1986 και επομένως για την κεφαλαιοποίηση αυτή δεν οφείλεται φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίων και τούτο γιατί, σκοπός της απαλλακτικής αυτής διάταξης είναι τα χρηματικά ποσά που προκύπτουν από τη δραστηριότητα των εταιρειών, να μην περιέλθουν τελικά σε ρευστό χρήμα στις ιδιωτικές οικονομίες των εταιρειών ή των μετόχων, στους οποίους αυτά είναι διανεμητέα και ανήκουν κατά νόμο, αλλά να παραμείνουν υπό μορφή αύξησης κεφαλαίου στις εταιρείες αυτές, για να ενισχύσουν την περαιτέρω δράση τους. Δηλαδή, για την εφαρμογή της ανωτέρω απαλλακτικής διάταξης σημασία έχει το γεγονός, ότι τα ποσά των κερδών δεν έχουν αναληφθεί προηγουμένως από τους εταίρους ή μετόχους, αλλά κατά το χρόνο, που άγονται σε αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας, αυτά βρίσκονται ακόμη στα χέρια αυτής.

Αριθ. Πρωτ. 1027597/1176/0014/6.4.1990 απόφ. Του Υπ. Οικον.

- **Χρόνος γένεσης φορολογικής υποχρέωσης σε αύξηση κεφαλαίου Α.Ε. που γίνεται με απόφαση του Δ.Σ.**

Σε περίπτωση που η αύξηση του κεφαλαίου Α.Ε. γίνεται με απόφαση Διοικητικού Συμβουλίου, η οποία όμως, σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις του Ν. 2190/1920, τελεί υπό την έγκριση της Γενικής συνέλευσης αυτής, χρόνος γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης, για την καταβολή του φόρου, δεν θεωρείται ο χρόνος λήψης της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου για την αύξηση αυτή, αλλά ο χρόνος έγκρισης της απόφασης αυτής από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας.

Αριθ. Πρωτ. 1043061/3118/0014/25.7.1990 απόφ. Του Υπ. Οικον.

- Οφειλή φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 17 του Ν. 1676/1986, μεταξύ των προσώπων των οποίων η συγκέντρωση κεφαλαίων (σύσταση, αύξηση κεφαλαίου κ.λ.π.) υπόκειται σε φόρο ένα τοις εκατό (1%) περιλαμβάνονται και οι ανώνυμες εταιρείες.

Εξάλλου σύμφωνα με τη διάταξη της παρ. 2α' του άρθρου 22 του Ν.1676/1986, δεν υπόκειται σε φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων η σύσταση, η αύξηση του κεφαλαίου κ.λ.π. των προσώπων του άρθρου 17 του νόμου αυτού (επομένως και των ανωνύμων εταιρειών) τα οποία παρέχουν υπηρεσίες κοινής ωφέλειας, ιδίως δημοσίων μεταφορών ύδατος, αερίου ή ηλεκτρικού ρεύματος και τηλεπικοινωνιών, με την προϋπόθεση ότι τουλάχιστον το μισό του κεφαλαίου τους ανήκει στο κράτος ή στους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης.

Από την προαναφερόμενη διάταξη προκύπτει ότι, για την κατά τα ανωτέρω απαλλαγή, θα πρέπει να συντρέχουν αθροιστικά οι ανωτέρω προϋποθέσεις δηλαδή η εταιρεία να παρέχει υπηρεσίες κοινής ωφέλειας και το μισό τουλάχιστον του κεφαλαίου της να ανήκει στο κράτος ή στους Οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης.

Αριθ. Πρωτ. 1051178/0014/25-7-1990 απόφ. Του Υπ. Οικον.

- Χρόνος γένεσης της φορολογικής υποχρέωσης για την καταβολή του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας.

1. Σύμφωνα με τη διάταξη της περίπτωσης α' του άρθρου 20 του Ν.1676/1986, η φορολογική υποχρέωση για την καταβολή του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου των προσώπων του άρθρου 17 του νόμου αυτού, συνεπώς και ανώνυμης εταιρείας, γεννάται κατά το χρόνο σύνταξης του οικείου εγγράφου.

2. Με την εγκύκλιό μας Σ. 2163/328/ΠΟΛ. 217/1987, διευκρινίστηκε ότι, προκειμένου για αύξηση κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας, το έγγραφο που αποδεικνύει την αύξηση

του κεφαλαίου της είναι το πρακτικό της Γενικής συνέλευσης ή του Διοικητικού Συμβουλίου κατά περίπτωση, από την ημερομηνία σύνταξης του οποίου γεννάται και η υποχρέωση για την καταβολή του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

3.ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΥΞΗΣΕΩΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΕ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σος	Συνέπεια στην αξία της επιχείρησης	Τρόπος
πραγματική	Αύξηση αξίας κατά το ποσό των νέων κεφαλαίων που εισρέουν	Με καταβολή μετρητών
Λογιστική-Εικονική	Καμία μεταβολή στα κεφάλαια της εταιρείας	(Αποφεύγεται ο τραπεζικός δανεισμός) Είτε με απόφαση Γ.Σ είτε βάση νόμου
	Μεταβολή διάρθρωσης Ιδίων Κεφαλαίων/ Μετακίνηση Κονδυλίων	

Το Μετοχικό Κεφάλαιο σπάνια ταυτίζεται με τα Ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης.

Στη λογιστική –« εικονική» αύξηση, η επιχείρηση μετατρέπεται σε Μετοχικό Κεφάλαιο μέρος των Ιδίων Κεφαλαίων όπως είναι τα Αποθεματικά, τα κέρδη προς διανομή και η διαφορά προσαρμογής που προκύπτει από την αναπροσαρμογή των παγίων περιουσιακών στοιχείων, μπορεί να γίνει και με κεφαλαιοποίηση χρεών. Στην τελευταία αυτή περίπτωση η επιχείρηση εκδίδει μετοχές που διανέμει στους πιστωτές της.

Λογιστική-«εικονική» αύξηση = Έκδοση νέων μετοχών ή αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής ή συνδυασμός των δύο – Καμία αύξηση στην αξία της επιχείρησης

Συμμετοχή μόνο των παλιών μετόχων (τη στιγμή που ανακοινώνεται η αύξηση) και ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν (όπως και στην περίπτωση της πραγματικής αύξησης, με τη χρήση δικαιωμάτων με τη διαφορά ότι εδώ δεν υπάρχουν μετρητά)

Σημειώνεται ότι τα δικαιώματα που αφορούν τη συμμετοχή σε αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών έχουν περιορισμένη διάρκεια ζωής .Αντίθετα τα δικαιώματα που αφορούν την δωρεάν διανομή νέων μετοχών από κεφαλαιοποιήσεις διατηρούν την αξία τους.

Η κεφαλαιοποίηση των κερδών της χρήσης, των αποθεματικών και της υπεραξίας είναι οι τρεις συννηθέστερες μορφές λογιστικής –« εικονικής» αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου.

Λόγοι εικονικής αύξησης μετοχικού κεφαλαίου

Αύξηση πιστοληπτικής ικανότητας εταιρείας	Επηρεασμός αριθμοδεικτών-περιθώρια δανειοδότησης
Πολιτική Κερδών/Μερισμάτων	Επάνοδο τιμής της μετοχής σε κανονικά επίπεδα-σχέση με τα κέρδη
Διατήρηση ρευστότητας	Διανομή μερίσματος-έκδοση νέων μτχ με μεγαλύτερα αποθεματικά
Διερεύνηση διασποράς μετοχών	Σύνθεση & Αριθμός μετόχων και κόστος συναλλαγών
Ψυχολογική επίδραση στους μετόχους	

Η διατήρηση ρευστότητας σε επιχειρήσεις με επενδυτικές ευκαιρίες μπορεί να επιτευχθεί με τη διανομή μερίσματος σε μετοχές (κεφαλαιοποίηση κερδών) ή αν δεν είναι επιθυμητή η έκδοση νέων μετοχών με το σχηματισμό μεγαλύτερων αποθεματικών. Όμως ο ν. 2190/1920 και τα Καταστατικά των εταιρειών συνήθως καθορίζουν το μέγιστο ύψος των αποθεματικών που μπορεί να σχηματίσει η επιχείρηση. Όταν τα αποθεματικά φτάσουν αυτό το ανώτατο όριο η επιχείρηση θα υποχρεωθεί να διανείμει μεγαλύτερο μέρος των κερδών σαν μέρισμα μειώνοντας τη ρευστότητα της. Αν όμως προηγουμένως έχει προβεί σε κεφαλαιοποίηση αποθεματικών , μειώνοντας συσσωρευμένα αποθεματικά , θα έχει τη δυνατότητα να παρακρατήσει και πάλι μεγαλύτερα ποσοστά κερδών. **Επομένως, αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών μπορεί να βελτιώσει τη ρευστότητα της επιχείρησης.**

Οι κεφαλαιοποιήσεις με έκδοση και δωρεάν διανομή νέων μετοχών αυξάνουν το συνολικό αριθμό των μετοχών ενώ παράλληλα μειώνουν τη χρηματιστηριακή τιμή τους. Η μεταβολή στην τιμή είναι ανάλογη με τον αριθμό των νέων μετοχών . Οι λογιστικές –« εικονικές» αυξήσεις έχουν κοινά στοιχεία με τις διασπάσεις μετοχών (stock splits) και τα μερίσματα σε μετοχές (stock dividends) και ως ένα βαθμό έχουν και παρόμοια αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής.

Αναλυτικά αναφέρουμε τις μεθόδους αύξησης του μτχ κεφαλαίου:

Με καταβολή μετρητών:

Συμμετοχή : Παλαιοί μέτοχοι- συμμετέχουν εάν δεν θέλουν να πουλήσουν μέρος τη εταιρείας

Συνήθως βάση επενδυτικού σχεδίου

Τυχόν αποτυχία μπορεί να σημαίνει και **ΕΛΛΕΙΨΗ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ** των μετόχων

Πρέπει να μελετηθούν για αυτό:

1. Το ύψος των εσόδων έκδοσης
2. Η τιμή έκδοσης: 2 παράμετροι

- Η χρηματιστηριακή συγκυρία

- Η διασπορά μετοχών

(ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3)

Συνέπειες :

1. Εξασθένιση ελέγχου εταιρείας
2. Μείωση κερδών ανά μετοχή

Με απορρόφηση άλλης εταιρείας:

Δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις ΑΕ λύνονται χωρίς εκκαθάριση μεταβιβάζοντας την περιουσία τους σε άλλη ΑΕ έναντι αποδόσεως στους μετόχους τους μετοχές από την αύξηση κεφαλαίου της απορροφούσας

Επιτροπή του άρθρου 9 του Ν 2190/1920 καθορίζει:

1. Καθαρή θέση συγχωνευόμενων εταιρειών
 2. Σχέση ανταλλαγής μετοχών
 3. Μετοχές απορροφούσας που δικαιούνται οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας
- Δεν γίνεται αποκοπή δικαιώματος αφού δεν συμμετέχουν οι παλαιοί μέτοχοι της απορροφούσας
Η τιμή της μετοχής δεν υφίσταται προσαρμογή

Για ανταλλαγή μετοχών με μετατρέψιμες ομολογίες

Μετατρέψιμη ομολογία: Συνδυασμός κοινής ομολογίας και μετοχής

Μετατρέψιμο δάνειο : δυνατότητα χρηματοδότησης επενδυτικών προγραμμάτων με ξένα κεφάλαια πληρώνοντας μικρό τόκο

Αν η αξία του δανείου > Τιμής μετατροπής= πρόωρη αποπληρωμή δανείου

Τότε μετατροπή ομολογιών των επενδυτών σε ομολογίες οπότε έχουμε αύξηση μτχ κεφαλαίου
Προσαρμογή της τιμής της μτχ κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης από τη μτχ.

Με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών

Μεταφορά συγκεντρωθέντων αποθεματικών στο μετοχικό κεφάλαιο χωρίς καμία μεταβολή στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας

Έκδοση δωρεάν μτχ ή αύξηση ονομαστικής αξίας υφιστάμενων ή συνδυασμός των δύο
Φορολογικός Συντελεστής= 10% επί των κεφαλαιοποιούμενων αφορολόγητων αποθεματικών

Έκδοση δωρεάν μτχ-δεν έχει τίποτα το "δωρεάν" -Αύξηση των μτχ αντισταθμίζεται με πώση της τιμής της μετοχής

Δικαίωμα έχουν μόνο οι παλαιοί μέτοχοι

Αύξηση ονομαστικής αξίας υφισταμένων μτχ

Διακοσμητικό χαρακτήρα

Αριθμός μτχ ίδιος, εσωτερική αξία μτχ αμετάβλητη, Κέρδη ανά μτχ σταθερά =Τιμή μτχ αμετάβλητη

Επιπτώσεις:

1. Αύξηση καταστατικού μερίσματος της εταιρείας
2. Σφράγιση των μτχ με νέα ονομαστική αξία ή αντικατάστασή τους με άλλες

3. Μελλοντικά μπορεί να αποτελέσει εμπόδιο σε μια πιθανή αύξηση όταν η τιμή της $μχ$ είναι μικρότερη της ονομαστικής

Με κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας

Βάση νόμου με πολλαπλασιασμό της αξίας κτήσης με συγκεκριμένους συντελεστές προσαρμογής λαμβάνοντας υπόψη το χρόνο κτήσης

Υπεραξία κεφαλαιοποιείται είτε με έκδοση νέων $μχ$ ή με συνδυασμό των δύο

Νέες $μχ$ διανέμονται στους παλαιούς μετόχους κατά αναλογία

Στην περίπτωση νέων $μχ$ η τιμή της $μχ$ θα σημειώσει πτώση ενώ κατά την αύξηση της ονομαστικής της αξίας η τιμή θα παραμείνει αμετάβλητη

Με κεφαλαιοποίηση πληρωτέων μερισμάτων

Δυνατότητα διανομής μερίσματος στις ΑΕ μετά την πληρωμή του 1ου μερίσματος να διανεμούν το υπόλοιπο του μερίσματος σε μετοχές

Έκδοση νέων μετοχών στην ονομαστική τους αξία

Μέθοδος που χρησιμοποιείται από εταιρείες με καλές προοπτικές που θα διατηρήσουν στο μέλλον το ύψος του μερίσματος ανά μετοχή - τότε δεν θα επηρεαστεί σημαντικά η τιμή της μετοχής

ΩΣΤΟΣΟ χρησιμοποιείται και από εταιρείες που θέλουν να διατηρήσουν το επίπεδο του μερίσματος συνολικά ενώ υφίστανται οικονομικές δυσκολίες

Μετά την διανομή των μετοχών **δεν αλλάζει πtt για τον μέτοχο** απλά διατηρεί αμετάβλητο το ποσοστό συμμετοχής του στην εταιρεία- κανένα οικονομικό όφελος για τον μέτοχο που στερείται και το ποσό του μερίσματος που κεφαλαιοποιείται

Η προσαρμογή της τιμής την ημέρα της αποκοπής γίνεται με τον ίδιο τρόπο με την περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών

Με συνδυασμό δωρεάν μετοχών και μετοχών με καταβολή μετρητών

Άντληση κεφαλαίων μόνο από τις μετοχές που εκδίδουν με καταβολή μετρητών

Οι δωρεάν μετοχές δεν μεταβάλλουν την περιουσία της εταιρείας

Παρατηρήσεις:

- Για την αύξηση με καταβολή μετρητών πρέπει να μελετηθούν οι εξής παράμετροι:
 - Το ύψος των εσόδων έκδοσης
 - ✓ Είναι συνάρτηση των αναγκών της εταιρείας σε κεφάλαια και της χρηματοπιστηριακής συγκυρίας.
 - ✓ Με φυσιολογικές συνθήκες τα έσοδα έκδοσης δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 20% - 25% της χρηματοπιστηριακής αξίας της εταιρείας. Αυξήσεις πάνω από το ποσοστό δύσκολα θα καλυφθούν-πιθανόν οι παλαιοί μέτοχοι να προβούν σε μαζικές πωλήσεις προκαλώντας σημαντικές πιέσεις στην τιμή της μετοχής.

➤ **Η τιμή έκδοσης**

✓ Η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών, η οποία σύμφωνα με τον ΚΝ 2190/1920 δεν μπορεί να είναι μικρότερη της ονομαστικής αξίας των μετοχών της εταιρείας.

✓ Βάση προσδιορισμού αποτελεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Βέβαια η τιμή έκδοσης πρέπει να είναι μικρότερη της χρηματιστηριακής κατά τη διάρκεια των εγγραφών διότι σε αντίθετη περίπτωση οι μέτοχοι θα επέλεγαν το Χρηματιστήριο για την αγορά των μετοχών της εταιρείας και δεν θα συμμετείχαν στην αύξηση. Θα πρέπει να συνεκτιμηθούν οι εξής παράγοντες: **χρηματιστηριακή συγκυρία (όσο πιο αρνητική τόσο μεγαλύτερο το άνοιγμα μεταξύ χρηματιστηριακής και τιμής έκδοσης) και διασπορά των μετοχών**(επενδυτές με μεγάλο αριθμό μετοχών της εταιρείας είναι πιθανό να μην επιθυμούν να συμμετάσχουν με όλα τους τα δικαιώματα στην αύξηση είτε διότι δεν διαθέτουν τα απαιτούμενα κεφάλαια είτε διότι δεν επιθυμούν να τροποποιήσουν σημαντικά τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους).

Γενικά η εταιρεία πρέπει να αποφεύγει να κάνει αύξηση κεφαλαίου όταν η τιμή της μετοχής της είναι σημαντικά υποτιμημένη, είτε λόγω της χρηματιστηριακής συγκυρίας, είτε λόγω των δυσμενών αποτελεσμάτων της.

Η συμμετοχή αναδόχου στην αύξηση είναι προαιρετική.

Σε περίπτωση μη κάλυψη της αύξησης και εφ' όσον η Γ.Σ. των μετόχων το αποφασίσει, οι εναπομένουσες μετοχές μπορούν να διατεθούν ελεύθερα κατά την κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας ή ακόμη να διατεθούν σε δημόσια εγγραφή. Σε περίπτωση που δεν υπάρξει κάλυψη ολόκληρης της αύξησης, το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται μέχρι το ποσοστό κάλυψης της αύξησης.

Σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου **διακρίνονται 3 περίοδοι: πριν την αύξηση του κεφαλαίου, κατά τη διάρκεια των εγγραφών και μετά την ολοκλήρωση της αύξησης.**

Κατά την πρώτη περίοδο, οι ανεπίσημες πληροφορίες περί αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου κάνουν τους επενδυτές να πάρουν θέση απέναντι στην αύξηση και προκαλούν κερδοσκοπικές τάσεις στην Αγορά. Έτσι, όταν γίνεται η επίσημη ανακοίνωση της εταιρείας, η πληροφόρηση αυτή έχει ήδη ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής και ως εκ τούτου ελάχιστα την επηρεάζει.

Κατά τη διάρκεια των εγγραφών το δικαίωμα αποκόπτεται από τη μετοχή και είναι αντικείμενο χωριστής διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Την περίοδο αυτή ο επενδυτής έχει να επιλέξει μεταξύ της πώλησης του δικαιώματος και της συμμετοχής του στην αύξηση του κεφαλαίου. Και στις δύο περιπτώσεις τροποποιεί τη σύνθεση

του χαρτοφυλακίου του, αυξάνοντας τα διαθέσιμα στην πρώτη περίπτωση και μειώνοντάς τα στη δεύτερη.

Αμέσως μετά την ολοκλήρωση της αύξησης και για κάποιο χρονικό διάστημα μόνον οι παλαιές μετοχές της εταιρείας είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο.

Ως εκ τούτου, μέχρι την εισαγωγή των νέων μετοχών, η νέα επένδυση δεν είναι ρευστοποιήσιμη. Το γεγονός αυτό προκαλεί προβλήματα στη διαχείριση των χαρτοφυλακίων, ιδιαίτερα όταν υπάρχει ταυτόχρονη συμμετοχή σε πολλές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

4. Εμπειρικές έρευνες και θεωρίες

Κατά τον Δημήτρη Μασσαγάνη (Υποδιευθυντή Διεύθυνσης Επενδύσεων και Κεφαλαιαγοράς- Εθνική Τράπεζα Ελλάδος) και τον Χρήστο Σταματιού (Αναλυτή Επενδύσεων , Διεύθυνση Επενδύσεων και Κεφαλαιαγοράς- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος) σε άρθρο που δημοσίευσαν το 12/1995 επισημαίνουν ότι η χρήση των ιστορικών τιμών των μετοχών ενέχει κινδύνους . Δεν τίθεται λοιπόν θέμα συγκρισιμότητας των τιμών μιας μετοχής πριν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με το πώς διαμορφώνονται μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Απλό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση του split. Αν για παράδειγμα αντικατασταθεί κάθε μετοχή της εταιρείας με 2 νέες, θα πρέπει είτε οι ιστορικές τιμές προ της ημερομηνίας να πολλαπλασιαστούν με $\frac{1}{2}$, είτε οι τιμές μετά την αποκοπή να πολλαπλασιαστούν με 2, έτσι ώστε τα δύο σύνολα τιμών , προ και μετά την αποκοπή , να είναι συγκρίσιμα.

Επί πλέον τα μερίσματα, ο αριθμός των μετοχών, τα κέρδη ανά μετοχή και άλλα ενδιαφέροντα μεγέθη της εταιρείας δεν είναι συγκρίσιμα προ και μετά του split και χρειάζονται και αυτά αναπροσαρμογή. (επισυνάπτουμε παράρτημα αναλυτικής διατύπωσης και μεθοδολογίας της προσαρμογής των ιστορικών τιμών των μετοχών- ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ2)

- Οι **Lakonishok και Lev (1987)** ερεύνησαν μεταξύ άλλων τις διασπάσεις μετοχών και τα αποτελέσματα τους μάλλον ενισχύουν την άποψη πως οι λογιστικές-« εικονικές» αυξήσεις επηρεάζουν τη διασπορά των μετοχών. Διαπίστωσαν ότι μάλλον επηρεάζεται η σύνθεση των μετόχων (θεσμικοί ή μικροεπενδυτές) , ο αριθμός των μετόχων και τέλος το κόστος συναλλαγών. Δηλαδή η μείωση της τιμής από την έκδοση νέων μετοχών πιθανό να διευρύνει τον κύκλο των μετοχών αφού κάνει πιο προσιτή τη μετοχή σε υποψήφιους επενδυτές που πριν τη λογιστική-«εικονική» αύξηση δεν είχαν τη δυνατότητα να την αποκτήσουν. Επίσης, επηρεάζει τη σύνθεση των μετόχων και πιθανόν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης
- Αναφορικά για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε έρευνα στη Philadelphia το έτος 2000 παρατηρήθηκαν : θετικές υπεραποδόσεις το διάστημα προ αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου, αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς στην ανακοίνωση των αυξήσεων και θετικές αποδόσεις μετά την ανακοίνωση.

Διαφορές στο επίπεδο του κινδύνου, στα φορολογικά θέματα και ο όγκος συναλλαγών στο τέλος του έτους δεν επαρκούν για να αιτιολογήσουν τις υπεραποδόσεις μετά τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου.

- Κατά τους **Mikkelson & Partch (1985)** και **Asquith και Mullis (1986)** οι επενδυτές πουλάνε τις μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους όταν θεωρούν ότι είναι υπεριμμημένες . *Η αρνητική αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις των αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου είναι συνάρτηση αυτής της προσδοκίας.*
- Κατά τον **Odean (1998)** οι επενδυτές έχουν την τάση να πουλάνε μετοχές που τους έχουν αποφέρει κέρδη ενώ κρατάνε για μεγάλα διαστήματα μετοχές που έχουν εμφανίσει ζημιές. Οι κερδοφόρες επενδύσεις που πουλάνε οι επενδυτές καλύπτουν τις ζημιές των επενδύσεων που διατηρούν. Οι εταιρείες που έχουν θετικές αποδόσεις πριν την αύξηση έχουν σημαντικές υπεραποδόσεις μετά την αύξηση. Αντίθετα εταιρείες που εμφάνισαν ζημιές εμφανίζουν υπεραποδόσεις ύψους μόνο 1,20% (όχι στατιστικά σημαντικό). Ο **Odean** χρησιμοποιεί δύο θεωρίες για να αιτιολογήσει την τάση των επενδυτών να πουλάνε κερδοφόρες επενδύσεις : 1) The Prospect Theory (**Kahneman και Tversky 1979**) και 2) The Expect mean Reversion (**Andreassen 1988**)

➤ **The prospect theory :**

Η αξία συνδέεται με τα κέρδη και τις ζημιές θεωρώντας ότι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο. Οι επενδυτές συμπεριφέρονται διαφορετικά στην περίπτωση του κέρδους και διαφορετικά στην περίπτωση της ζημίας. Όταν μια επένδυση κερδίζει αξία οι επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν κρατώντας μια τέτοια απόδοση. Παρόλο που μπορεί οι αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις και το ρίσκο να παραμένουν στα ίδια επίπεδα οι ιδιοκτήτες των επενδύσεων μπορεί να μην θεωρούν κάτι τέτοιο επαρκές για το ρίσκο που αναλαμβάνουν και πουλάνε αυτές τις επενδύσεις. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση ζημιών. Αν η αγορά πιστεύει τη θεωρία αυτή , αντιδρά αρνητικά στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου εταιρειών που έχουν εμφανίσει κέρδη ενώ αντιδρά θετικά στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου που έχουν εμφανίσει ζημιές.

➤ The expect mean reverse theory :

«Οι σήμερα χαμένοι μελλοντικά αποδίδουν περισσότερα από τους σήμερα νικητές». Ο **Andreasson (1988)** διατύπωσε την ανωτέρω θεωρία εμπειρικά. Οι **De Bondt** και **Thaler (1985)** έδειξαν ότι μακροπρόθεσμα οι παλαιότερα ηττημένοι αποδίδουν περισσότερα από τους νικητές σε διάστημα 3-5 ετών. Ωστόσο οι **Jegadeesh** και **Titman (1993)** σε διάστημα 3-12 μήνες, έδειξαν ότι οι νικητές κατά μέσο όρο αποδίδουν περισσότερα από τους ηττημένους. Σε δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου οι νικητές απέδωσαν περισσότερα από τους ηττημένους σε διάστημα 1-5 ετών. Η αντίδραση της αγοράς είναι αρνητική στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου πιο έντονα για την θεωρία της expect mean reversion από ότι για την prospect theory

- Σε δείγμα 644 αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου για το διάστημα 1974-1995 προκύπτει ότι εταιρείες που πραγματοποίησαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου είχαν θετικές αποδόσεις για περίοδο 5 ετών μετά την αύξηση. Αυτή η υπεραπόδοση είναι μεγαλύτερη για το πρώτο έτος μετά την αύξηση. Η μέση υπεραπόδοση για το πρώτο έτος κυμαίνεται από 8,18% σε 13,13%. Αυτό επιβεβαιώνεται και με το μοντέλο των τριών και τεσσάρων παραγόντων των **Fama** και **French (1993)**.
- Οι **Brav** και **Geczy (2000)** δεν βρήκαν «αποδείξεις» για υπεραποδόσεις στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου δεν διαφοροποιούνται από την αύξηση που κάνουν οι εταιρείες για την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ, και στις δύο περιπτώσεις οι μετοχές διατίθενται στο κοινό
- Κατά τους **Loughran** και **Ritter (1997)** οι υπεραποδόσεις μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να οφείλονται στις προσδοκίες των επενδυτών ότι οι αυξήσεις των κερδών θα συνεχίσουν και μετά την αύξηση. Για αυτό στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου, η απόδοση την περίοδο προ αυξήσεως θα πρέπει να βαίνει οριακά φθίνουσα. Αντιθέτως η απόδοση πριν και μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι παρόμοια. Κατά τους ίδιους καθώς και τους **Spieß** και **Affleck-Graves (1995)** οι εταιρείες είναι υπερτιμημένες κατά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ (αρχική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) ενώ είναι υποτιμημένες κατά τις λοιπές αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου.

- **Disposition Effect** : Οι επενδυτές έχουν την τάση να πουλάνε μετοχές που στο παρελθόν έχουν αποφέρει κέρδη . Αυτή η θεωρία εξηγεί τις υπεραποδόσεις που παρατηρούνται μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Σε διάστημα 3-12μηνών οι παλαιότερα κερδοφόροι επενδυτές υπερβαίνουν τις αποδόσεις των παλαιότερα ζημιωμένων επενδυτών (Jegadeesh και Titman 1993) αλλά μακροπρόθεσμα οι παλαιότερα ζημιωμένοι επενδυτές υπερβαίνουν τις αποδόσεις των παλαιότερα κερδοφόρων σε διάστημα 3-5 χρόνων (De Bondt 1987).

- Σε μελέτη που έγινε στο πανεπιστήμιο της Louisiana (2000) εστίασαν την προσοχή τους στους παράγοντες που εξηγούν τη διαφορά των αποδόσεων των μετοχών μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι διεσπαρμένες χρονικά κατά κάποια κανονική κατανομή. Για λόγους απλότητας θεώρησαν ότι κατά μέσο όρο οι προσδοκίες των μάνατζερ και των επενδυτών για τις μελλοντικές αποδόσεις των εταιρειών και η ανατίμηση και υποτίμηση των αποδόσεων ακολουθούν κανονική κατανομή. Κατόπιν μελέτης ενός δείγματος έξι εταιρειών (3 εταιρείες με καλές μελλοντικές προοπτικές και 3 με «φτωχές» μελλοντικές προοπτικές) κατέληξαν ότι υπάρχουν περισσότερες υπερτιμημένες εταιρείες μεταξύ αυτών που έχουν καλές προοπτικές και περισσότερες υποτιμημένες μεταξύ αυτών με φτωχές μελλοντικές προοπτικές. Είναι λογικό ότι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου να επικεντρώνονται στις εταιρείες με καλές προοπτικές που θεωρούν ότι έχουν καλά επενδυτικά σχέδια και χρειάζονται κεφάλαια για την υλοποίησή τους. Οι επενδυτές προτιμούν τις μετοχές αυτών των εταιρειών αντί των εταιρειών με φτωχές προοπτικές. Οι εταιρείες με καλές προοπτικές είναι κατά βάση υπερτιμημένες και έως εκ τούτου δεν θα επακολουθήσουν υποαποδόσεις μετά από μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Εάν οι επενδυτές είναι υπεραισιόδοξοι για την ικανότητά τους να ξεχωρίζουν τις εταιρείες με καλές προοπτικές οι υπεραποδόσεις μετά την αύξηση μπορεί να παραμείνουν.

- Μελέτες έχουν καταδείξει ότι η αντίδραση των τιμών των μετοχών ποικίλλει σημαντικά σε διάφορες χώρες ανάλογα με την μέθοδο έκδοσης. Η μελέτη αυτή εξετάζει την αντίδραση των τιμών σε ανακοινώσεις αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτιμώσεως στην Σιγκαπούρη και εξετάζει αν οικονομικοί παράγοντες ερμηνεύουν διαφορετικές αντιδράσεις στις τιμές. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι οι σωρευτικές μη-κανονικές

αποδόσεις που σχετίζονται με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου διαφέρουν σημαντικά σε σχέση με τις οικονομικές συνθήκες την περίοδο της έκδοσης. Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης καταλήγουν σε (στατιστικά σημαντικές) σημαντικά μεγάλες θετικές αποδόσεις κατά την περίοδο της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά μικρές θετικές (στατιστικά ασήμαντες) κατά την διάρκεια της

Βρίσκουμε ότι η μεταβολή της τιμής συσχετίζεται με τον δείκτη Q του Tobin, που υποδεικνύει την διαθεσιμότητα επενδύσεων θετικής καθαρής παρούσας αξίας. Έτσι, η αντίδραση των τιμών των μετοχών εμφανίζεται να εξαρτάται από την θετική καθαρά παρούσα αξία των επενδυτικών ευκαιριών κάτω από διαφορετικές οικονομικές συνθήκες την χρονική περίοδο των νέων εκδόσεων.

Τα επιστημονικά ευρήματα δείχνουν ότι οι οικονομικές συνθήκες και η επενδυτική αξία είναι πιθανοί παράγοντες που επεξηγούν τις παρατηρούμενες μεταβολές των τιμών των μετοχών.

Η ανταπόκριση της αγοράς στην είδηση των εποχιακών αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις διάφορες χώρες ανάλογα με τις μεθόδους έκδοσης. Στις χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές και μεγάλες ιδιοκτησίες όπως π.χ. οι Ηνωμένες Πολιτείες, η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι αρνητική για προσφορές μετοχών με μετρητά και για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης λιγότερο αρνητική έως ελαφρά θετική. Σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές και συγκέντρωση μεγάλης ιδιοκτησίας όπως είναι η Ελλάδα, η Ιταλία, η Κορέα και η Σιγκαπούρη, η αντίδραση των τιμών των μετοχών σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα που είναι και η πρωταρχική μέθοδος άντλησης κεφαλαίων από SEASONED FIRMS, είναι συστηματικά μεγάλη και θετική. Ενδιαφέρον είναι επίσης ότι οι χώρες αυτές παρουσιάζουν υψηλότερη αύξηση του ΑΕΠ. Τα ευρήματα αυτά διαφέρουν σημαντικά από αυτά στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο για λόγους οι οποίοι δεν έχουν πλήρως προσδιοριστεί. Αυτή η αναντιστοιχία υπονοεί ότι οι μικτές αποδείξεις για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα μπορεί να αντικατοπτρίζει διαφορετικά οικονομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά των χωρών, κάνοντας την περαιτέρω έρευνα μελλοντικά χρήσιμη.

Η μελέτη αυτή εξέτασε την αντίδραση των τιμών των κοινών μετοχών σε ανακοινώσεις για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης

στη Σιγκαπούρη κατά την πρόσφατη 20-χρονη περίοδο και διερευνά δύο οικονομικούς παράγοντες που πιθανά ερμηνεύουν την θετική αντίδραση των τιμών. Ως ασιατική κεφαλαιαγορά, τα οικονομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά διαφέρουν από αυτά των περισσότερων χωρών που έχουν εξετασθεί σε περασμένες μελέτες. Για παράδειγμα, οι μετοχές στην Σιγκαπούρη είναι σε μεγάλο βαθμό συγκεντρωμένες. Κατά συνέπεια, το να γίνει αντιληπτό, το πώς και γιατί αντιδρά η αγορά στην Σιγκαπούρη στην ανακοίνωση των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτιμής εμπλουτίζει την περιορισμένα εμπειρικά επιστημονικά ευρήματα σε διαφορετικά θεσμικά αναπτυγμένες αγορές.

Το τμήμα αυτό παρέχει μια επισκόπηση επιλεγμένων μελετών διεθνώς στην αντίδραση των αγορών στις ανακοινώσεις των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.

Προηγούμενες μελέτες οι οποίες βασίζονται σε στοιχεία από τις Η.Π.Α. δείχνουν μια σημαντική μείωση τιμών των μετοχών κατά περίπου 2 έως 3% σε ανακοινώσεις προσφορών μετοχών με μετρητά από *Seasoned Firms*. Για παράδειγμα, οι **Brous και Kini** αναφέρουν μη-κανονικές (abnormal) αποδόσεις της τάξης του -2,88% για το πλήρες δείγμα των 379 προσφορών μετοχών από εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ή το Αμερικανικό Χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1979-1985. Αυτές δείχνουν ότι τα αποτελέσματα για το πλήρες δείγμα είναι συγκεκριμένα για την περίοδο. Επιπρόσθετα, η παρουσία εταιρειών με χαμηλούς δείκτες Tobin q στην χρονική περίοδο υπό εξέταση είναι η κινητήρια δύναμη πίσω από τις αρνητικές αποδόσεις.

Τα εμπειρικά ευρήματα που αφορούν τα δικαιώματα αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου είναι μεικτά. Για παράδειγμα, ο **Scholes** ερευνώντας την περίοδο 1926-1966 βρήκε ότι οι τιμές των μετοχών πριν τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου γενικά ανεβαίνουν, σημειώνουν κάμψη κατά 0,3% περίπου κατά τον μήνα που διαρκεί η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, αλλά παραμένουν αμετάβλητες μετά την αύξηση. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από την περίοδο 1970-1987, ο **Kothare (1991)** αναφέρει σημαντικά αρνητικές προσαρμοσμένες για τον κίνδυνο αποδόσεις για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης. **White και Lusztig (1980)**, ο **Hansen (1988)**, **Eckbo και Masulis (1992)** και οι **Bae και Jo (1999)** επίσης καταγράφουν μια αρνητική αντίδραση σε ανακοινώσεις των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου. Ο **Smith (1977)**, ωστόσο αναφέρει μια αρνητική αλλά όχι σημαντική μέση μη κανονική απόδοση κατά τον μήνα της περιόδου αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου.

▪ Η pecking order theory που διατύπωσε ο **Myers (1984)** βασίζεται στην ιδέα ότι οι εντός της εταιρείας γνωρίζουν περισσότερα για την αξία της εταιρείας και τα επενδυτικά της σχέδια από ότι οι εκτός αυτής και πράττουν ώστε να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των παλαιών μετόχων. Έτσι η απόφαση για μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ερμηνεύεται ως υπεραξία της εταιρείας κατά τους εντός της εταιρείας. Συνάμα με την άποψη ότι οι εταιρείες εγγράφουν υπερτιμημένες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου είναι και τα αποτελέσματα των ερευνών των **Asquith και Mullins (1986)**, **Masulis και Korwar (1986)** και άλλων που βρίσκουν μια ποσοστιαία πτώση της τιμής της μετοχής ύψους 2-3% που συνοδεύουν τις ανακοινώσεις των αυξήσεων των μετοχικών κεφαλαίων που γίνονται στην Αμερική. Άλλοι ερευνητές που συμμερίζονται την άποψη ότι οι αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων είναι υπερτιμημένες είναι οι: **Dechow, Hutton και Sloan (2000)** και οι **Linn και McNichols (1998)**. Πιο συγκεκριμένα οι αναλυτές εμφανίζονται υπεραισιόδοξοι στις μακροπρόθεσμες προβλέψεις των εσόδων των εταιρειών που πραγματοποιούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και η αγορά εμφανίζεται με περιορισμένη ικανότητα να προεξοφλεί αυτή τη βάση κατά την αύξηση. Υπάρχουν επίσης ενδείξεις « φτωχής» απόδοσης για το διάστημα 3-5 ετών που ακολουθούν τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου (**Loughran και Ritter 1995**, **Spiess και Affleck 1995**, **Ahn και Shivdasani 1999**) που επιβεβαιώνουν τη θεωρία ότι οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου είναι υπερτιμημένες και αυτή η υπερτίμηση διορθώνεται σταδιακά με την πάροδο του χρόνου. Υπάρχουν επίσης ενδείξεις ότι μόνο μερικώς η υπερτίμηση των αυξήσεων είναι ενσωματωμένη στην τιμή της μετοχής τη στιγμή της ανακοίνωσης της αύξησης. Μια πρώτη εικόνα για το κατά πόσο οι εταιρείες εκτιμούν τη χρονική στιγμή για να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα της υπερτίμησης είναι τα επίπεδα της αξίας γύρω από την περίοδο της πραγματοποίησης της αύξησης. Παρατηρείται μια αύξηση της υπερτίμησης μέχρι τη στιγμή που πραγματοποιείται η αύξηση και ακολουθεί μια φθίνουσα πορεία της αξίας. Η υπερτίμηση είναι μέγιστη τη χρονιά που πραγματοποιείται η αύξηση από ότι πριν ή μετά την αύξηση. Ωστόσο υπάρχει και ένα μικρό ποσοστό εταιρειών που πραγματοποιούν αυξήσεις όταν είναι υποτιμημένες. Οι εταιρείες αυτές είναι συνήθως μεγάλες και παλαιές στην αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται και έχουν υψηλά επίπεδα δανειακής επιβάρυνσης και χαμηλά λειτουργικά έσοδα. Εν ολίγοις είναι εταιρείες που είναι δανειακά επιβαρημένες και οικονομικά περιορισμένες.

▪ Οι **Lucas και McDonald (1990)** επεκτείνοντας τη θεωρία του **Myers και Majluf (1984)** έδειξαν ότι οι εταιρείες με υποτιμημένες μετοχές αναβάλλουν την

αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έως ότου η τιμή της μετοχής επανέλθει στα επίπεδα της ονομαστικής της αξίας. Έτσι όταν οι μάντζερ έχουν πληροφόρηση για την αξία της εταιρείας αναβάλλουν την αύξηση μέχρι έως ότου η αξία της μετοχής βελτιωθεί.

- Σε άρθρο των **Jung και Sulz (1996)** στο οποίο εξετάζουν την ικανότητα του μοντέλου της pecking order theory χρησιμοποιούν τις μακροπρόθεσμες υπεραποδόσεις μετά την αύξηση ως παράγοντα για τους μάντζερ κατά την εκτίμηση της υπερτίμησης της εταιρείας. Υποθέτουν ότι οι μάντζερ έχουν ακριβή εκτίμηση για την απόδοση των μετοχών. Επίσης θεωρούν ότι οι υπεραποδόσεις το διάστημα των πέντε ετών πριν την αύξηση είναι παράγοντας για τον λανθασμένο υπολογισμό της αξίας κατά την περίοδο που πραγματοποιείται η αύξηση. Οι μακροπρόθεσμες υπεραποδόσεις δεν αποτελούν κριτήριο επιλογής για την απόφαση της εταιρείας να επιλέξει τραπεζικό δανεισμό ή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

- Άλλη αρθρογραφία που βασίζεται στα έσοδα των εταιρειών (**Teoh, Welch και Rangan (1998)**) προτείνει ότι οι εταιρείες που διαχειρίζονται τα έσοδα τους επιθετικά έχουν τις χειρότερες επιδόσεις για πέντε έτη μετά την αύξηση. Αυτό το συμπέρασμα μας δείχνει ότι οι εταιρείες , τη στιγμή της αύξησης μπορεί να προσπαθούν να επηρεάσουν τους επενδυτές αναφορικά με τα μελλοντικά έσοδά της με το να τα υπερεκτιμούν την περίοδο της αύξησης, αυξάνοντας έτσι και την τιμή της μετοχής. Ωστόσο ο **Hansen** υποστηρίζει ότι οι αναλυτές δεν παραπλανούνται από παραποιήσεις των εσόδων και δεν αποδέχεται ότι οι προβλέψεις των εσόδων την περίοδο της αύξησης είναι ασυνήθιστα ευνοϊκές.

- Μελέτες που εξετάζουν τα έσοδα την περίοδο γύρω από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (**Dechow, Hutton και Sloan 2000, Lin και McNichols 1998**) βρίσκουν ότι οι αναλυτές είναι υπεραισιόδοξοι για τις προοπτικές την περίοδο μετά την αύξηση. Παρόλο που αυτές οι μελέτες συναινούν στο ότι οι εταιρείες πραγματοποιούν υπερτιμημένες αυξήσεις ωστόσο αυτό δεν σημαίνει ότι οι αυξήσεις πραγματοποιούνται όταν η υπερτίμηση είναι μέγιστη ή ότι η παραποίηση της αξίας παίζει καθοριστικό ρόλο στην απόφαση της εταιρείας να προχωρήσει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

- Άλλη μελέτη που έγινε στο Πανεπιστήμιο του Ohio το 2000 στηρίζεται στην ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης. Προσδιορίζεται η θεωρητικά αξία της μετοχής βασισμένη στην πληροφόρηση που έχουν οι μάντζερ και συγκρίνεται με την αγοραία αξία της μετοχής. Η αγοραία αξία κάθε μετοχής του δείγματος υπολογίζεται.

Το μέτρο της « παραποίησης της αξίας»- misvaluation υπολογίζεται ως εξής:

Αναμενόμενη Misvaluation $t = Pt \cdot Vt / Pt$

Όπου Pt = αγοραία αξία της μετοχής

Vt = αναμενόμενη ονομαστική αξία την χρονική στιγμή t

Θετική misvaluation ύψους 10% σημαίνει ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη κατά 10% στην αγορά.

Ένας άλλος τρόπος υπολογισμού της αξίας της μετοχής βασίζεται στον υπολογισμό του δείκτη P/E – **Kaplan και Ruback (1995)** και **Kim και Ritter (1999)**. Ο δείκτης P/E αντανάκλα τις προσδοκίες της αγοράς για το μέλλον. Είναι επίσης το πιο διαδεδομένο μέτρο που χρησιμοποιούν οι αναλυτές. Για να υπολογίσουμε την αξία μιας εταιρείας που πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πολλαπλασιάζουμε την αξία του δείκτη P/E με τα πραγματοποιηθέντα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου έτους. Εταιρείες που βγάζουν αρνητικό αποτέλεσμα εξαιρούνται από το δείγμα αυτής της μελέτης.

Ένα δεύτερο μοντέλο υπολογισμού της ονομαστικής αξίας της μετοχής είναι το μοντέλο που στηρίζεται στα έσοδα της εταιρείας. (**Preinreich 1938, Edwards και Bell 1961, Peasnell 1982, Ohlson 1990**) όπου :

$$V(0) = [B(0) + EPS(1) - re \cdot B(0)] / (1 + re) + [EPS(2) - re \cdot B(1)] / (1 + re)^2 + TV$$

Όπου η τελική αξία υπολογίζεται ως μέσος των δεδομένων των δύο τελευταίων ετών :

$$TV = [EPS(2) - re \cdot B(1) + EPS(3) - re \cdot B(2)] / 2 \cdot 1 / (1 + re)^2 + re$$

Όπου $B(t)$ είναι η λογιστική αξία-book value του κεφαλαίου που εμφανίζεται στις τελευταίες λογιστικές καταστάσεις διαιρημένο με τον αριθμό των μετοχών.

Όταν η λογιστική αξία του κεφαλαίου είναι αρνητική και τα μελλοντικά έσοδα είναι υπερβολικά μεγάλα, ή όταν η λογιστική αξία-book value είναι μηδέν και τα μελλοντικά έσοδα είναι αρνητικά τότε η ονομαστική τιμή της μετοχής είναι αρνητική. Επίσης όταν η τελική αξία είναι αρνητική, τίθεται ίση με το μηδέν καθώς οι μάντζερ δεν είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε προγράμματα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία (**Bernard 1994, Penman και Sougiannis 1998**).

• Οι **Jung, Kim και Stulz** αλλά και οι **Opler και Titman (1996)** μελέτησαν την απόφαση που παίρνουν οι εταιρείες μεταξύ μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και απευθείας δανεισμού. Έδειξαν ότι εταιρείες με μικρότερα λειτουργικά έσοδα, μεγαλύτερο δείκτη q -Tobin και υψηλότερο momentum είναι πιο πιθανό να στραφούν σε μία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από ότι σε απευθείας δανεισμό. Ο **McLaughlin (1996)** επισήμανε τη σημασία του μεγέθους της εταιρείας και της μόχλευσης σε μια τέτοια επιλογή. Συνοψίζοντας την υπάρχουσα αρθρογραφία καταλήγουμε ότι εταιρείες με χαμηλά λειτουργικά έσοδα και καλές προοπτικές ανάπτυξης, υψηλότερη μόχλευση και momentum είναι πιο πιθανό να επιλέξουν μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

➤ Σε μελέτη που έγινε επιλέχθηκαν εταιρείες με τα εξής κριτήρια:

1. Η εταιρεία δεν έχει ελεγκτικές ιδιότητες (δεν ελέγχει κάποια άλλη εταιρεία)
2. Δεν διατίθενται αρχικής εγγραφής μετοχές ή άλλα επενδυτικά εργαλεία μαζί με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου
3. Στοιχεία για την εταιρεία είναι διαθέσιμα κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου

Επίσης απαιτείται οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου να γίνονται χρονικά με απόσταση 5 ετών. Αν ωστόσο αυτό δεν γίνεται τότε λαμβάνεται υπόψη μόνο η μια από τις δύο αυξήσεις. Εντούτοις ο αριθμός των αυξήσεων που χρησιμοποιείται στο τεστ διαφοροποιείται λόγω των διαθέσιμων δεδομένων.

Διασπορά κατά έτος								
Έτος εγγραφής	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Αριθμός εγγραφών	5	15	20	15	16	10	16	35
Ποσοστό εγγραφών	0,7	2	2,7	2	2,1	1,3	2,1	4,7
Έτος εγγραφής	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Αριθμός εγγραφών	79	69	24	28	33	14	11	15
Ποσοστό εγγραφών	10,6	9,2	3,2	3,7	4,4	1,9	1,5	2
Έτος εγγραφής	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Σύνολο	
Αριθμός εγγραφών	11	29	39	53	41	46	644	
Ποσοστό εγγραφών	1,5	3,9	5,2	7,1	5,5	6,2	100	

Διασπορά με βάση τον δείκτη του Χρηματιστηρίου				
	New York Exchange	American Stock Exchange	NASDAQ	Other
Αριθμός εγγραφών	374	37	183	50
Ποσοστό εγγραφών	58,07	5,75	28,42	7,76

Μέγεθος εταιρείας και μέγεθος της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου		
	Mean	Median
Μέγεθος εταιρείας USD 000	1.130,375	320,810
Μέγεθος εγγραφής USD 000	64,031	22,950
Αναλογία μεγέθους εγγραφής %	12,98	8,78

Εξαιτίας της υπεραπόδοσης το διάστημα πριν και μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζουμε επίσης τις αποδόσεις των μετοχών σε σχέση με την αξία του σταθμισμένου δείκτη του Χρηματιστηρίου.

Στον πιο κάτω πίνακα εμφανίζονται οι υπεραποδόσεις για το έτος προ αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου. Σε γενικές γραμμές η αγορά αντιδρά αρνητικά στην ανακοίνωση μιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Το υπόδειγμα της αγοράς (CAR) για τρεις μέρες ανέρχεται από $-1,57\%$ (υπολογισμένο ως η διαφορά μεταξύ CRSP και σταθμισμένου δείκτη του Χρηματιστηρίου) σε $-1,70\%$ (υπολογισμένο χρησιμοποιώντας το μοντέλο αγοράς).

Το δείγμα αποτελείται από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου για το διάστημα 1974-1995. Οι υπεραποδόσεις μετρώνται χρησιμοποιώντας το μοντέλο αγοράς (CAR) και ως η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των επιχειρήσεων και του σταθμισμένου δείκτη CAR-index. Η περίοδος που μελετάμε είναι -1 μέρες σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης της αύξησης. Υπεραποδόσεις πριν και μετά την ανακοίνωση υπολογίζεται εκτιμώντας τις αποδόσεις της περιόδου (HPR) και τις υπεραποδόσεις της περιόδου (HPAR). Η αξία του HPR και του HPAR μας δείχνουν τον αριθμό των ετών πριν (όταν παίρνουν αρνητική τιμή) ή μετά (όταν παίρνουν θετική τιμή) το μήνα της αύξησης. Η υπεραπόδοση εκτιμάται συναρτήσει τεσσάρων παραγόντων (book to market and size, prior return and size, industry and size and size). Το t-statistic είναι ένα σταθερό t-statistic ενώ το p-value είναι bootstrapped προσαρμοσμένο p-value.

Υπεραποδόσεις				
	Intercept	Beta	SMB	HML
Mean	0,5033	1,2435	0,7086	-0,1423
t-value	2,60	26,45	9,45	-1,82
adj-t value	2,27			
	Intercept	Beta	SMB	HML
Mean	0,3649	1,2537	0,8219	-0,0169
t-value	1,9	27,33	10,46	-0,21
adj-t value	1,55			

Η αντίδραση της αγοράς στις αυξήσεις του μητ κεφαλαίου				
	CAR	CARindex	HPR-1	HPAR-1BM
Mean	-1,70%	-1,57%	49,48%	16,47%
t-value	-9,32	8,69	16,64	4,75
p-value			0,000	0,001

Ο κατωτέρω πίνακας μας δείχνει την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και την απόδοση πριν την αύξηση.

	HPR1	HPR2	HPR3	HPR4
Mean	24,94%	43,55%	74,91%	106,35%
t-value	10,8	10,82	11,41	12,29
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000
	HPAR1BM	HPAR2BM	HPAR3BM	HPAR4BM
Mean	13,31%	14,54%	22,46%	28,61%
t-value	5,14	3,14	3,06	2,81
p-value	0,001	0,001	0,001	0,001
	HPAR1RE	HPAR2RE	HPAR3RE	HPAR4RE
Mean	8,90%	8,68%	20,21%	15,29%
t-value	3,45	1,87	2,71	1,00
p-value	0,001	0,024	0,006	0,256
	HPAR1IN	HPAR2IN	HPAR3IN	HPAR4IN
Mean	8,18%	8,49%	10,11%	15,39%
t-value	3,42	1,79	1,39	1,51
p-value	0,000	0,032	0,078	0,068
	HPAR1SI	HPAR2SI	HPAR3SI	HPAR4SI
Mean	10,15%	12,48%	19,08%	18,75%
t-value	3,69	2,4	2,29	1,56
p-value	0,000	0,004	0,008	0,056

Οι υπεραποδόσεις εκτιμώνται χρησιμοποιώντας το μοντέλο τριών και τεσσάρων παραγόντων του **Fama και French (1993)**. Πάλι βρίσκουμε ότι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου έχουν θετικές υπεραποδόσεις πριν την αύξηση. Από το υπόδειγμα του Fama και French προκύπτει ότι οι μηνιαίες υπεραποδόσεις είναι 0,5% ενώ οι ετήσιες ανέρχονται σε 6,2%. [(1+0,005)¹²-1.] Κατά τους **Loughran και Ritter (1997)** οι

αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου γίνονται σε περιόδους πολύ καλής απόδοσης της εταιρείας. Οι υπεραποδόσεις ύστερα από την αύξηση μπορεί να οφείλονται στο ότι ο επενδυτής δίνει σημασία στα πρόσφατα κέρδη για πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων. Με βάση αυτή τη θεωρία πριν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου οι αποδόσεις θα πρέπει να είναι μικρές ή φθίνουσες.

- Σε αυτό το τμήμα θα μελετήσουμε κατά πόσο η απόφαση των εταιρειών για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συμβαδίζει με την άποψη της μεγιστοποίησης των πλεονεκτημάτων που σχετίζονται με την υπερεκτίμηση των μετοχών. Ενώ τα αποτελέσματα της αρθρογραφίας δείχνουν ότι οι εταιρείες κάνουν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου υπερτιμημένες το ερώτημα είναι κατά πόσο υπάρχει καλύτερη χρονική περίοδος για μια αύξηση. Για να απαντηθεί το ερώτημα κατά πόσο οι εταιρείες πραγματοποιούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου την καλύτερη στιγμή ότι αφορά την υπερτίμηση του κεφαλαίου εξετάζονται οι αξίες γύρω από την περίοδο της αύξησης.

Ο πιο κάτω πίνακας δίνει στοιχεία για την χρονιά της αύξησης, ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά την αύξηση.

Το δείγμα περιλαμβάνει αυξήσεις εταιρειών για την περίοδο 1980-1995. Η misvaluation υπολογίζεται Market Value/Market Price και βασίζεται στον υπολογισμό του δείκτη P/E-κέρδη ανά μετοχή.

		Year -1	Year 0
P/E Valuation	Mean	-10,61%	-24,97%
	Median	4,96%	37,98%
	(N)	1167	2141
Firm-Specific CAPM Rate	Mean	26,00%	54,14%
	Median	42,95%	63,37%
	(N)	1,589	1,882
Market CAPM Rate	Mean	25,20%	52,97%
	Median	39,96%	60,82%
	(N)	1,589	1,882

Εν ολίγοις το ερώτημα εντοπίζεται στο κατά πόσο οι μεταβολές στην τιμή της μετοχής, οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας και τα χαρακτηριστικά της εξηγούν την μεταβολή στον υπολογισμό της αξίας της κατά την περίοδο της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Για να απαντηθεί αυτό το ερώτημα μια σειρά από χρονικές περιόδους και επίπεδα αξιών εξετάζονται σε ένα πολυπαραγοντικό πρίσμα. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε μελετά τις αυξήσεις των μετοχικών κεφαλαίων το έτος

της αύξησης, ένα χρόνο πριν και ένα μετά αυτής. Για τη σύγκριση των επιπέδων της αξίας στα τρία αυτά χρονικά διαστήματα χρειάστηκαν δύο ψευδομεταβλητές για τα έτη +1 γύρω από τον χρόνο της αύξησης. Μια αρνητική συσχέτιση των ψευδομεταβλητών θα ήταν σύμφωνη με την χρονική υπόθεση – timing hypothesis. Όταν μελετάται η αξία της εταιρείας σε διάφορες χρονικές περιόδους εξετάζουμε τις προοπτικές ανάπτυξης της και την ασύμμετρη πληροφόρηση (έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, μερίσματα, περιουσία και εξοπλισμός).

Ο πιο κάτω πίνακας μας δείχνει ότι η αναμενόμενη συσχέτιση των ψευδομεταβλητών είναι σημαντικά αρνητική για όλα τα επίπεδα μέτρησης της αξίας. Τα συμπεράσματα των κατωτέρω πινάκων είναι σύμφωνα με τη χρονική υπόθεση . Οι εταιρείες πραγματοποιούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου όταν η υπερτίμηση είναι μέγιστη το έτος πριν και μετά από το έτος που πραγματοποιείται η αύξηση.

Τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στους πίνακες είναι για δείγμα εταιρειών που πραγματοποίησαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στο διάστημα Ιανουάριος 1980- Δεκέμβριος 1995. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η εκτίμηση της αξίας. Η εκτίμηση της αξίας υπολογίζεται ως (Market Price Model Value) / Market Price και βασίζεται στον υπολογισμό του δείκτη κέρδη ανά μετοχή (P/E Valuation) . Ο δείκτης q-Tobin υπολογίζεται ως (Market value of common equity +book value of preferred stock+ book value of debt)/ book value of assets.) Ο δείκτης PPE είναι η αξία του εξοπλισμού και της περιουσίας της εταιρείας. Το R&D είναι τα έξοδα έρευνας και αγοράς ενώ το momentum είναι η εξάμηνη απόδοση για την περίοδο μέχρι το μήνα της ανακοίνωσης της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Μέσα στις παρενθέσεις παρατίθενται η τιμές του p.

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	P/E Valuation	Firm Specific CAPM Rate	Market CAPM Rate
Ετος 1 ψευδομεταβλητή	-0,35 0,00	-0,24 0,00	-0,24 0,00
Ετος +1 ψευδομεταβλητή	-0,11 0,00	-0,26 0,00	-0,25 0,00
Tobin's Q	0,05 0,00	0,13 0,00	0,13 0,00
Μερίσματα/Πωλήσεις	0,21 0,30	-0,69 0,00	-0,06 0,79
R&D/Πωλήσεις	0,00 0,69	0,01 0,16	0,01 0,11
PPE/Ενεργητικό	0,11 0,06	-0,002 0,83	-0,005 0,64
BV Ενεργητικού USD M	-9,16 0,01	-15,40 0,30	-14,80 0,28
Intercept	0,10 0,00	0,30 0,00	0,28 0,00
Προσαρμοσμένο R2	0,040	0,115	0,133
N	4,838	4,542	4,542
Ονομαστική αξία F	30	84	100
P<F	0,00	0,00	0,00

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	P/E Valuation	Firm Specific CAPM Rate	Market CAPM Rate
Intercept	0,17 0,00	0,58 0,00	0,56 0,00
Ετος +1 ψευδομεταβλητή	-0,39 0,00	-0,78 0,00	-0,76 0,00
Momentum	0,18 0,00	-0,14 0,00	-0,16 0,00
Tobin's Q	0,18 0,00	0,009 0,62	0,02 0,34
Μερίσματα/Πωλήσεις	0,19 0,43	0,79 0,28	0,21 0,75
R&D/ Πωλήσεις	0,00 0,98	0 0,94	0,001 0,89
PPE/Ενεργητικό	0,10 0,70	-0,02 0,65	-0,05 0,15
Ln(BV Ενεργητικού)	0,29 0,00	-0,08 0,01	-0,11 0,00
Προσαρμοσμένο R2	0,151	0,109	0,139
N	2,697	2,587	2,587
Ονομαστική αξία F	69	46	61
P<F	0,00	0,00	0,00

Για να κατανοήσουμε γιατί υποτιμημένες εταιρείες πραγματοποιούν αυξήσεις κεφαλαίου λαμβάνουμε δύο υποομάδες: μία με εταιρείες υπερτιμημένες και μια ομάδα με εταιρείες υποτιμημένες εξετάζοντας τα χαρακτηριστικά τους. **Παρατηρούμε, όπως φαίνεται και από τον πίνακα κατωτέρω ότι εταιρείες υποτιμημένες πραγματοποιούν αυξήσεις για δύο λόγους: 1, γιατί είναι οικονομικά περιορισμένες και 2.λόγω ασυμμετρίας στην πληροφόρηση**

	Υποτιμημένες Εταιρείες (N=346)	Υπερτιμημένες εταιρείες (N=1536)
Χρόνια	23	9
% IPO	11,90%	37,40%
BV ενεργητικού	2,488	559
Ποσά USD M	56	41
Ποσά/ BV Ενεργητικού	12%	45%
Momentum 6 μήνες	31,30%	58,30%
CAR(-5,5)	-1,49%	-3,16%
CAR(-5,0)	-0,46%	-1,55%
Pr(SEO)	6,05%	13,65%

Θεωρούμε ότι:

- ✓ $Misvaluation = (\text{Market Price Model Value}) / \text{Market Price}$
- ✓ CAPEX= capital expenditures
- ✓ Leverage= Total Debt/Book Value of Assets
- ✓ Quick Ratio= $(\text{Current Assets} - \text{Inventory}) / \text{Current Liabilities}$
- ✓ Interest Coverage = $(\text{Interest Expense} + \text{Income before interest}) / \text{Interest Expense}$
- ✓ $CAR(t1, t2) = \text{cumulative abnormal return from day } t1 \text{ till day } t2 \text{ relative to the filing day of the SEO}$
- ✓ $Pr(SEO) = \text{Predicted probability of SEO as obtained from logistic regression}$

Λειτουργικά Χαρακτηριστικά κατά την περίοδο εγγραφής					
	Ετος3	Ετος2	Ετος -1	Ετος0	Ετος1
Μόχλευση/Leverage					
Υποτιμημένες	56,50%	55,50%	57,00%	56,80%	52,90%
Υπερτιμημένες	54,80%	53,50%	53,80%	50,50%	42,00%
Int. Coverage					
Υποτιμημένες	3,68	3,58	3,24	3,12	3,51
Υπερτιμημένες	3,48	3,96	3,37	4,2	5,89
Quick Ratio					
Υποτιμημένες	1,27	1,29	1,2	1,18	1,4
Υπερτιμημένες	1,91	1,88	1,97	2,14	2,84
Μερίσματα/Πωλήσεις					
Υποτιμημένες	1,60%	2,20%	1,60%	1,40%	1,50%
Υπερτιμημένες	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,80%
R&D/Πωλήσεις					
Υποτιμημένες	1,40%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Υπερτιμημένες	9,90%	14,20%	11,40%	19,90%	14,40%
Tobin's q					
Υποτιμημένες	1,09	1,05	1,04	1,09	1,25
Υπερτιμημένες	1,69	1,7	1,8	2,29	2,13
Λειτουργικά Έσοδα/Ενεργητικό					
Υποτιμημένες	14,00%	13,90%	13,40%	12,70%	13,30%
Υπερτιμημένες	13,80%	14,80%	15,60%	16,10%	15,00%
CAPEX/Ενεργητικό					
Υποτιμημένες	8,00%	8,30%	8,30%	7,70%	7,20%
Υπερτιμημένες	9,50%	9,50%	10,40%	10,50%	10,30%
Αριθμός Παρατηρήσεων					
Υποτιμημένες	286	313	342	346	346
Υπερτιμημένες	864	1116	1457	1536	1536

Τα λειτουργικά αυτά χαρακτηριστικά μας δείχνουν ότι οι εταιρείες που είναι υποτιμημένες έχουν υψηλότερη μόχλευση από τις υπερτιμημένες ξεκινώντας από το έτος -1. Ο δείκτης quick ratio αυξάνει για όλες τις εταιρείες μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου παραμένει ωστόσο σε σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα για τις υποτιμημένες εταιρείες, οι οποίες επίσης μέχρι την ημέρα της αύξησης έχουν φθίνουσα πορεία των λειτουργικών τους εσόδων. Οι υποτιμημένες εταιρείες έχουν υψηλότερα λειτουργικά έσοδα από τις υπερτιμημένες δύο έτη μετά την πραγματοποίηση της αύξησης.

● **ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Προσπαθήσαμε να εξετάσουμε την επίδραση στην τιμή της μετοχής που έχει μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στον Ελλαδικό χώρο εστιάζοντας την προσοχή μας στον τραπεζικό κλάδο και στις αυξήσεις που έχουν γίνει με μετρητά.

Κατωτέρω παραθέτουμε σε πίνακες διαχρονικά τις αυξήσεις που έχει κάνει κάθε τράπεζα.

ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε						
Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	4,4021					1,760,000
06.05.87	4,4021	10,56493	1 v KO/4π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	440,000	2,200,000
08.06.88	8,8041			Μετ.Ονομαστικής Αξίας		2,200,000
01.08.88	8,8041		1 v KO/2π KO	Α.Μ.Κ με δωρεάν	1,100,000	3,300,000
01.08.88	8,8041	14,086574	1 v KO/2π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	1,100,000	4,400,000
20.06.90	4,4021		1 v KO/1π KO	Split, Split	4,400,000	8,800,000
05.09.90	4,4021	44,020543	1 v KO/8 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	1,100,000	9,900,000
30.03.94	5,8694			Μετ.Ονομαστικής Αξίας		9,900,000
30.03.94	5,8694		2 v KO/3π KO	Α.Μ.Κ με δωρεάν	6,600,000	16,500,000
30.03.94	5,8649	27,879677	1 v KO/3 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	8,300,000	19,800,000
05.04.96	5,8649		1 v KO/3 π KO	Α.Μ.Κ με δωρεάν	6,600,000	26,400,000
28.03.97	5,8694		1 v KO/4 π KO	Α.Μ.Κ με δωρεάν	6,600,000	33,000,000
28.03.97	5,8694	32,281731	1 v KO/4 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	6,600,000	39,600,000
12.06.98	5,8694	58,694057	1 v KO/9 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	4,400,000	44,000,000
31.03.99	4,4021		1 v KO/1π KO	Διαν.Μετ.Ον.Αξίας	44,000,000	88,000,000
04.05.99	4,4021	35,216434	1 v KO/8 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	11,000,000	99,000,000
26.04.00	4,4021		1 v KO/0 π KO	Μετ.Τεμ.Συγχ.	-4573853	94,426,147
26.04.00	4,4021	40,322817	0 v KO/0 π KO	Μετ.Τεμ.Συγχ.	13,000	108,147,707
26.04.00	4,5899			Μετ.Ονομαστικής Αξίας	13,721,560	108,147,707
29.05.00	4,5899		1 v KO/2π KO	Α.Μ.Κ με δωρεάν	54,073,853	162,221,560
02.05.01	4,1086			Μετ.Ονομαστικής Αξίας		162,221,560
02.05.01	4,1086		0 v KO/0 π KO	Μετ.Τεμ.Συγχ.	5,950,000	168,171,560
02.05.01	4,1086	43,88	0 v KO/0 π KO	Μετ.Τεμ.Συγχ.	17,000,000	185,171,560

ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε						
Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
08.09.98	4,4021	2,9347		Εισ.Μετ.στο ΧΑΑ	1,600,000	7,600,000
02.06.99	4,4021	2,9347	1 v KO/1π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	7,600,000	15,200,000
05.07.00	8,8041	2,9347	1 v KO/4π KO	Α.Μ.Κ με δωρεάν	3,800,000	19,000,000
05.07.00	8,8041	2,9347	0 v KO/0 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	6,883,750	25,883,750

ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
19.01.01	5,8694	8,92149		Εισ.Μετ.στο ΧΑΑ	1,700,000	281,000,000
18.12.00	5,8694	9,39104		Εισ.Μετ.στο ΧΑΑ	11,796,500	292,796,500

ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	0,3199					3,967,997
04.08.88	0,3199	0,319883	8v KO/1π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	11,903,991	15,871,988
05.12.89	0,3199		1v KO/11π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	1,442,908	17,314,896
14.12.90	0,3199	2,934703	1v KO/25π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	692,596	18,007,492
04.09.91	0,3199	3,521643	1v KO/8π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	2,250,936	20,258,428
19.10.93	0,3346			Μετ.Ονομ.Τιμής		20,258,428
27.06.97	0,3346		1v KO/10π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	2,025,843	22,284,271
29.08.97	0,3346	3,374908	1v KO/3 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	7,428,090	29,712,361
22.06.99	0,3346	7,336757	2 v KO/5 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	11,884,944	41,597,305

ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	2,5972					1,553,734
04.12.87	2,5972	8,264123	1v KO/7π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	221,962	1,775,696
09.05.89	5,1944			Μετ.Ονομ.Τιμής		1,775,696
09.05.89	5,1944		1v KO/4 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	443,924	2,219,620
12.02.93	5,1944		4v KO/5π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	1,775,696	3,995,316
27.06.97	5,1944		2 v KO/10 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	799,064	4,794,380
04.05.98	5,1944	14,086574	1v KO/1π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	4,794,380	9,588,760
04.01.00	5,1944		8v KO/10 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	7,671,008	17,259,768
04.01.00	5,1944	10,27146	1 v KO/1 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	9,588,760	26,848,528

ΕΤΕΒΑ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
14.08.73	0,2935			Εισ.Μτχ.στο ΧΑΑ		1,553,734
02.02.76	4,4021		1v KO/1π KO	Διαν.Μτχ.Ον.Αξίας	221,962	1,775,696
10.06.77	4,4021		1v KO/9π KO	ΑΜΚ με δωρεάν		1,775,696
15.04.80	4,4021		3v KO/5 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	443,924	2,219,620
15.04.80	4,4021		3v KO/5 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	1,775,696	3,995,316
29.12.82	5,2825		1v KO/5 π KO	Διαν.Μτχ.Ον.Αξίας	799,064	4,794,380
22.11.89	5,2825		1v KO/1π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	4,794,380	9,588,760
20.04.90	5,2825	26,412326	1v KO/2 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	7,671,008	17,259,768
30.06.94	5,2825		1 v KO/1 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	9,588,760	26,848,528
16.07.97	5,2825		1 v KO/10 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν		
20.04.00	0,5282		9v KO/1π KO	Split, Split		
08.06.01	0,5282			Μετ.τεμ.Συγχ.		
08.06.01	0,6			Μετ.Ονομ.Τιμής		

ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
17.07.91	2,9347	8,804109		Εισ.Μτχ.στο ΧΑΑ	640,625	5,765,625
25.06.93	2,9347		1v ΚΟ/25π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	230,625	5,996,250
12.09.94	2,9347		2v ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	1,199,250	7,195,500
12.09.94	2,9347	5,282465	25v ΚΟ/1000 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	1,541,036	8,736,536
12.09.94	2,9347		0v ΚΟ/0 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	40,000	8,776,536
29.07.97	2,9347		1v ΚΟ/10 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	877,654	9,654,190
30.11.98	2,9347	5,869406	1v ΚΟ/4 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	2,475,967	12,130,157
26.08.99	2,9347	1	0v ΚΟ/0 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	5910217	8,219,940
26.08.99	2,9347		0v ΚΟ/0 π ΚΟ	Μετ.τεμ.Συγχ.	1,641,306	7,861,246
26.08.99	2,9347			Μετ.τεμ.Συγχ.	61,310,646	69,171,892
26.08.99	1,1739			Μετ.Ονομ.Τιμής		69,171,892
10.11.99	1,1739	9,684519	1v ΚΟ/10 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	8,267,189	77,439,081
24.07.00	1,1739		1v ΚΟ/10 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	7,743,908	85,182,989

ΕΤΒΑ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
12.01.00	3,6684	8,804109		Εισ.Μτχ.στο ΧΑΑ	33,081,730	173,073,730

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	13,2062					4,363,543
03.10.88	13,2062		9v ΚΟ/5π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	7,854,378	12,217,921
24.06.91	13,2062		1v ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	1,221,792	13,439,921
24.06.91	13,2062	44,020543	1v ΚΟ/5 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	2,443,584	15,883,297
09.09.91	13,2062	44,020543	13v ΚΟ/20 π ΚΟ	Ομολ. Δάνειο		15,883,297
16.12.94	16,2436			Μετ.Ονομ.Τιμής		15,883,297
05.10.95	16,2436	44,020543		Πρ.Τεμ.Ομολ.Δανείων	45	15,883,297
15.10.96	16,2436			Πρ.Τεμ.Ομολ.Δανείων	10	15,883,297
17.03.97	17,0213		1v ΚΟ/10 π ΚΟ	Διαν.Μτχ.Ον.Αξίας	1,588,335	17,471,687
07.10.97	17,0213	67,498166	2v ΚΟ/10π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	3,494,335	20,966,024
18.11.97	17,0213			Πρ.Τεμ.Ομολ.Δανείων	1,615,274	22,581,298
26.05.98	17,0213		2v ΚΟ/10 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	4,516,260	27,097,558
02.10.98	17,0213			Μετ.Τεμ.Μετατρ.	4,430,980	31,528,538
01.02.99	4,2553		3v ΚΟ/1π ΚΟ	Split, Split	94,585,614	126,114,152
13.04.99	4,2553	93,749083	1048v ΚΟ/10π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	13,219,091	139,333,243
27.05.99	4,2553		1v ΚΟ/1π ΚΟ	Μετ.Τεμ.Μετατρ.	17,116,757	156,450,000
18.10.99	4,2553			Πρ.Τεμ.Ομολ.Δανείων	3,512	156,453,512
31.03.00	4,2553		1v ΚΟ/1π ΚΟ	Μετ.Τεμ.Μετατρ.	6,461,096	162,914,608
27.04.00	4,2553		4v ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	65,165,844	228,080,452
11.04.01	4,2553		1v ΚΟ/1π ΚΟ	Μετ.Τεμ.Μετατρ.	6,461,096	234,541,548
28.05.01	4,2553	1	0v ΚΟ/0π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	5461096	228,080,452
28.05.01	4,5			Μετ.Ονομ.Τιμής		228,080,452

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	17,1827					662,163
23.11.88	16,4343		2v KO/1π KO	Διαν.μετ.Ον.Αξ.	1,324,326	1,986,489
30.11.94	16,4343		1v KO/4π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	496,622	2,483,111
04.06.98	16,4343		1v KO/5 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	496,622	2,979,733
08.02.00	5,5759		2v KO/1 π KO	Split,Split	5,959,466	8,939,199

ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	1,6141					7,642,105
15.12.88	4,8423			Μετ.Ονομ.Τιμής		7,642,105
23.07.90	4,8423	23,477623	1v KO/2π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	3,321,053	11,463,158
23.07.90	4,8423		2v KO/5π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	3,056,842	14,520,000
18.08.93	4,8423	24,944974	2621v KO/10 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	3,805,573	18,325,573
21.09.93	4,8423		1v KO/10 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	1,452,000	19,777,573
29.12.94	4,8423		1v KO/10 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	1,977,757	21,755,330
07.12.98	4,8423		2v KO/10π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	4,351,066	26,106,396
10.06.99	4,8423		15v KO/10 π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	39,159,595	65,265,991
16.08.99	4,8423	18,782098	3v KO/10π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	20,185,797	85,451,788
28.06.01	5			Μετ.Ονομ.Τιμής		85,451,788

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ

Date	Ονομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
01.01.85	0,7043					1,088,000
08.11.90	0,7043		10v KO/25π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	435,200	1,523,200
08.11.90	0,7043	11,738811	3v KO/25π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	130,560	1,653,200
10.03.92	0,7043	8,804109	14187v KO/10π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	2,346,240	1,653,760
31.05.96	3,5216		2v KO/10 π KO	Διαν.μετ.Ον.Αξ.	800,000	4,000,000
31.05.96	3,5216	7,336757	9v KO/10 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	3,600,000	4,800,000
23.05.97	3,5216	7,336757	7524v KO/10 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	6,320,000	8,400,000
04.05.98	3,5216		2v KO/10π KO	ΑΜΚ με δωρεάν	2,944,000	14,720,000
04.05.98	3,5216	7,336757	1v KO/1 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	15,636,000	17,664,000
07.12.98	3,5216	7,336757	1v KO/1 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	33,300,000	33,300,000
07.12.98	3,5216	7,336757	0v KO/0 π KO	Ακυρ.Μετ.	6,789,000	66,600,000
07.12.98	3,5216	11,738811	0v KO/0 π KO	Ακυρ.Μετ.	1,661,000	73,389,000
07.12.98	3,5216	19,0755569	0v KO/0 π KO	Ακυρ.Μετ.	2,000,000	75,050,000
22.03.99	3,5216	8,804109	1v KO/2 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	39,050,000	77,050,000
10.12.99	3,5216	29,347029	0v KO/0 π KO	Ακυρ.Μετ.	7,767,297	116,100,000
19.01.00	3,5216	8,804109	0v KO/0 π KO	Α.Μ.Κ με μετρητά	100,000	123,967,297
20.06.00	3,5216	19,75055	0v KO/0 π KO	Μετ.Τεμ.Συγχ.	29,078,076	153,045,373
20.06.00	3,5216	19,853265	0v KO/0 π KO	Μετ.Τεμ.Συγχ.	14,112,111	167,157,484
20.06.00	3,2751			Μετ.Ονομ.Τιμής		167,157,484
14.05.01	3,28			Μετ.Ονομ.Τιμής		167,157,484

ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΕ

Date	Όνομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
11.08.98	0,7043	7,043287		Εισ.μετ.στο ΧΑΑ	1,860,000	8,860,000
12.07.99	0,7043	4,402054	0ν ΚΟ/0 π ΚΟ	Ακυρ.Μετ.	11,900,000	20,760,000
19.10.99	0,7043		4ν ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	8,304,000	29,064,000
19.10.99	0,7043	11,738811	5ν ΚΟ/10π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	12,656,000	41,720,000

ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS AE

Date	Όνομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
1.01.85	2,6412					628,31
1.12.87	2,6412	7,336757	5ν ΚΟ/25 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	109,000	737,31
7.11.88	2,6412		5ν ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	368,655	1,105,9
7.06.90	2,6412		2ν ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	221,193	1,327,1
7.06.90	2,6412	17,608217	3ν ΚΟ/10 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	331,789	1,658,9
3.07.94	2,6412		1ν ΚΟ/8 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	207,369	1,866,3
5.01.99	2,9993			Μετ.Ονομ.Τιμής		1,866,3
2.03.99	2,9993		1611ν ΚΟ/1π ΚΟ	Μετ.Τεμ.Συγχ.	1,141,087	3,007,4
2.03.99	2,9993			Μετ.Τεμ.Συγχ.	107,011,624	110,019,
2.03.99	2,9993		1ν ΚΟ/1π ΠΑΨΟ ΚΟ	Μετ.Τεμ.Μετατρ.	444,600	110,463,
6.03.99	1,4674	24,944974	0ν ΚΟ/0 π ΚΟ	Δημ.Εγγραφή με διανομή υφιστάμενων		110,463,
8.05.99	1,4674	14,673514	1ν ΚΟ/5 π ΚΟ	Α.Μ.Κ με μετρητά	22,092,725	132,556,
5.08.99	1,4674		0ν ΚΟ/0 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	363,230	132,919,
3.09.00	1,4674		1ν ΚΟ/0 π ΚΟ	Μετ.Τεμ.Συγχ.	-30683625	102,235,
3.09.00	1,4674	19,853265	0ν ΚΟ/0 π ΚΟ	Μετ.Τεμ.Συγχ.	122,734,500	224,971,
3.09.00	2,4945			Μετ.Ονομ.Τιμής		224,970,
2.12.00	2,4945		3ν ΚΟ/10 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	67,491,136	292,461,
2.04.01	2,4945	2,49449	0ν ΚΟ/0 π ΚΟ	Ακύρωση Μετ.	546,000	293,007,
3.06.01	2,4945		0ν ΚΟ/0 π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	567,200	293,574,

ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΛΙΜΙΤΕΔ

Date	Όνομαστική αξία	Τιμή έκδοσης	Όροι	Αιτία	Νέες	Σύνολο
08.11.00	0,8423	9,097579		Εισ.μετ.στο ΧΑΑ	39,000,000	360,116,056
07.12.00	0,8423		5ν ΚΟ/25 π ΚΟ	Πρ.Τεμ.Ομολ.Δαν.	98,956	360,215,012
07.12.00	0,8423		5ν ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	72,043,002	432,258,014
24.01.01	0,8423		2ν ΚΟ/10π ΚΟ	ΑΜΚ με δωρεάν	906	432,258,920
12.02.01	0,8423		3ν ΚΟ/10 π ΚΟ	Πρ.Τεμ.Ομολ.Δαν.	35,539	432,294,459
26.03.01	0,8423		1ν ΚΟ/8 π ΚΟ	Πρ.Τεμ.Ομολ.Δαν.	9,299	432,303,758
14.05.01	0,8423			Πρ.Τεμ.Ομολ.Δαν.	2,551	432,306,309

Χρησιμοποιώντας μεθόδους ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων όπως διατυπώθηκαν από τους Brown και Warner (1983) και (1985) εξετάζεται η μεταβολή

της τιμής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται γνωστή η απόφαση της έκδοσης νέων μετοχών.

Σε μια αποτελεσματική αγορά θα έπρεπε όλες οι πληροφορίες για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης να παρατηρηθούν την ημερομηνία της ανακοίνωσης και όχι πέραν αυτής αφού δεν θα υπάρχει νεώτερη πληροφόρηση μετά την ημέρα της ανακοίνωσης.

Επομένως εξετάζουμε την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και διακρίνουμε τις πιο κάτω ημερομηνίες:

- ✓ Την ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων και στην οποία αναφέρεται σα θέμα η πραγματική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
- ✓ Την ημερομηνία συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου που αποφάσισε να προτείνει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

Στη συγκεκριμένη έρευνα θα εξετάσουμε τις τυχόν υπεραποδόσεις που προκύπτουν από τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοση.

Στο υπόδειγμα αυτό η έκτακτη απόδοση της μετοχής i δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα t , εδώ χρησιμοποιούμε την απόδοση του δείκτη του ΧΑΑ. (R_{mt})

$$E_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, δηλαδή R_{mt} , αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή.

Χρησιμοποιούμε τον Σταθμικό – με αγοραίες αξίες – Δείκτη Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς.

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις e_{it} χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης (AR_t) και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων [$CAR(t_1, t_2)$] για το δείγμα των N μετοχών σύμφωνα με τους τύπους:

$$AR_t = e_t = \sum e_{it} / N$$

$$CAR(t_1, t_2) = \sum AR_t$$

Η σύγκριση των ARt και CAR (t1, t2) που θα προκύψει βοηθά να διαπιστωθεί η ευαισθησία των αποτελεσμάτων μας στην μεθοδολογία που επιλέξαμε.

Με δεδομένες τις μέσες έκτακτες αποδόσεις που δίνει η μέθοδος ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητά της. Θα ακολουθήσουμε λοιπόν και στην μελέτη που κάνουμε στατιστικό έλεγχο για να διαπιστωθεί κατά πόσο οι μέσες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις είναι ίσες με μηδέν (στατιστικά δηλαδή ασήμαντες), αντίστοιχα με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών t.

$$\text{Στατιστικός } t (AR) = AR / S (ARt)$$

$$\text{Στατιστικός } t = CAR / \sqrt{T} * S(ARt)$$

Όπου :

S (ARt)= η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την ημερομηνία προσδιορισμού

T= t2-t2+1: όπου t1 είναι η πρώτη μέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CARt και t2 η τελευταία μέρα.

Η μέθοδος που χρησιμοποιούμε κρίνεται η πλέον κατάλληλη λόγω των ιδιορρυθμιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κυριότεροι λόγοι που ενισχύουν την επιλογή είναι η αστάθεια των παραμέτρων που υπολογίζονται στο « υπόδειγμα της αγοράς» και η διαπίστωση ότι οι τιμές των μετοχών συχνά παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές χωρίς ιδιαίτερο λόγο κάνοντας τη μέθοδο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης επίσης ακατάλληλη. Επίσης η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές που συνέβησαν στην αγορά την ίδια χρονική στιγμή που το δείγμα δέχεται την επίδραση της ανακοίνωσης για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Αναλυτικά ιστορικά και στατιστικά στοιχεία επισυνάπτονται στο τέλος της μελέτης σε μονάδα δισκέτας

Εφαρμόζοντας την ανωτέρω μεθοδολογία καταλήγουμε με βάση τα αποτελέσματα του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα σε μη σημαντικά στατιστικά αποτελέσματα γεγονός που δεν μας αφήνει να καταλήξουμε σε κάποιο γενικότερο συμπέρασμα για την γενικότερη πορεία των τιμών των μετοχών κατά την διάρκεια μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

▪ Υπολογισμός της προσαρμοσμένης και της αξίας του δικαιώματος

Στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών, με ή χωρίς μετρητά, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης στους παλαιούς μετόχους της εταιρείας. Με την αποκοπή του δικαιώματος η τιμή της μετοχής επηρεάζεται από το νέο αριθμό μετοχών που προκύπτει από την αύξηση του κεφαλαίου και σημειώνει πτώση. Σαν αντιστάθμισμα ο παλιός μέτοχος είναι κάτοχος δικαιωμάτων των οποίων η αξία είναι συνάρτηση της τιμής της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης (θεωρητικής) τιμής – και της αξίας του δικαιώματος – είναι απαραίτητος ιδιαίτερα για εκείνον τον επενδυτή που αγοράζει ή πουλάει μετοχές της εταιρείας κατά την ημέρα της αποκοπής του δικαιώματος.

Μόνον προσαρμόζοντας την τιμή ο επενδυτής δύναται να προβλέψει με ακρίβεια τα νέα επίπεδα τιμών στα οποία θα κινηθεί η μετοχή της εταιρείας.

▪ Η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής

Έστω μια ΑΕ εισηγμένη στο Χρηματιστήριο με χρηματιστηριακή αξία 2 δις. δρχ. (2.000.000 μετοχές χ 1.000 δρχ.). Η εταιρεία κάνει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εκδίδοντας 500.000 νέες μετοχές προς 700 δρχ. εκάστη. Η αύξηση αυτή θα αποφέρει στην εταιρεία 350 εκατ. δρχ.

Υποθέτοντας ότι η επιπλέον χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας ισούται με τα έσοδα έκδοσης της αύξησης του κεφαλαίου, η συνολική χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας μετά την αύξηση είναι 2.35 δις. δρχ.. Διαιρώντας την αξία αυτή με το συνολικό αριθμό μετοχών της εταιρείας, προκύπτει η τιμή της μετοχής 940 δρχ.. Δηλαδή, μετά την αποκοπή του δικαιώματος η τιμή της μετοχής έπεσε από 1.000 δρχ. στις 940 δρχ.

Ο παλιός μέτοχος έχει τη δυνατότητα να αγοράσει 1 (μία) μετοχή της εταιρείας, που στο χρηματιστήριο κοστίζει 940 δρχ. μόνον προς 700 δρχ.. Η διαφορά των 240 δρχ. είναι η αξία 4 δικαιωμάτων που χρειάζεται να προσκομίσει στην εταιρεία για την αγορά 1 (μιας) μετοχής.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, για τον υπολογισμό της προσαρμοσμένης τιμής και ως εκ τούτου της θεωρητικής αξίας του δικαιώματος ακολουθείται η εξής βασική υπόθεση.

▪ Υπόθεση

Μετά την κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου η νέα χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας ισούται με την παλαιά χρηματιστηριακή αξία την οποία προστίθενται τα έσοδα έκδοσης των νέων μετοχών, δηλαδή το ποσό που εισέπραξε η εταιρεία από την πώληση των νέων μετοχών της.

Η παραπάνω υπόθεση δίνεται με την εξής εξίσωση:

$$\frac{N_0 \cdot T_0 + N_1 \cdot T_{\pi}}{\text{ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ}} = \frac{N_0 \cdot T_m}{\text{ΠΑΛΑΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ}} + \frac{N_1 \cdot T_{\epsilon}}{\text{ΝΕΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}} \quad (\alpha)$$

Λύνοντας ως προς T_{π} βρίσκουμε την προσαρμοσμένη (θεωρητική) τιμή της μετοχής.

$$T_{\pi} = \frac{N_0 \cdot T_m + N_1 \cdot T_{\epsilon}}{N_0 + N_1} \quad (1)$$

Όπου :

N_0 : ο αριθμός των παλαιών μετοχών της εταιρείας.

T_{π} : η προσαρμοσμένη (θεωρητική) τιμή της εταιρείας.

N_1 : ο αριθμός των νέων μετοχών της εταιρείας.

T_m : η τιμή κλεισίματος της μετοχής την τελευταία συνεδρίαση πριν την αποκοπή του δικαιώματος.

T_{ϵ} : η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών.

Σημείωση: Όπου N_0 και N_1 δεν είναι απαραίτητο να χρησιμοποιείται το σύνολο των παλαιών και νέων μετοχών της εταιρείας. Αρκεί να πάρουμε την αναλογία έκδοσης, δηλαδή την αναλογία μεταξύ παλαιών και νέων μετοχών στην οποία θα γίνει η αύξηση. Για παράδειγμα η άνω εταιρεία θα εκδώσει σε κάθε 4 παλαιές μετοχές (N_0) μία (1) νέα (N_1).

Τα παραπάνω έχουν εφαρμογή σε όλους τους τύπους που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της προσαρμοσμένης τιμής.

Σε όλες τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων, μετοχών και αποκοπή του δικαιώματος, η προσαρμογή των τιμών γίνεται με βάση την παραπάνω υπόθεση, από την οποία προέκυψε η βασική εξίσωση (α). Βέβαια, ανάλογα με το είδος της αύξησης, η εξίσωση (α) υφίσταται ορισμένες τροποποιήσεις έτσι ώστε να πληρούται πάντα η βασική υπόθεση.

Ως εκ τούτου, στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δωρεάν μετοχών ($T_{\epsilon} = 0$) η εξίσωση (α) γίνεται:

$$No \cdot T_{\pi} + N1 \cdot T_{\pi} = No \cdot T_m \quad (\beta)$$

Λύνοντας ως προς T_{π} έχουμε:

$$T_{\pi} = \frac{No \cdot T_m}{No + N1} \quad (2)$$

Στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με ταυτόχρονη έκδοση δωρεάν μετοχών με καταβολή μετρητών, η βασική υπόθεση δίνεται με την εξής εξίσωση:

$$No \cdot T_{\pi} + N1 \cdot T_{\pi} + N2 \cdot T_{\pi} = No \cdot T_m + N1 \cdot T_e \quad (\gamma)$$

Λύνοντας ως προς T_{π} έχουμε:

$$T_{\pi} = \frac{No \cdot T_m + N1 \cdot T_e}{No + N1 + N2} \quad (3)$$

Όπου: $N1$: ο αριθμός των νέων μετοχών της αύξησης με καταβολή μετρητών ή η αναλογία έκδοσης. $N2$: ο αριθμός των νέων δωρεάν μετοχών ή η αναλογία έκδοσης. Με τους τύπους (1), (2) και (3) υπολογίζεται η προσαρμοσμένη τιμή για μια κατηγορία μετοχών. Εάν η εταιρεία έχει έστω 2 κατηγορίες, κοινές και προνομιούχες μετοχές, ο κάθε τύπος εφαρμόζεται 2 φορές, μια για την κοινή και μια για την προνομιούχο μετοχή.

Οι παραπάνω τύποι εφαρμόζονται όταν η μια κατηγορία μετοχών δεν συμμετέχει στην έκδοση άλλης κατηγορίας μετοχών.

Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής γίνεται στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ 2 χρηματιστηριακών ημερών: μετά το τέλος της τελευταίας συνεδρίασης, πριν την αποκοπή του δικαιώματος και πριν την έναρξη της αμέσως επόμενης συνεδρίασης.

Τέλος Συνεδρίασης	T_{π}	Έναρξη συνεδρίασης
T_m		T^*m
t		t + 1 ημέρες

T_m : τιμή μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος.

T_{π} : προσαρμοσμένη (θεωρητική) τιμή.

T_m : τιμή μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος.

Πέραν της στατιστικής της χρησιμότητας η προσαρμοσμένη τιμή έχει και μία άλλη ουσιαστική χρησιμότητα: αποτελεί την πιο αξιόπιστη ένδειξη για το που περίπου θα κινηθεί η τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος.

Με την έναρξη της πρώτης συνεδρίασης μετά την αποκοπή του δικαιώματος, η προσφορά και η ζήτηση μετοχών διαμορφώνουν τη νέα τιμή της μετοχής η οποία στις περισσότερες περιπτώσεις βρίσκεται πολύ κοντά στην προσαρμοσμένη τιμή, ιδιαίτερα σε περιόδους χρηματιστηριακής σταθερότητας.

- **Η θεωρητική αξία του δικαιώματος προτίμησης**

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία, σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που δεν γίνεται με εισφορά σε είδος, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων της εταιρείας, ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο.

Η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης γίνεται με ορισμένη μερισματαπόδειξη – κουπόνι – (1) η οποία αποκόπτεται από το σώμα της μετοχής. Με την αποκοπή της μερισματαπόδειξης αποχωρίζεται το δικαίωμα από τη μετοχή και προσαρμόζεται ανάλογα η τιμή αυτής.

Η διαφορά μεταξύ της τιμής της μετοχής, πριν την αποκοπή της μερισματαπόδειξης και της προσαρμοσμένης τιμής είναι η θεωρητική αξία του δικαιώματος. Καθώς μια παλαιά μετοχή έχει ένα δικαίωμα. Έτσι ο αριθμός των μετοχών είναι ίσος με τον αριθμό των δικαιωμάτων.

Στις αυξήσεις με καταβολή μετρητών, το δικαίωμα είναι αντικείμενο ελεύθερης διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο. Έτσι, εάν ο παλαιός μέτοχος δεν επιθυμεί να ασκήσει το δικαίωμά του, έχει τη δυνατότητα να πουλήσει τις μερισματαποδείξεις σε άλλους επενδυτές.

Το δικαίωμα προτίμησης δίνει τη δυνατότητα στους παλαιούς μετόχους, σε μελλοντικές αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου, να προστατέψουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρεία καθώς και την αξία της αρχικής του επένδυσης.

α) Ποσοστό συμμετοχής

Εάν δεν υπήρχε το δικαίωμα προτίμησης, η διεύθυνση της εταιρείας θα είχε τη δυνατότητα να εκδώσει μετοχές σε χαμηλή τιμή και να τις πουλήσει σε επενδυτές της αρεσκείας της. Έτσι ο παλαιός μέτοχος, σε κάθε μελλοντική αύξηση, θα διέτρεχε τον κίνδυνο να μειωθεί το ποσοστό της συμμετοχής του στην εταιρεία.

β) Η αξία της επένδυσης

Για να έχει η αύξηση μεγάλες πιθανότητες επιτυχίας, η τιμή έκδοσης της μετοχής πρέπει να υστερεί σημαντικά της χρηματιστηριακής. Σε αυτή την περίπτωση, εάν δεν υφίσταται το δικαίωμα προτίμησης, δίνεται η δυνατότητα σε νέους επενδυτές να αγοράσουν μετοχές στην τιμή έκδοσης με αποτελέσματα να μειωθεί η αξία της αρχικής επένδυσης των παλαιών μετόχων.

Από τα προηγούμενα γίνεται αντιληπτό ότι ο παλαιός μέτοχος δεν κερδίζει τίποτα από την κατοχή του δικαιώματος προτίμησης, απλώς με την άσκηση ή την πώληση του δεν υφίσταται ζημία. Το δικαίωμα είναι ένα μέσον μεταφοράς αξίας, από την παλαιά στην νέα μετοχή, εξισώνοντας με αυτόν τον τρόπο την τιμή των νέων τιμών με αυτή των παλαιών μετοχών.

Ο υπολογισμός της θεωρητικής αξίας του δικαιώματος, πριν την αποκοπή της μερισματοπρόδειξης, γίνεται με τους εξής τρεις (3) τρόπους:

α) Το δικαίωμα υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της παλαιάς και της προσαρμοσμένης τιμής.

$$\Delta = T_m - T_{\pi} \quad (4)$$

Όπου:

Δ : η αξία του δικαιώματος.

T_m : η τιμή κλεισίματος της μετοχής στην τελευταία συνεδρίαση, πριν την αποκοπή του δικαιώματος.

T_{π} : η προσαρμοσμένη τιμή.

β) Η προσαρμοσμένη χρηματιστηριακή αξία των νέων μετοχών της αύξησης ($N_1 \times T_{\pi}$) ισούται με τα έσοδα έκδοσης της αύξησης ($N_1 \times T_{\epsilon}$) συν τη συνολική αξία των δικαιωμάτων που προκύπτουν από την αύξηση του κεφαλαίου ($N_0 \times \Delta$).

$$N_0 \times \Delta + N_1 \times T_{\epsilon} = N_1 \times T_{\pi} \quad (\delta)$$

Λύνοντας ως προς Δ έχουμε:

$$\Delta = \frac{N_1 (T_{\pi} - T_{\epsilon})}{N_0} \quad (5)$$

Όπου:

N_0 και N_1 είναι η αναλογία μεταξύ παλαιών (N_0) και νέων (N_1) μετοχών στην οποία θα γίνει η αύξηση.

T_{ϵ} : η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών

γ) Η διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος και της αξίας του δικαιώματος ισούται με την τιμή έκδοσης της νέας μετοχής συν την αξία των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά της νέας μετοχής.

$$T_m - \Delta = N\delta \chi \Delta + T_\epsilon \quad (\epsilon)$$

Λύνοντας ως προς Δ έχουμε:

$$\Delta = \frac{T_m - T_\epsilon}{N\delta + 1} \quad (6)$$

Όπου:

$N\delta$: ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά της νέας μετοχής.

Η επεξήγηση των υπολοίπων συμβόλων έχει δοθεί προηγουμένως.

Με τον παραπάνω τύπο υπολογίζεται η αξία του δικαιώματος απ' ευθείας από την παλαιά τιμή της μετοχής, πριν την αποκοπή του δικαιώματος.

Υπολογισμός της θεωρητικής αξίας του δικαιώματος, μετά την αποκοπή της μερισματοπρόδειξης.

Η αξία των δικαιωμάτων για την αγορά μιας νέας μετοχής ισούνται με τη διαφορά μεταξύ της τιμής της μετοχής, μετά την αποκοπή του δικαιώματος και της τιμής έκδοσης της νέας μετοχής.

$$N\delta \chi \Delta = T_m - T_\epsilon \quad (\sigma\tau)$$

Λύνοντας ως προς Δ έχουμε:

$$\Delta = \frac{T_m - T_\epsilon}{N\delta} \quad (7)$$

Όπου:

T_m : τιμή μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος.

Η επεξήγηση των υπολοίπων συμβόλων έχει δοθεί προηγουμένως.

Είναι ιδιαίτερα χρήσιμο την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος και για κάποιο χρονικό διάστημα να δημοσιεύονται πίνακες στους οποίους θα απεικονίζονται, σε πιθανές τιμές της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος ex – coupon, η θεωρητική αξία του δικαιώματος καθώς και θεωρητική τιμή της μετοχής με δικαίωμα ενσωματωμένο.

Εστω ότι η ΑΕ «Α» αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο εκδίδοντας σε κάθε 4 παλαιές μια (1) νέα μετοχή προς 2.000 δρχ. Η τιμή της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος είναι 3.000 δρχ.

Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής γίνεται με την εφαρμογή του τύπου (1) .

$$T_n = \frac{14.000}{5} = 2.800$$

Ο υπολογισμός της θεωρητικής αξίας του δικαιώματος γίνεται με την εφαρμογή ενός εκ των τριών τύπων (4), (5) και (6).

$$\Delta = 200$$

Ο πίνακας που ακολουθεί απεικονίζει, σε πιθανές τιμές της μετοχής *ex-coupon* , τη θεωρητική αξία του δικαιώματος και τη θεωρητική τιμή της μετοχής με δικαίωμα ενσωματωμένο. Ο υπολογισμός της θεωρητικής αξίας του δικαιώματος γίνεται με την εφαρμογή του τύπου (7).

Η θεωρητική τιμή της μετοχής με δικαίωμα ενσωματωμένο προκύπτει προσθέτοντας την τιμή της μετοχής *ex – coupon* και τη θεωρητική αξίας του δικαιώματος.

Πίνακας 1

ΠΙΘΑΝΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΚΟΠΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΕΝΣΩΜΑΤΩΜΕΝΟ
2600	150	2750
2650	162,5	2812,5
2750	175	2875
2750	187,5	2937,5
2800	200	3000
2850	212,5	3062,5
2900	225	3125
2950	237,5	3187,5
3000	250	3250
3050	262,5	3312,5
3100	275	3375
3150	287,5	3437,5
3200	300	3500

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

- Το πρόβλημα της προσαρμογής των ιστορικών στοιχείων των τιμών των μετοχών

Αρκετές εταιρείες του ελληνικού χρηματιστηρίου έχουν μόνο ένα είδος μετοχών αλλά δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις των εταιρειών με δύο ή και περισσότερα είδη, όπου ένα είδος μπορεί να συμμετέχει στις μεταβολές ενός άλλου είδους μετοχών της ίδιας εταιρείας. Επί πλέον, είναι συχνό το φαινόμενο των εταιρειών που προβαίνουν σε περισσότερες από μία μεταβολές την ίδια ημέρα (π.χ συνδυασμός αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και αύξησης με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και διανομής δωρεάν μετοχών). Η βασική υπόθεση στις προσαρμογές των ιστορικών τιμών θα μπορούσε να ονομαστεί « υπόθεση της διατήρησης της αξίας». Συγκεκριμένα , μετά από κάθε μεταβολή μετοχικού κεφαλαίου η αξία της εταιρείας είναι ίση με το άθροισμα της αξίας της πριν την μεταβολή και της αξίας που ενδεχομένως προστίθεται λόγω της μεταβολής. Για παράδειγμα, σε μία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών , όπου υπάρχει δικαίωμα υπέρ των παλαιών μετόχων, δεχόμαστε ότι η νέα αξία της εταιρείας είναι ίση με την παλιά αξία συν τα έσοδα της αύξησης.

Μετά τις παραπάνω διευκρινίσεις θεωρούμε μια εταιρία με n είδη μετοχών που πραγματοποιεί K ταυτόχρονες μεταβολές μετοχικού κεφαλαίου. Ορίζουμε

P_{im} = τιμή μετοχής j πριν από όλες τις μεταβολές, δηλαδή πριν από την αποκοπή όλων των δικαιωμάτων

$D = 1$ αν η k-οστη μεταβολή συμμετέχει στις επόμενες της ίδιας ημέρας, 0 διαφορετικά

$B =$ αριθμός νέων μετοχών i που δίνονται σε μια παλιά j, στην k-οστη μεταβολή

P_{in} = τιμή διάθεσης των νέων μετοχών j στην k-οστη μεταβολή

P_{ia} = τιμή μετοχής j μετά από την αποκοπή όλων των δικαιωμάτων (προσαρμοσμένη τιμή)

$j = 1, \dots, n$

$k = 1, \dots, k$

Η πιο απλή περίπτωση είναι όταν ασχολούμαστε με μια μόνο μεταβολή σε εταιρεία με ένα είδος μετοχών ($n=k=1$). Σε αυτή την περίπτωση η βασική υπόθεση γράφεται ως

$$P_{im} + \beta P_{in} = (1 + \beta) P_{ia}$$

από την οποία προκύπτει η προσαρμοσμένη τιμή λύνοντας ως προς P_{1a} . Στην περίπτωση της εταιρείας με ένα είδος μετοχών και δύο μεταβολές ταυτόχρονα ($n=1, k=2$) έχουμε :

$$P_{1m} + \beta_m P_{1n} + (1 + \beta_m) \beta_m P_{1m} = (1 + \beta_m + (1 + D_1 \beta_m) \beta_m) P_{1a}$$

Παρατηρούμε ότι αν $D_1 = 0$, δηλαδή οι νέες μετοχές που προκύπτουν από την πρώτη μεταβολή δεν μπορούν να συμμετάσχουν στη δεύτερη, τότε η παραπάνω εξίσωση απλοποιείται στην:

$$P_{1m} + \beta_m P_{1n} + \beta_m P_{1n} = (1 + \beta_m + \beta_n) P_{1a}$$

Ενώ αν, επί πλέον, η μία από τις δύο μεταβολές, για παράδειγμα η δεύτερη, είναι δωρεάν διανομή ($P_{12} = 0$), τότε η εξίσωση απλοποιείται περαιτέρω ως:

$$P_{1m} + \beta_{1m} P_{1n} = (1 + \beta_m + \beta_n) P_{1a}$$

Περισσότερο σύνθετες είναι οι περιπτώσεις όπου υπάρχουν περισσότερα του ενός είδη μετοχών. Για εταιρεία με δύο είδη μετοχών και μία μεταβολή ($n=2, K=1$) έχουμε στο σύστημα δύο εξισώσεων με δύο αγνώστους:

$$P_{1a} + \beta_m P_{1n} + \beta_n P_{1n} = (1 + \beta_m) P_{1a} + \beta_n P_{1n}$$

Από το οποίο προκύπτουν οι προσαρμοσμένες τιμές λύνοντας ως προς P_{1a} και P_{2a} . Παρατηρήστε ότι αν $\beta_{12}, \beta_{21} \neq 0$ τότε η μεταβολή του ενός είδους μετοχής συμμετέχει στη μεταβολή του δεύτερου και αντίστροφα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3ο Παράμετροι που επηρεάζουν την τιμή έκδοσης της μετοχής▪ Η εξασθένιση του ελέγχου της εταιρείας

Έστω ότι η ανώνυμη εταιρεία «Α» με μετοχικό κεφάλαιο 200 εκατ. δρχ. (2.000.000 μετοχές χ 100 δρχ.) αποφασίζει να αντλήσει από την κεφαλαιαγορά 400 εκατ. δρχ. με αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

Ο μέτοχος «Χ» ελέγχει το 50% του μετοχικού της κεφαλαίου, ο μέτοχος «Υ» το 30% και το ευρύ επενδυτικό κοινό του 20%.

Η εταιρεία έχει δύο επιλογές.

α) Να ορίσει την τιμή έκδοσης στις 800 δρχ.

β) Να ορίσει την τιμή έκδοσης στις 1000 δρχ.

Η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο είναι 1.300 δρχ.

Ο πίνακας 2 απεικονίζει τα παραπάνω.

Πίνακας 2

	ΑΝΑΛΟΓΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΞΟΔΑ ΕΚΔΟΣΗΣ
ΕΠΙΛΟΓΗ 1	1 Νέα – 4 Παλαιές	800	500.000	
ΕΠΙΛΟΓΗ 2	1 Νέα – 5 Παλαιές	1.000	400.000	400 εκατ. δρχ.

Αν οι κύριοι μέτοχοι «Χ» και «Υ» δεν συμμετάσχουν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, το ποσοστό συμμετοχής κεφαλαίου, το ποσοστό συμμετοχής των στην εταιρεία μειώνεται σε 40% (Επ.1) και 41,7% (Επ.2) για τον «Χ» και σε 24% (Επ.1) και 25% (Επ.2) για τον «Υ» αντίστοιχα.

Ο πίνακας 3 απεικονίζει τα ποσοστά συμμετοχής των μετόχων πριν και μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Πίνακας 3

ΝΕΑ ΠΟΣΟΣΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ				
ΜΕΤΟΧΟΙ	ΑΡΧΙΚΑ ΠΟΣΟΣΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ	ΕΠΙΛΟΓΗ 1	ΕΠΙΛΟΓΗ 2	
Χ	50%	40%	41,7%	
Υ	30%	24%	25%	
Λοιποί	20%	36%	33,3%	

Όπως είναι εμφανές, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των νέων μετοχών τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασθένηση του ελέγχου της εταιρείας. Παρ' όλα αυτά, οι μέτοχοι που δεν επιθυμούν να συμμετάσχουν στην αύξηση έχουν τη δυνατότητα να περιορίσουν τη μείωση της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο κάνοντας μια «λευκή πράξη»: να πουλήσουν ένα μέρος των δικαιωμάτων τους στην Αγορά και με το ποσόν που θα εισπράξουν να συμμετάσχουν στην αύξηση του κεφαλαίου ασκώντας τα υπόλοιπα δικαιώματα.

Για παράδειγμα, στην «επιλογή 1» ο μέτοχος «Χ» δύναται να πουλήσει 666.668 δικαιώματα (100 δρχ./ δικαίωμα) και με το ποσό που θα εισπράξει (66,67 εκατ. δρχ.) να συμμετάσχει στην αύξηση του κεφαλαίου ασκώντας τα υπόλοιπα 333.332 δικαιώματα (83.333 μετοχές). Με την πράξη αυτή επιτυγχάνει να αυξήσει τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας από 40% σε 43,33%.

Στην «επιλογή 2» ο μέτοχος «Χ» δύναται να πουλήσει 800.000 δικαιώματα (50 δρχ./ δικαίωμα) και με το ποσό που θα εισπράξει (40 εκατ. δρχ.) να συμμετάσχει στην αύξηση ασκώντας τα υπόλοιπα 200.000 δικαιώματα (40.000 μετοχές). Με την πράξη αυτή επιτυγχάνει να αυξήσει τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας από 41,7% σε 43,33%.

Από τα παραπάνω προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- α) Η μη συμμετοχή των παλαιών μετόχων στις αυξήσεις μειώνει το ποσοστό συμμετοχής των στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Η εξασθένηση αυτή του ελέγχου αποτελεί εμπόδιο στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ιδιαίτερα όταν ο έλεγχος της εταιρείας είναι οριακός.
- β) Η τιμή έκδοσης δεν επηρεάζει την εξασθένηση του ελέγχου της εταιρεία, εφ' όσον η εμπορευσιμότητα των δικαιωμάτων είναι ικανοποιητική. Πράγματι και στις δύο περιπτώσεις ο επενδυτής «Χ» πουλώντας ένα ποσοστό των δικαιωμάτων και ασκώντας το υπόλοιπο ανεβάζει σε 43,33% το ποσοστό συμμετοχής του στην εταιρεία.

▪ **Η μείωση των κερδών ανά μετοχή**

Τα κέρδη ανά μετοχή είναι ένας από τους πιο σημαντικούς χρηματιστηριακούς δείκτες της εταιρείας, ο οποίος χρησιμοποιείται πολλές φορές και για την αποτίμηση των μετοχών. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών μειώνει τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας. Ο υπολογισμός αυτής της μείωσης των κερδών γίνεται με τους εξής δύο τρόπους:

α) Η φαινομενική μείωση των κερδών ανά μετοχή

Έστω ότι τα κέρδη της τελευταίας χρήσεως της ΑΕ «Α» είναι 100 εκατ. δρχ. ήτοι 50 δρχ. ανά μετοχή. Η εταιρεία αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο με έκδοση 500.000 νέων μετοχών (σε κάθε 4 παλαιές δίνεται μία νέα) προς 800 δρχ./ μετοχή (Επιλ. 1). Η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο είναι 1.300 δρχ.

Μετά την αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας σε κάθε μετοχή αντιστοιχούν κέρδη 40δρχ. δηλαδή υπάρχει μια μείωση των κερδών κατά 20% . Όμως αυτή η μείωση των κερδών είναι φαινομενική και εξαρτάται από τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας. Πράγματι το 20% προκύπτει από τον εξής τύπο:

$\frac{N_1}{N_0 + N_1} = \frac{500.000}{2.500.000} = 20\%$
--

Όπου:

N_1 = ο αριθμός των νέων μετοχών

N_0 = ο αριθμός των παλαιών μετοχών

β) Η πραγματική μείωση των κερδών ανά μετοχή

Πριν γίνει η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας σε κάθε μετοχή αντιστοιχούν κέρδη 50 δρχ. τα οποία αντιπροσωπεύουν το 3,84% της τιμής.

Έστω ότι η ΑΕ «Α» αποφασίζει να αυξήσει το μετοχικό κεφάλαιο σύμφωνα με την «Επιλογή 1»(προηγούμενο παράδειγμα). Σε αυτή την περίπτωση η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής είναι 1.200 δρχ. και η αξία του δικαιώματος 100 δρχ.. Εάν ο μέτοχος δεν επιθυμεί να συμμετάσχει στην αύξηση και πουλήσει τα δικαιώματα, η επένδυσή του ανά μετοχή είναι 1.200 δρχ. και οι 40 δρχ. κέρδη ανά μετοχή αντιπροσωπεύουν το 3,33% της τιμής. Η πραγματική μείωση των κερδών είναι από το 3,84% στο 3,33%, ήτοι 13,3%.

Επίσης το ίδιο ποσοστό προκύπτει εφαρμόζοντας τον εξής τύπο:

$\frac{N_1 \times T_e}{N_0 \times T_m + N_1 \times T_e} = \frac{800}{6.000} = 13,3\%$

Εάν η ΑΕ «Α» αυξήσει το μετοχικό κεφάλαιο σύμφωνα με την «Επιλογή 2»,η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής είναι 1.250 δρχ. και η αξία του δικαιώματος 50 δρχ. . Σε περίπτωση που ο μέτοχος δεν συμμετάσχει στην αύξηση, η επένδυσή του

ανά μετοχή είναι 1.250 δρχ. και οι 41,66 δρχ. κέρδη ανά μετοχή αντιπροσωπεύουν το 3,33% της τιμής . Ως εκ τούτου η πραγματική μείωση των κερδών συνεχίζει να είναι 13,33%.

Η πραγματική μείωση των κερδών μετρά τα κέρδη ανά μετοχή που θα έχει η εταιρεία σε περίπτωση που τα αντληθέντα κεφάλαια δεν αυξάνουν καθόλου την κερδοφορία της.

Από τα παραπάνω προκύπτουν τα εξής:

- Οποιαδήποτε μείωση των κερδών ανά μετοχή αντισταθμίζεται με την αύξηση του αριθμού των μετοχών της εταιρείας.
- Η τιμή έκδοσης δεν επηρεάζει τα συνολικά κέρδη και κατά συνέπεια τα μερίσματα που λαμβάνουν οι μέτοχοι της εταιρείας, απλώς αυτά μοιράζονται σε μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4

ο ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η τροποποίηση στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου επιτυγχάνεται είτε με διάσπαση της μετοχής είτε με σύμπτυξη του αριθμού των μετοχών. Στην πρώτη περίπτωση αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών της εταιρείας και παράλληλα μειώνεται η ονομαστική τους αξία. Αντίθετα στη δεύτερη περίπτωση μειώνεται ο αριθμός των μετοχών και αυξάνεται η ονομαστική τους αξία.

A) ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ (STOCK SPLIT)

Η διάσπαση πραγματοποιείται σε περιόδους σημαντικής ανόδου των τιμών των μετοχών. Με αυτή την πράξη η εταιρεία στοχεύει στη μείωση της τιμής της μετοχής, σε επιθυμητά για αυτή επίπεδα, ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη διασπορά των μετοχών της στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Με τη διάσπαση της μετοχής το μετοχικό κεφάλαιο καθώς και τα κάθε είδος αποθεματικά της εταιρείας παραμένουν αμετάβλητα. Η μόνη μεταβολή που επέρχεται είναι η μείωση της ονομαστικής αξίας με ανάλογη αύξηση του αριθμού των μετοχών της εταιρείας. Το μέγεθος της διάσπασης καθορίζει και τον αριθμό των μετοχών που θα εκδώσει η εταιρεία. Έτσι η διάσπαση της μετοχής στα δύο σημαίνει ότι εκδίδεται μία (1) νέα μετοχή για κάθε μία (1) παλαιά και αντίστοιχα μειώνεται η ονομαστική αξία των μετοχών της εταιρείας κατά 50%.

Όπως είναι εμφανές η διάσπαση της μετοχής διαιρεί την περιουσία της εταιρείας σε περισσότερα τμήματα (μετοχές) και κατά συνέπεια προσαρμόζεται η τιμή της μετοχής σε χαμηλότερα επίπεδα.

Η προσαρμοσμένη τιμή προκύπτει από την εφαρμογή του τύπου:

$$T_{\pi} = \frac{\text{Νέα ονομαστική αξία μετοχής}}{\text{Παλαιά ονομαστική αξία μετοχής}} \times T_m \quad (10)$$

B) ΣΥΜΠΤΥΞΗ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (REVERSE SPLIT)

Είναι η αντίστροφη πράξη της διάσπασης και πραγματοποιείται σε περιόδους σημαντικής μείωσης της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας λόγω αρνητικής χρηματιστηριακής συγκυρίας ή μεγάλου αριθμού μετοχών εν κυκλοφορία.

Η μείωση της τιμής της μετοχής σε πολύ χαμηλά επίπεδα μπορεί να επηρεάσει αρνητικά ακόμη και την εικόνα της εταιρείας. Για το λόγο αυτό, στόχος κάθε εταιρείας πρέπει να είναι η διατήρηση της τιμής της μετοχής της μέσα σε προκαθορισμένα

όρια. Το εργαλείο για την επίτευξη του στόχου αυτού είναι οι μεταβολές στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου.

Με τη σύμπτυξη του αριθμού των μετοχών, τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας παραμένουν αμετάβλητα. Η μόνη μεταβολή που επέρχεται, είναι η αύξηση της ονομαστικής αξίας του νέου μικρότερου αριθμού μετοχών της εταιρείας. Έτσι μια αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής κατά 100%, θα προκαλέσει μείωση του αριθμού των μετοχών της εταιρείας κατά το ήμισυ. Αντίστροφα με τη διάσπαση της μετοχής η σύμπτυξη του αριθμού των μετοχών διαιρεί την περιουσία της εταιρείας σε λιγότερα τμήματα (μετοχές) και κατά συνέπεια, προσαρμόζεται η τιμή της μετοχής σε υψηλότερα επίπεδα.

Η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής προκύπτει από την εφαρμογή του τύπου (10).

Γ) SPLIT ΚΑΙ ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

Σε αυτή την περίπτωση η προσαρμογή της τιμής της μετοχής γίνεται σε δύο στάδια:

α) υπολογίζεται η προσαρμοσμένη τιμή μετά το Stock split εφαρμόζοντας τον τύπο (10) και β) η τελική προσαρμοσμένη τιμή προκύπτει από την εφαρμογή του τύπου (1). Ως τιμή μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος λαμβάνεται η τιμή που προκύπτει από την εφαρμογή του τύπου (10). Η αξία του δικαιώματος προτίμησης προκύπτει από την εφαρμογή ενός εκ των τριών τύπων (4), (5) και (6).

Η ίδια διαδικασία ακολουθείται σε περίπτωση Reverse split και αύξησης του κεφαλαίου με μετρητά.

● ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Σύνθετη ονομάζεται μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου όταν η μια κατηγορία μετοχών της εταιρείας συμμετέχει στην έκδοση άλλης κατηγορίας μετοχών. Από θεωρητικής πλευράς είναι αρκετοί οι συνδυασμοί που μπορούν να γίνουν μεταξύ των διαφορετικών κατηγοριών μετοχών στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Όμως στο παρόν άρθρο θα περιοριστούμε στην παρουσίαση εκείνων των σύνθετων αυξήσεων που πραγματοποιήθηκαν τα τελευταία χρόνια στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

A. Εταιρείες με δύο κατηγορίες μετοχών όπου η μία κατηγορία συμμετέχει στην έκδοση άλλης κατηγορίας μετοχών.

A. 1. Έκδοση μετοχών με καταβολή μετρητών.

Έστω ότι στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ «Α» η κατηγορία των ονομαστικών μετοχών συμμετέχει στην έκδοση ανωνύμων κοινών μετοχών.

- Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της ανώνυμης κοινής μετοχής γίνεται με την εφαρμογή του τύπου (1).
- Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της ονομαστικής μετοχής γίνεται με την εφαρμογή του εξής τύπου

$$T_{\pi} = \frac{N_0 \chi T_m + N_1 \chi T_{\varepsilon}}{N_0 + N_1} - \frac{N^* \cdot 1}{N_0 + N_1} \{T_{\pi^*} - T_{\varepsilon^*}\} \quad (11)$$

Όπου!

Όλα τα σύμβολο χωρίς την ένδειξη * αναφέρονται στις ονομαστικές μετοχές και η επεξήγησή τους έχει δοθεί προηγουμένως.

Τα σύμβολα με την ένδειξη * αναφέρονται στις ανώνυμες κοινές μετοχές:

$N^* \cdot 1$ = η αναλογία έκδοσης των νέων κοινών μετοχών που προήλθαν από τις προνομιούχες μετοχές.

T_{π} = η προσαρμοσμένη τιμή της ανώνυμης κοινής μετοχής.

T_{ε} = η τιμή έκδοσης της ανώνυμης κοινής μετοχής.

A.2. Έκδοση νέων δωρεάν μετοχών

Έστω ότι στην αύξηση του κεφαλαίου της ΑΕ «Α» η κατηγορία των προνομιούχων μετοχών συμμετέχει στην έκδοση κοινών μετοχών.

- Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της κοινής μετοχής γίνεται με την εφαρμογή του τύπου (2)
- Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της προνομιούχου μετοχής γίνεται με την εφαρμογή του εξής τύπου:

$$T_{\pi} = \frac{N_0 \chi T_m}{N_0 + N_1} - \frac{N^* \cdot 1 \chi T_{\sigma^*}}{N_0 + N_1} \quad (12)$$

Τα σύμβολα χωρίς της ένδειξη * αναφέρονται στις προνομιούχες μετοχές.

Τα σύμβολα με την ένδειξη * αναφέρονται στις κοινές μετοχές:

Όπου:

N_1 = η αναλογία έκδοσης των νέων κοινών μετοχών που προήλθαν από τις προνομιούχες μετοχές.

$T_{π}$ = η προσαρμοσμένη τιμή της κοινής μετοχής.

A. 3. Συνδυασμός δωρεάν μετοχών και μετοχών με καταβολή μετρητών.

Έστω ότι στην αύξηση του κεφαλαίου της ΑΕ «Α» η κατηγορία των προνομιούχων μετοχών συμμετέχει στην έκδοση κοινών μετοχών.

- Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της κοινής μετοχής γίνεται με την εφαρμογή του τύπου (3).
- Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της προνομιούχου μετοχής γίνεται με την εφαρμογή του εξής τύπου:

$$T_{\pi} = \frac{N_0 \times T_m + N_1 \times T_{\epsilon} - N^* \{T_{\pi}^* - T_{\epsilon}^*\}}{N_0 + N_1 + N_2} \quad (13)$$

Όπου:

Τα σύμβολα χωρίς την ένδειξη * αναφέρονται στις προνομιούχες μετοχές. Τα σύμβολα με την ένδειξη * αναφέρονται στις κοινές μετοχές όπως προηγουμένως.

B. Εταιρείες με τρεις κατηγορίες μετοχών όπου η μία ή οι δύο κατηγορίες συμμετέχουν στην έκδοση άλλης κατηγορίας μετοχών.

Σε τέτοιες περιπτώσεις έχουμε πιστή εφαρμογή των τύπων που δόθηκαν στο κεφάλαιο αυτό, ανάλογα με τη μέθοδο της αύξησης.

B.1. Έκδοση μετοχών με καταβολή μετρητών

B.2. Έκδοση νέων δωρεάν μετοχών

B.3. Συνδυασμός δωρεάν μετοχών και μετοχών με καταβολή μετρητών

- **Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Το δικαίωμα παραλαβής των νέων μετοχών καθώς και το δικαίωμα προτίμησης έχουν αξία. Ως εκ τούτου με την αποκοπή τους προσαρμόζεται η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο και σημειώνει πτώση.

Για να είναι συγκρίσιμες οι τιμές της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος με εκείνες μετά την αποκοπή του δικαιώματος πρέπει να τις πολλαπλασιάσουμε με ένα συντελεστή προσαρμογής (K) ο οποίος προκύπτει διαιρώντας την προσαρμοσμένη τιμή (Tπ) με την τιμή της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος (Tm).

$$K = \frac{T\pi}{Tm}$$

Η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής προκύπτει με την εφαρμογή ενός εκ των προαναφερθέντων τύπων, ανάλογα με τη μέθοδο αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δωρεάν μετοχών ο συντελεστής προσαρμογής (K) υπολογίζεται, επίσης, με την εφαρμογή του παρακάτω τύπου:

$$K = \frac{N_0}{N_0 + N_1}$$

Όπου:

N₀ : ο αριθμός των παλαιών μετοχών ή η αναλογία έκδοσης.

N₁ = ο αριθμός των νέων μετοχών ή η αναλογία έκδοσης.

Για παράδειγμα, εάν σε κάθε 2 παλαιές μετοχές δίνεται δωρεάν μία (1) νέα

$$N_1 = 1 / 3$$

Η προσαρμογή των ιστορικών τιμών της μετοχής γίνεται κάθε φορά που αποκόπτεται δικαίωμα μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Επίσης με τον ίδιο τρόπο προσαρμόζονται τα απολογιστικά κέρδη ανά μετοχή καθώς και το μέρισμα ανά μετοχή.

$$b' = K \times b$$

$$d' = K \times d$$

όπου :

b' = τα προσαρμοσμένα κέρδη ανά μετοχή

b = τα απολογιστικά κέρδη ανά μετοχή

d' = το προσαρμοσμένο μέρισμα ανά μετοχή

d = το απολογιστικό μέρισμα ανά μετοχή.

K= ο συντελεστής προσαρμογής

Τα κέρδη ανά μετοχή καθώς και το μέρισμα ανά μετοχή των απολογιστικών χρήσεων προσαρμόζονται σε κάθε προσαρμογή των ιστορικών τιμών της μετοχής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΑΡΘΡΑ

- Πρακτικός οδηγός Ανώνυμων εταιρειών ΔΗΜΗΤΡΗ Ι. ΗΛΙΟΚΑΥΤΟΥ Έκδοση Απριλίου 2002
- Ετήσια έκδοση του ΧΑΑ 2001 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ΑΕ 2002
- Is the abnormal performance following equity issuances anomalous? Άρθρο 2000, Brav, Alon, Christopher Geczy
- Further evidence on issue equity DeBondt, Werner F.M., Richard H. Thaler 1987
- Μεταβολές μετοχικού κεφαλαίου και προσαρμογές τιμών μετοχών εισηγμένων ΑΕ Άρθρο Δ. Ματσαγάνη και Χ. Σταματίου, 12/1995
- Investments Sharpe W.F., Alexander G.J., 4th EDITION 1990
- Investment analysis and Portfolio Management Reilly F.K., 3rd EDITION 1989
- Fundamental Methods and Mathematical Economics Chiang, 3rd EDITION 1984
- Ανάπτυξη προτύπων για την προσαρμογή της τιμής των μετοχών Τσώλη Κ.Α.-ΧΑΑ 1989.
- Μέθοδοι αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ΑΕ και προσαρμογή των τιμών Οικονόμου Θ. Β.-Δελής Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
- Αξιολόγηση αποδόσεων των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Καραθανάση Τ.Α και Σταματίου Χ.Β, 1993
- Long term returns following seasoned equity issues: Bad performance or bad models? Ahn, Dong-Hyan, Anil Shivdasani, 1999
- Equity issues and offering dilution Asquith, Paul and David W. Mullins 1986
- The equity share in new issues and aggregate stock returns Baker Malcolm and Jeff Wurgler, 1999
- Stock valuation in dynamic economies Bakshi, Gurdip and Zhiwu Chen, 1999
- Accruals, cash flow and equity values Barth, Mary E., William H. Beaver, John R.M Hand, 1999
- Investing with a stock valuation model Working Paper Ohio University 1999
- Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? Bayless, Mark and Susan Chaplinsky 1996
- Industry costs of equity Fama and French, 1997
- Covariance adjustment of relative risk estimates in matched studies Breslow, N.E 1982
- The theory and Measurement of Business Income Edwards, Edgar O. and Philip W. Bell 1961
- Valuing IPOs Jay R. Ritter 1999
- The Investment, Financing and Valuation of the Corporation Graham, John R. and Campbell R. Harvey 2000
- Insider trading and the long run performance of new security issues Kahle, Kathleen M., 2000
- Do firms knowingly sell overvalued equity? Lee, Inmoo 1997
- Equity issues and stock price dynamics Lucas, Deborah and Robert McDonald, 1990
- The debt-equity choice Opler, Tim and Sheridan Titman 1996
- The long run performance of initial public offerings Ritter, Jay R. 1991
- Underperformance in stock returns following seasoned equity offerings Spless, D. Katherine and John Affleck-Graves 1999
- The new issues puzzle Loughran, Tim and Jay R. Ritter 1995
- Are investors reluctant to realize their losses? Odean, Terrance 1998
- Fads, martingales and market efficiency Lehmann, Bruce N. 1990
- Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers Peasnell, Kenneth V. 1982