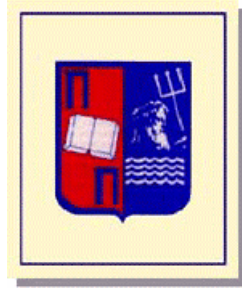


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ Κ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

***ΘΕΜΑ : ‘ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΜΕΤΡΗΤΑ’***

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ : ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜ.
ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜ.

ΚΑΛΟΓΗΡΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2004

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΕΛ.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ	
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	6
1.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	6
1.2 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	7
1.2.1 ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ.....	7
1.2.2 ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	9
1.3 Ο ΑΝΑΔΟΧΟΣ.....	12
1.4 ΧΡΟΝΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	13
1.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ.....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	15
2.1 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ	
ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ.....	19
2.2 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ	
ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΣΦΟΡΑ.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	21
3.1 ΕΓΚΡΙΣΗ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΩΝ ΔΕΛΤΙΩΝ.....	21
3.1.1 ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ 43.....	21
3.1.2 ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ 47.....	22
3.1.3 ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ 48.....	23
3.2 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑ ΕΙΔΟΣ ΑΜΚ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΔΕΙΓΜΑ.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	30
5.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	30
5.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	32
5.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ - ΜΕ ΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ	
ΑΓΟΡΑΣ – ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	33
5.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ.....	33
5.5 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ.....	34
5.6 ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ.....	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ.....	36
6.1. ΥΠΟΘΕΣΗ ΣΥΜΠΙΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ (Price Pressure Hypothesis).....	36
6.2 ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΡΝΗΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ (Information Effect).....	36
6.3 ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΝΑΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΠΛΟΥΤΟΥ (Wealth Distribution Effect).....	36
6.4 ΥΠΟΘΕΣΗ ΕΥΝΟΪΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ (Information Effect).....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	38
7.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ‘ΑΜΙΓΩΝ’ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	40
7.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ‘ΜΙΚΤΩΝ’ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	42
7.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΙΣΗΣ.....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	47
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	49

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θέμα πραγματεύεται την επίδραση της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών στην τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος. Εξετάζεται δηλ. η μεταβολή της τιμής της μετοχής της εταιρίας που ανακοινώνει ότι θα προβεί σε Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος. Γίνεται προσπάθεια διερεύνησης για το αν το συγκεκριμένο γεγονός κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου αποτελεί 'καλό' ή 'κακό' νέο για τους επενδυτές.

Αρχικά γίνεται λόγος περί των καθιερωμένων μεθόδων Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με μετρητά σε χώρες ανά τον κόσμο. Γίνεται διαχωρισμός των μεθόδων και αναλυτική περιγραφή αυτών. Αναφέρονται επίσης πιθανές αιτίες για την προτίμηση μιας μεθόδου έναντι των άλλων σε χώρες με ιδιαιτερότητες, όπως π.χ. η Ελλάδα, χώρες που χαρακτηρίζονται από μικρής έκτασης αγορά και από χαμηλή ρευστότητα.

Στη συνέχεια γίνεται ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας και εξετάζονται οι διαφορετικές περιπτώσεις αντίδρασης της μετοχής από Αύξεις Μετοχικού Κεφαλαίου σε μελέτες που έχουν γίνει κατά καιρούς στο παρελθόν και αφορούσαν διάφορες χώρες ανά τον κόσμο. Παρουσιάζεται ένας πίνακας με όλες τις περιπτώσεις Αύξεσεων Μετοχικού Κεφαλαίου στον κόσμο (ο οποίος έχει εκδοθεί από το Ευρωπαϊκό Ινστιτούτο Εταιρικής Διακυβέρνησης) και στη συνέχεια εξετάζονται οι αντιδράσεις στις οικονομικά πιο ανεπτυγμένες χώρες, περιλαμβάνοντας βέβαια και την ελληνική πραγματικότητα. Τα αποτελέσματα είναι σε πολλές περιπτώσεις αντιφατικά και δεν μπορούν να οδηγήσουν σε γενικευμένα συμπεράσματα για το πώς τελικά επιδρά η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου στην τιμή της μετοχής. Σε μερικές χώρες η αύξηση επιδρά θετικά, ενώ σε άλλες επιδρά αρνητικά στην τιμή της μετοχής.

Οι παραπάνω διαφοροποιήσεις στα αποτελέσματα οφείλονται τόσο στις διαφορετικότητες των μεθόδων Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου, όσο και στο ότι εξετάζονται διαφορετικές χώρες. Η ανομοιογένεια του μεγέθους της αγοράς και οι τάσεις προτίμησης μιας μεθόδου έναντι της άλλης, που επικρατούν σε πολλές χώρες αποτελούν παράγοντες διαφοροποίησης για την αντίδραση στην τιμή από την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Το δείγμα επίσης μπορεί να αποτελείται είτε από ημερήσιες παρατηρήσεις, είτε από μηνιαίες διαφοροποιώντας έτσι τα αποτελέσματα.

Κατά την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σε θετική επίδραση στην απόδοση της μετοχής κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου καταλήγουν οι Marsh, Wruck, Hertzl & Smith, Molin, Hietala & Loyttyniemi, Kang & Stulz, Kang, Kim & Lee, Dhatt, Lorderer & Zimmerman, Τσαγκαράκης. Σε αρνητική επίδραση καταλήγουν οι Armitage, Slovin, Asquith & Masulis, Mikkelson & Partch, Hansen, Eckbo & Masulis, Singh, Marsden, De Jong & Veld, Koevoets.

Παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο, όπως αυτό καθορίζεται από τους ισχύοντες νόμους. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι υπάρχοντες τρόποι αντιμετώπισης του θέματος και γίνεται η επιλογή του καταλληλότερου, εκείνου δηλ. που παρουσιάζει τα λιγότερα μειονεκτήματα προσαρμοσμένα πάντα στην Ελληνική αγορά. Η μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) η οποία περιγράφεται από τους Brown και Warner. Για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων θα γίνει χρήση του υποδείγματος της αγοράς και σαν απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς (R_{mt}) θα χρησιμοποιηθεί η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ο οποίος βέβαια υποεκτιμά συστηματικά την απόδοση εφόσον δεν περιλαμβάνει τα διανεμηθέντα μερίσματα.

Όπως αναφέρεται αναλυτικά στην μεθοδολογία θα χρησιμοποιηθούν 210 αποδόσεις των μετοχών γύρω από την ημερομηνία δημοσίευσης (200 προγενέστερες και 10 μεταγενέστερες). Το δείγμα μας αποτελείται από **129 εταιρίες** οι οποίες πραγματοποίησαν (πραγματική) Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά την περίοδο 2000-2002.

Η δομή του παρούσης εργασίας έχει την εξής μορφή:

Στο Κεφάλαιο 1 παρουσιάζονται οι τρόποι Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου, στο Κεφάλαιο 2 γίνεται ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο, στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται το εξεταζόμενο δείγμα, στο Κεφάλαιο 5 αναφέρονται τα διάφορα υποδείγματα και γίνεται η επιλογή της ακολουθούμενης μεθοδολογίας, στο Κεφάλαιο 6 αναφέρονται οι εξεταζόμενες υποθέσεις, στο Κεφάλαιο 7 υπάρχει η εμπειρική ανάλυση και τέλος στο Κεφάλαιο 8 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρούσα εργασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται όλοι οι δυνατοί τρόποι με τους οποίους οι εταιρίες πραγματοποιούν αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, αναλύεται ο ρόλος του αναδόχου και αναφέρονται παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή της μεθόδου Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου καθώς και ο χρόνος στον οποίο είναι βέλτιστο για της επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση αυτής.

Η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου αποφασίζεται από το Δ.Σ. κάθε εταιρίας και απαιτείται η έγκριση της από την Γ.Σ. των μετόχων.

Είναι γνωστό ότι ισχύει :

$$\text{Μετοχικό κεφάλαιο} = \text{Ονομαστική αξία μετοχής} \times \text{Αριθμός μετοχών}$$

Το μετοχικό κεφάλαιο κάθε εταιρίας δηλ. υπολογίζεται με το γινόμενο του αριθμού των μετοχών της επί την ονομαστική αξία κάθε μετοχής.

Από την παραπάνω σχέση εξάγεται μια πρώτη διαφοροποίηση στους τρόπους Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου μεταβάλλεται είτε ο αριθμός των μετοχών, είτε η ονομαστική τους αξίας είτε και τα δύο, οπότε και οδηγούμαστε σε ‘πραγματική’ αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Σε άλλες περιπτώσεις όμως η μεταβολή του ενός παράγοντα αντισταθμίζεται από ισόποση μεταβολή του άλλου οπότε οδηγούμαστε σε ‘εικονική’ Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (πχ stock splits, reverse splits κλπ).

Από τα παραπάνω γίνεται σαφές ότι υπάρχουν δύο μεγάλες κατηγορίες Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου :

- **Λογιστική ή ‘εικονική’ αύξηση**
- **Πραγματική αύξηση**

1.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στην περίπτωση αυτή δεν έχουμε καμία μεταβολή στα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας. Τα Ίδια κεφάλαια της παραμένουν σταθερά. Απλώς, μέρος των αποθεματικών ή των αδιανέμητων κερδών μεταφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο της

επιχείρησης. Αυτό μπορεί να συμβαίνει για διάφορους λόγους, όπως πχ για την λογιστική εξυπηρέτηση της επιχείρησης, επειδή το επιβάλλουν νόμοι κ.α.

Κατά την λογιστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν καταβάλλονται μετρητά και οι νέες μετοχές διατίθενται δωρεάν στους μετόχους. Επειδή το θέμα αυτό είναι εκτός του εξεταζόμενου από την παρούσα εργασία θέματος, θα αναφερθούν απλά οι τρεις μέθοδοι λογιστικής Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου :

- Με κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών
- Με κεφαλαιοποίηση των κερδών
- Με κεφαλαιοποίηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων

Η διαφορά τους έγκειται στο λογαριασμό από τον οποίο μεταφέρονται τα χρήματα στο μετοχικό κεφάλαιο.

1.2 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Σε αυτήν την περίπτωση καταβάλλονται μετρητά για την Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου και αυξάνεται το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου (χωρίς ταυτόχρονη μείωση κάποιου άλλου λογαριασμού πχ αποθεματικών κ.α). Η πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου δηλ. οδηγεί σε αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης. Πραγματοποιείται συνήθως για την εισαγωγή στο Χ.Α.Α (ΙΡΟ), και έπειτα την πρώτη εγγραφή για λόγους εύρεσης κεφαλαίων, για την πραγματοποίηση επενδύσεων, για επέκταση των περιουσιακών της στοιχείων κ.α.

Υπάρχουν δύο μεγάλες κατηγορίες πραγματικής Αυξήσεως Μετοχικού Κεφαλαίου :

1. ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ
2. ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

1.2.1 ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ

Στην περίπτωση αυτή οι νεοεκδιδόμενες μετοχές είναι δυνατόν να αγοραστούν τόσο από υπάρχοντες μετόχους της επιχείρησης όσο και από νέους μετόχους .

Η εταιρία που θα εκδώσει νέες μετοχές προσλαμβάνει μια επενδυτική τράπεζα ως ανάδοχο (underwriter), η οποία θα οργανώσει την όλη έκδοση. Η τράπεζα

αγοράζει το σύνολο των εκδιδόμενων μετοχών (το πολύ ένα 2% αυτών να μείνει ανασφάλιστο) και αναλαμβάνει την μετέπειτα διανομή τους στο επενδυτικό κοινό.

Η αμοιβή του αναδόχου (συνήθως ως spread στην τιμή) καλύπτει το συμβουλευτικό μέρος καθώς και την διανομή των μετοχών, περιλαμβάνοντας και το ρίσκο να μείνει με μετοχές χαμηλής ζήτησης για την πώληση των οποίων απαιτείται η μείωση της τιμής διάθεσης τους.

Οι εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου καταγράφονται εκ των προτέρων στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς (Securities Exchange Commission, SEC για την Αμερική) και δημιουργείται αντίστοιχο ενημερωτικό φυλλάδιο.

Η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ανακοινώνεται ένα μήνα πριν την έκδοση των μετοχών, ενώ η τιμή προσφοράς ορίζεται μια μόλις μέρα πριν την έκδοση και είναι πολύ κοντά στην τιμή αγοράς των μετοχών. Στο διάστημα που μεσολαβεί από την ημέρα ανακοίνωσης της αύξησης έως και την έκδοση των μετοχών ο ανάδοχος πραγματοποιεί ανεπίσημες συμφωνίες αγοράς των μετοχών (book-building).

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται ως επί το πλείστον στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Στον Ευρωπαϊκό χώρο (και συγκεκριμένα στην Γαλλία) υφίσταται ορισμένες διαφοροποιήσεις :

- Η δημόσια προσφορά πρέπει να γίνει αποδεκτή από την έκτακτη γενική συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία 66,6% επί των δικαιωμάτων ψήφου. Η έγκριση έκδοσης μπορεί να δοθεί για ένα συγκεκριμένο ποσό για χρονική διάρκεια πέντε ετών στην περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων, τριών ετών όταν δεν εκδίδονται δικαιώματα και εικοσιέξι μηνών όταν δεν καθορίζεται η ακολουθούμενη μέθοδος έκδοσης μετοχών.
- Στην Γαλλία οι μετοχές προσφέρονται στους μετόχους 10 ημέρες πριν την έναρξη περιόδου προσφοράς στο κοινό (χωρίς αυτό όμως να εμπεριέχει κανένα δικαίωμα).
- Υπάρχουν κανονιστικοί περιορισμοί στην τιμή έκδοσης της μετοχής.
- Οι δημόσιες προσφορές γίνονται μέσω stand-by underwriting. Ο ανάδοχος δηλ. δεν αγοράζει το σύνολο των μετοχών εκ των προτέρων αλλά μόνο τις κατά το τέλος της προσφερόμενης περιόδου μη-αγορασθείσες μετοχές.
- Η τιμή προσφοράς καθορίζεται 4 ημέρες πριν την έκδοση, σε αντίθεση με Αμερική (όπου καθορίζεται μόλις μια μέρα πριν). Για το λόγο αυτό είναι περισσότερο ευμετάβλητη και αυξάνεται έτσι το ρίσκο του αναδόχου.

1.2.2 ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σε αυτή την περίπτωση οι υπάρχοντες μέτοχοι της εταιρίας έχουν τη δυνατότητα να αγοράσουν νέες μετοχές, ανάλογα με την αριθμό των μετοχών που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία, η οποία ονομάζεται 'ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος'. Οι νέες μετοχές αγοράζονται σε προκαθορισμένη τιμή, την τιμή άσκησης του δικαιώματος η οποία κατά Brealey και Myers ισούται με :

$$R = (P-S)/(N+1) = (T-S)/N$$

όπου :

P: τιμή της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος.

S: τιμή διάθεσης των νέων μετοχών.

T: τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος.

N: ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτείται για την αγορά μιας νέας μετοχής.

Υπάρχουν τρεις μέθοδοι Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης :

- **Placings:** Οι μετοχές προσφέρονται σε συγκεκριμένα άτομα – πελάτες του αναδόχου.
- **Rights issues:** Οι μετοχές προσφέρονται στους ήδη υπάρχοντες μετόχους, και μόνο σε περίπτωση πώλησης των δικαιωμάτων περνούν σε ξένα για την εταιρία χέρια.
- **Open offers:** Οι μετοχές σε αυτή την περίπτωση προσφέρονται αποκλειστικά στους ήδη υπάρχοντες μετόχους της επιχείρησης.

Στις δύο τελευταίες περιπτώσεις τα δικαιώματα προσφέρονται στους μετόχους ανάλογα με την αναλογία των ήδη υπάρχουσων μετοχών τους. Κατ' αυτόν τον τρόπο οι μέτοχοι προστατεύονται από την πιθανότητα διασποράς του ελέγχου της εταιρίας σε τρίτους.

Το δικαίωμα προστασίας υπάρχοντων μετόχων με την χρήση δικαιωμάτων προτίμησης περιέχεται στο Ευρωπαϊκό δίκαιο μέσω της Δεύτερης Συμβουλευτικής Διάταξης του Εμπορικού Νόμου του '76, καθώς και στο Βρετανικό εμπορικό δίκαιο μέσω των εταιρικών πράξεων 1985, τμήμα 89 (1).

1. Placings

Είναι μιας καθορισμένης τιμής προσφορά μετοχών κατά την οποία ο ανάδοχος αγοράζει τις νεοεκδοθείσες μετοχές και τις διαθέτει σε εκτός εταιρίας επενδυτές (κυρίως σε οργανισμούς). Πρόκειται για μικρού μεγέθους Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά τις οποίες δεν παρουσιάζεται διασπορά στην διαχείριση από τους υπάρχοντες μέτοχους.

Βρετανικός νόμος από το UKLA (United Kingdom Listing Authority) 'επιτρέπει' τοποθετήσεις έως 5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου. (το παραπάνω ποσοστό μπορεί να αυξηθεί ως ένα βαθμό με απόφαση πλειοψηφίας 75% και άνω σε περίπτωση σύγκλισης έκτακτης γενικής συνέλευσης).

Επίσης, θέτει ως μέγιστη έκπτωση το 10% της μέσης τιμής αγοράς την χρονική στιγμή της τοποθέτησης. Παρεκκλίνοντες αυτών υποπίπτουν σε πρόστιμα.

Εκτός από το UKLA υπάρχει στην Αγγλία και η Investor Protection Committee of the Association of British Insurers καθώς και το National Association of Pension Funds τα οποία θέτουν ακόμη πιο περιοριστικούς κανονισμούς, επιτρέποντας συνολικά 7,5% τοποθετήσεις επί τους συνολικού Μ.Κ για διάστημα τριετίας καθώς και μέγιστη έκπτωση το 5% της μέσης τιμής αγοράς.

2. Rights issues

Σε αυτήν την περίπτωση οι υπάρχοντες μέτοχοι μπορούν να εξασκήσουν το δικαίωμα για αγορά νεοεκδοθείσων μετοχών σε τιμή έκπτωσης από αυτή της τιμής ανακοίνωσης (ανάλογα με την αναλογία των ήδη υπαρχόντων μετοχών τους).

Τα δικαιώματα τους για αγορά μετοχών παρουσιάζονται μέσω των Provisional Allotment Letters (PALs) και πρέπει να εξασκηθούν μέσα σε διάστημα το πολύ 21 ημερών από την ανακοίνωση της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. (Η παραπάνω περίοδος μπορεί να παραταθεί επιπλέον δύο εβδομάδες αν είναι απαραίτητη η σύγκλιση έκτακτης γενικής συνέλευσης για να εγκρίνει την έκδοση Μ.Κ.).

Εναλλακτικά, αν ο ήδη μέτοχος της εταιρίας δεν επιθυμεί να εξασκήσει τα δικαιώματα του, μπορεί να εμπορευθεί τα PALs στο διάστημα των τριών εβδομάδων.

Μετά το πέρας αυτού, δικαιώματα που δεν έχουν είτε εξασκηθεί, είτε εμπορευματοποιηθεί, πωλούνται από τον ανάδοχο και τα κέρδη διανέμονται στους μετόχους.

Τίτλοι που δεν γίνονται αποδεκτοί πριν την έναρξη περιόδου προσφοράς τοποθετούνται είτε σε ανάδοχο, είτε απευθείας σε θεσμικούς επενδυτές, και ονομάζονται ευκαιρίες τοποθέτησης. Αυτό γίνεται στην περίπτωση που τα μη αποδεκτά δικαιώματα αντιπροσωπεύουν το 25% των συνολικά προσφερομένων μετοχών (εκτός και αν ο UKLA θεωρήσει ότι τόσο μεγάλο ποσοστό μπορεί να είναι καθοριστικό για την επιτυχία της έκδοσης, οπότε μπορεί να το μειώσει).

Σε αυτή την περίπτωση δηλ. ο ήδη μέτοχος της εταιρίας έχει τις παρακάτω τρεις επιλογές :

α) Να μην αποδεχθεί τα δικαιώματα και να τα τοποθετήσει σε θεσμικούς επενδυτές, μέσω των ευκαιριών τοποθέτησης, παρουσιάζοντας έτσι μειωμένα κέρδη λόγω φορολόγησης κατά την τοποθέτηση.

β) Να τα πωλήσει στην αγορά, εφόσον βέβαια η αγορά παρουσιάζει επαρκή ρευστότητα για δικαιώματα.

γ) Να μην κάνει τίποτα από τα παραπάνω οπότε με το πέρας των 21 ημερών ο ανάδοχος τα πουλά στην αγορά και του διανέμει τα κέρδη, εφόσον προκύψουν.

Σύμφωνα με τον UKLA επίσης, η τιμή δικαιώματος δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το ½ της διαφοράς μεταξύ της τιμής προσφοράς της μετοχής και της θεωρητικής προ-δικαιώματος τιμής.

Η προσφορά δικαιωμάτων μπορεί να είναι ασφαλισμένη (μέσω αναδόχου) ή όχι. Στην πρώτη περίπτωση ο ανάδοχος εγγυάται ότι όλες οι μετοχές θα πωληθούν στην τιμή προσφοράς.

Τέλος, σε περίπτωση μεγάλης μη-αποδοχής των δικαιωμάτων για αγορά μετοχών, η έκδοση M.K με τη χρήση δικαιωμάτων καθίσταται προβληματική, διότι λόγω της αυξημένης προσφοράς μειώνεται πολύ το premium κατά την πώληση του δικαιώματος. Καθίσταται έτσι ελκυστικότερη η μέθοδος των open offers.

3. Open offers

Αποτελεί παρόμοια μέθοδος με αυτή της έκδοσης δικαιωμάτων με την διαφορά ότι εδώ ο μέτοχος δεν μπορεί να πωλήσει τα δικαιώματα του σε τρίτους. Συνήθως η μέθοδος αυτή συνδυάζεται με τοποθετήσεις, οι οποίες δεν υπόκεινται

στους παραπάνω αναφερθέντες περιορισμούς πλην αυτού της έκπτωσης, η οποία δε θα πρέπει να υπερβαίνει το 10% της μέσης τιμής αγοράς την ημέρα της ανακοίνωσης.

Η επιλογή της μεθόδου αυτής ενισχύεται από :

1. Έλλειψη ρευστότητας στην αγορά για δικαιώματα.
2. Υψηλά επίπεδα συγκέντρωσης εξουσίας, λόγω ύπαρξης μεγαλομετόχων.
3. Ευμεταβλητότητα στη αγορά.
4. Καλές προοπτικές για την εταιρία.
5. Χαμηλό ρίσκο για τον ανάδοχο.

1.3 Ο ΑΝΑΔΟΧΟΣ

Από την στιγμή που θα αποφασιστεί (από την Γενική Συνέλευση των μετόχων) η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, η εταιρία επιλέγει την τράπεζα (συνήθως εκείνη με την οποία συνεργάζεται επί μακρόν) και τον broker, οι οποίοι της παρέχουν συμβουλές για το ποσό που μπορεί να συγκεντρωθεί, για τη χρονική περίοδο και την δομή της έκδοσης, καθώς επίσης βοηθούν στην οργάνωση της έκδοσης, χρεώνοντας την εταιρία με αμοιβές παροχής συμβουλών.

Από την στιγμή που αποφασιστεί η έκδοση Μ.Κ να γίνει με την υποστήριξη αναδόχου, η τράπεζα δρα πλέον ως ο κύριος ανάδοχος. Η συμφωνία υπογράφεται μεταξύ της εταιρίας και του κύριου αναδόχου το βράδυ πριν την ημέρα της δημόσιας ανακοίνωσης της προσφοράς (impact day).

Στην περίπτωση μη διάθεσης των προσφερόμενων μετοχών της εταιρίας, ο κύριος ανάδοχος είναι υποχρεωμένος να προβεί σε αναγκαστική αγορά αυτών. Έτσι, για την ελαχιστοποίηση του παραπάνω κινδύνου προσκαλεί (μέσω του broker) μια μέρα μετά την impact day και άλλους φορείς ως υπο-αναδόχους, οι οποίοι μπορεί να είναι ασφαλιστικές εταιρίες, ασφαλιστικά ταμεία κ.α.

Πάντως, επειδή ο αριθμός των υπο-αναδόχων μπορεί να ξεπεράσει τους 200-300, είναι σύνηθες να ειδοποιούνται από τον κύριο ανάδοχο μερικές μέρες πριν από την ημέρα δημόσιας ανακοίνωσης της αύξησης (ειδικά αν αφορούν 'προβληματικές' εταιρίες). Έτσι, δημιουργείται μια 'διαρροή' πληροφοριών η οποία βέβαια συμβάλλει ως ένα βαθμό στην διαμόρφωση της τιμής κατά την ημέρα της ανακοίνωσης.

Επίσης, οι ανάδοχοι στο Ηνωμένο Βασίλειο αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο από τους αντίστοιχους στην Αμερική, διότι οι πρώτοι ανακοινώνουν την τιμή

προσφοράς ευθύς αμέσως μετά την ανακοίνωση της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου, ενώ οι τελευταίοι μετά το πέρας της περιόδου προσφοράς.

Το ρίσκο των υποαναδόχων αποτελείται από :

- Το ρίσκο της εταιρίας για την τιμή της μετοχής της
- Γενικότερο ρίσκο η αγορά να μην πάει καλά
- Ευαισθησία της τιμής της μετοχής της εταιρίας σε αλλαγές της αγοράς

Για τον λόγο αυτό, η εταιρία χρεώνεται ένα 2% από τα κέρδη από την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, το οποίο διανέμεται ως εξής : α) το 0,5% λαμβάνει ο κύριος ανάδοχος, β) το 0,25 % λαμβάνει ο broker, και γ) το υπόλοιπο 1,25% διανέμεται στους υπο-αναδόχους.

1.4 ΧΡΟΝΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Γενικά θεωρείται καλό να εκδίδονται νέες μετοχές (ανεξαρτήτως του τρόπου έκδοσης τους) όταν :

- Όταν το κόστος αγοράς των μετοχών είναι γενικά σε χαμηλά επίπεδα .
- Όταν η αγορά είναι καλά πληροφορημένη, ώστε να παρουσιάζουμε τις λιγότερες δυνατές αντιδράσεις λόγω της signaling theory.
- Όσο το δυνατόν πιο κοντά στην δημοσιοποίηση των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών.
- Σε περιόδους ανόδου στον οικονομικό κύκλο (διότι κατ' αυτόν τον τρόπο πετυχαίνουμε υψηλότερες τιμές αγοράς μετοχών, με αποτέλεσμα την έκδοση μικρότερου αριθμού αυτών).
- Τρία χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή (IPO). Η έκδοση είναι κατά μέσο όρο τριπλάσια σε όγκο από το IPO.

1.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ

- Agency cost: Πολλοί managers (Αμερικανοί κυρίως) επιλέγουν ακριβότερες μεθόδους έχοντας υπόψη το προσωπικό όφελος (που μπορεί σε εξαιρετικά σπάνιες περιπτώσεις να φτάσει και σε δωροδοκία του από τον ανάδοχο).

- Πολλά στελέχη επενδυτικών τραπεζών αποτελούν εκτελεστικά μέλη των Δ.Σ. εταιριών, οπότε υπάρχει πιθανότητα προώθησης συγκεκριμένης επενδυτικής τράπεζας κατά την έκδοση Μ.Κ. (και προφανώς μεθόδου με υποστήριξη από ανάδοχο).
- Signaling theory: Για παράδειγμα μια έκδοση μετοχών με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης χωρίς την εγγύηση κάποιου αναδόχου πολύ πιθανόν να σηματοδοτούσε στην αγορά μια χαμηλής ποιότητας εταιρίας.
- Growth opportunities.
- Αβεβαιότητα του χρηματιστηρίου.
- Ρευστότητα στην αγορά για δικαιώματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Το θέμα της επίδρασης στην τιμή της μετοχής κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές κατά καιρούς από διάφορες χώρες. Τα αποτελέσματα είναι σε πολλές περιπτώσεις αντικρουόμενα μεταξύ τους. Πιθανοί λόγοι αποτελούν :

- Η διαφορετικότητα στο μέγεθος των αγορών σε χώρες ανά τον κόσμο. Η Ελλάδα για παράδειγμα αποτελεί μια σαφώς μικρότερη αγορά απ' ότι η Αγγλία.
- Η τάση που υπάρχει σε ορισμένες χώρες να υιοθετούν κάποιες μεθόδους περισσότερο από κάποιες άλλες. Για παράδειγμα, στην Ελλάδα είναι πολύ συνήθης η μέθοδος της έκδοσης δικαιωμάτων.
- Μπορεί να έχουν συμπεριληφθεί στο δείγμα διαφορετικού είδους εταιρίες, η ακόμη και ιδίου κλάδου εταιρίες που όμως πιθανώς να διαφέρουν σε τεχνοτροπία από χώρα σε χώρα.
- Νομοθετικές και φορολογικές διαφοροποιήσεις κάθε χώρας.

Στη συνέχεια ακολουθεί γενική αναφορά της πλειοψηφίας των περιπτώσεων Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου ανά τον κόσμο και λεπτομερέστερη σε επιλεγμένες χώρες (ως επί το πλείστον ανεπτυγμένες).

Για το Ηνωμένο Βασίλειο ο **Marsh (1979)** εξέτασε τις Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων (underwritten & non-underwritten) για το διάστημα 1962- 1975 και βρήκε **+2,1 %** μηνιαία έκτακτη απόδοση για τον μήνα κατά τον οποίο πραγματοποιήθηκε η ανακοίνωση της αύξησης. Για την ίδια χώρα και για την ίδια μέθοδο Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου ο **Armitage (1999)** παρατήρησε αρνητική αθροιστική υπερκανονική απόδοση (**-0,93%**), και στατιστικά σημαντική, για τις μέρες **-1 και 0** (όπου 0 είναι η μέρα ανακοίνωσης της αύξησης) για εξεταζόμενο διάστημα από το 1985 έως το 1996. Ο **Slovin et al. (2000)** για την Μεγάλη Βρετανία και για διάστημα 1986-1994 παρατήρησε **-4,96%** αθροιστική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **-1 και 0** στην περίπτωση της μη ασφαλισμένης υπό αναδόχου έκδοσης δικαιωμάτων και **-2.90%** στην περίπτωση ασφαλισμένης. Στην ίδια μελέτη και για το ίδιο εξεταζόμενο διάστημα βρήκε υπερκανονική απόδοση **+1,22%** (για τις μέρες **-1 και 0**) για την περίπτωση των ιδιωτικών προσφορών.

Για την Αμερική οι **Asquith and Mullins (1986)** για την περίοδο 1963 – 1981 παρατήρησαν αρνητική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **-1 και 0** (την υπολόγισαν στο **-2,70%**). Οι **Masulis and Korwar (1986)** υπολόγισαν **-3,25%** την συνολική αντί της υπερκανονικής απόδοσης για την περίπτωση δημόσιων προσφορών την περίοδο 1963 – 1980. Οι **Mikkelson and Partch (1986)** για 10ετή χρονικό ορίζοντα (1972 – 1982) βρήκαν **-3,56%** υπερκανονική απόδοση. Και στις τρεις παραπάνω περιπτώσεις οι υπερκανονικές αποδόσεις βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές. Ο **Hansen (1988)** εξέτασε την περίπτωση ασφαλισμένης υπό αναδόχου έκδοσης δικαιωμάτων για την περίοδο 1964 – 1986 και βρήκε υπερκανονική απόδοση **-1,21%**. Ο **Wruck (1989)** για το χρονικό διάστημα 1979 – 1985 παρατήρησε **1,89%** (αλλά στατιστικά ασήμαντη) υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **-1 και 0**. Οι **Eckbo and Masulis (1992)** εξέτασαν για το χρονικό διάστημα 1963 – 1981 την αντίδραση στην τιμή της μετοχής και βρήκαν υπερκανονική απόδοση **-1,39%** για την περίπτωση μη- ασφαλισμένων υπό αναδόχου δικαιωμάτων, απόδοση **-1,03%** για την περίπτωση ασφαλισμένων δικαιωμάτων και **-3,34%** για την περίπτωση δημόσιων προσφορών. Οι **Hertz and Smith (1993)** για το διάστημα 1980 – 1987 βρήκαν **1,72%** αθροιστική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **-3 έως 0**. Ο **Singh (1997)** εξέτασε την περίπτωση ασφαλισμένης υπό αναδόχου έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου με την μορφή δικαιωμάτων και βρήκε αρνητική και στατιστικά σημαντική υπερκανονική απόδοση για τις ημέρες **-1 και 0**. Την υπολόγισε στο **-1,07%**.

Για την Ν.Ζηλανδία ο **Marsden(2000)** εξέτασε την περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων για την περίοδο 1976 – 1994 και βρήκε **0,75%** αθροιστική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **0 και +1** στην περίπτωση της μη ασφαλισμένης υπό αναδόχου έκδοσης δικαιωμάτων, **-1,74%** για την περίπτωση ασφαλισμένων και **-1,01%** συνολικά.

Για την Ολλανδία οι **De Jong and Veld (1998)** εξετάζοντας την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου για την χρονική περίοδο 1977 – 1996 βρήκαν αρνητική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **-1 έως +1 (-1,46%)** καθώς επίσης και αρνητική υπερκανονική απόδοση στην περίπτωση των δημόσιων προσφορών (**-0,41%**). Ο **Koevoets (1999)** εξετάζοντας δείγμα χρονικής περιόδου 1983 – 1998 βρήκε **-3,83%** (και στατιστικά σημαντική) αθροιστική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **-1 και 0** για την περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων και **0,63%** για την περίπτωση δημόσιων προσφορών.

Για την Σουηδία ο **Molin (1996)** βρήκε αθροιστική υπερκανονική απόδοση – **0,89% για τις μέρες –1 έως +1** κατά την περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων και για την χρονική περίοδο 1980 – 1994.

Για την Φινλανδία οι **Hietala and Loyttyniemi (1991)** παρατήρησαν **4,15%** (και στατιστικά σημαντική) αθροιστική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **–1 έως +1** για την χρονική περίοδο 1975 – 1988.

Για την Ιαπωνία οι **Kang and Stulz (1996)** βρήκαν θετικές αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις για την περίοδο 1985 - 1991 τόσο στην περίπτωση δικαιωμάτων (2,21%), όσο και στην περίπτωση δημόσιων προσφορών (0,51%).

Για την Κορέα ο **Kang (1990)** εξετάζοντας δείγμα χρονικής περιόδου 1984 – 1987 βρήκε 0,96% αθροιστική υπερκανονική απόδοση για την περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων. Σχεδόν για την ίδια περίοδο (1984 – 1986) οι **Kim and Lee (1990)** παρατήρησαν **3,2% μηνιαία** αθροιστική υπερκανονική απόδοση μετρούμενη κατά τον μήνα της ανακοίνωσης της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Για την ίδια χώρα και για χρονική περίοδο 1977 – 1991 ο **Dhatt et al. (1996)** βρήκε **2,41% μηνιαία** αθροιστική υπερκανονική απόδοση και στατιστικά σημαντική.

Για την Νορβηγία ο **Bohren et al (1977)** εξετάζοντας τις περιπτώσεις Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων για την χρονική περίοδο 1980 – 1993 βρήκε αθροιστική υπερκανονική απόδοση 1,55% και στατιστικά σημαντική για την περίπτωση της μη ασφαλισμένης υπό αναδόχου έκδοσης δικαιωμάτων, -0,23% για την περίπτωση ασφαλισμένης έκδοσης και 0,47% στο σύνολο των εκδόσεων δικαιωμάτων.

Για την Ελβετία οι **Loderer and Zimmermann (1988)** παρατήρησαν μηνιαία αθροιστική υπερκανονική απόδοση **2,6%** για την περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων και για τη χρονική περίοδο 1973 – 1983.

Για την Ελλάδα τέλος, ο **Τσαγκαράκης (1996)** υπολόγισε για την χρονική περίοδο 1981 – 1990 την αντίδραση στην τιμή των μετοχών κατά την ανακοίνωση Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου για την περίπτωση μη ασφαλισμένης υπό αναδόχου έκδοσης μετοχών. Υπολόγισε **3,97%** αθροιστική υπερκανονική απόδοση για τις μέρες **–1 και 0**. Η απόδοση βρέθηκε στατιστικά σημαντική.

Τα παραπάνω στοιχεία συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 1. Αποτελέσματα υπερκανονικών αποδόσεων (%) για διάφορα είδη Α.Μ.Κ (έκδοση δικαιωμάτων, δημόσιες προσφορές, ασφαλισμένα ή όχι) από μελέτες ερευνητών σε παγκόσμιο επίπεδο για διαφορετική εξεταζόμενη περίοδο

ΧΩΡΑ	ΜΕΛΕΤΗ	ΕΞΕΤΑΖΟ ΜΕΝΗ ΠΕΡΙΟΔΟ Σ	ΕΚΛΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ			ΔΗΜΟΣ. ΠΡΟΣΦΟΡ ΕΣ	ΙΔΙΩΤΙΚ. ΠΡΟΣΦ ΟΡΕΣ
			Under writen	Non - Underw riten	All		
UK	Marsh	1962-1975			2,10		
	Armitage	1985 - 1996			-0,93		
	Slovin et al.	1986-1994	-4,96	-2,90			1,22
U.S.A	Asquith&Mullins	1963-1981				-2,70	
	Masoulis&Korwar	1963 - 1980				-3,25	
	Mikkelson&Parch	1972 - 1982				-3,56	
	Hansen	1964 -1986		-1.21			
	Wruck	1979 - 1985					1,89
	Eckbo&Masulis	1963 - 1981	-1,39	-1,03		-3,34	
	Hertzel&Smith	1980 - 1987					1,72
	Singh	1963 - 1985		-1,07			
New Zealand	Marsden	1976 - 1994	0,75	-1,74	-1,01		
Netherlands	De Jong & Veld	1977-1996	-1,46			-0,41	-0,52
	Koevoets	1983-1998			-3,83	0,63	
Sweden	Molin	1980 - 1994			-0,89		3,21
Finland	Hietala&Loyttnie mi	1975 - 1988			4,15		
Greece	Tsangarakis	1981 - 1990	3,97				
Japan	Kang&Stulz	1985 - 1991			2,21	0,51	3,88
Korea	Kang	1984 - 1987			0,96		
	Kim&Lee	1984 - 1986			3,20		
	Dhatt et al.	1977 - 1991			2,41		
Norway	Bohren et al.	1980 - 1993	1,55	-0,23	0,47		
Switzerland	Lorderer&Zimer.	1973 - 1983			2,60		

2.1 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΕΚΔΟΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Στην Αγγλία ο **Marsh (1979)** εξετάζοντας την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων για την χρονική περίοδο 1962 – 1975 παρατήρησε μεγάλες (θετικές) έκτακτες αποδόσεις τόσο την περίοδο πριν την ανακοίνωση της αύξησης όσο και την περίοδο μετά της ανακοίνωσης. Επίσης, δεν βρήκε συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους έκδοσης και των αποδόσεων.

Στην Αμερική οι **Ekbo and Masulis (1992)** μελετούν την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά την χρονική περίοδο 1963 – 1981 χρησιμοποιώντας ημερήσιες αποδόσεις εταιριών οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Διαχωρίζουν την χρησιμοποίηση από την μη χρησιμοποίηση αναδόχου και βρίσκουν αρνητικές αθροιστικές υπερκανονικές αποδόσεις και για τις δύο περιπτώσεις.

Στην Κορέα οι **Kim and Lee (1990)** εξετάζουν την αντίδραση στην τιμή της μετοχής από Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου κατά την περίοδο 1984 – 1988. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 230 συνολικά Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου και υπολογίζονται μηνιαίες υπερκανονικές αποδόσεις 25 μήνες γύρω από τον μήνα που έγινε η ανακοίνωση. Για την εύρεση των αναμενόμενων αποδόσεων χρησιμοποιούν το υπόδειγμα προσαρμοσμένης με τον δείκτη της αγοράς απόδοσης. Για την ίδια χώρα ο **Kang (1990)** ερευνά δείγμα 89 Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου με χρήση δικαιωμάτων κατά την περίοδο 1984 – 1987 με χρησιμοποίηση ημερήσιων αποδόσεων. Επιλέγει επιχειρήσεις με μεγάλο όγκο συναλλαγών για να αποφύγει το thin trading problem και βρίσκει θετική αντίδραση στις τιμές των μετοχών κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Στην Ελλάδα τέλος, ο **Τσαγκαράκης (1996)** εξετάζει δείγμα 59 επιχειρήσεων οι οποίες προβαίνουν σε Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με χρήση δικαιωμάτων κατά την περίοδο 1981 – 1990 και βρίσκει θετική (και στατιστικά σημαντική) επίδραση της ανακοίνωσης της αύξησης στην τιμή της μετοχής. Η ακολουθούμενη μεθοδολογία είναι η μέθοδος των διαστρωματικών παλινδρομήσεων μεταξύ των αθροιστικών υπερκανονικών αποδόσεων δύο και έντεκα ημερών και διαφόρων ανεξαρτήτων μεταβλητών. Διαπιστώνεται ότι η εξίσωση παλινδρόμησης έχει ισχύει μόνο όταν χρησιμοποιηθεί ως ανεξάρτητη μεταβλητή η αθροιστική υπερκανονική απόδοση έντεκα ημερών.

2.2 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Στην Αμερική οι **Asquith and Mullins (1986)** εξετάζουν 226 βιομηχανικές επιχειρήσεις και 265 επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (εισηγμένες στο χρηματιστήριο) οι οποίες ανακοινώνουν Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με την μέθοδο δημόσιας προσφοράς κατά την περίοδο 1963 – 1981, ανακοίνωση η οποία δημοσιεύτηκε στον οικονομικό τύπο. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι : Σε γενικές γραμμές η ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί ‘κακά’ νέα για την αγορά και συνοδεύεται από σημαντική μείωση στις τιμές των μετοχών. Για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις παρατηρείται μείωση 2,7% στην τιμή τους την ημέρα ανακοίνωσης της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ για τις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας παρατηρείται χαμηλότερη μείωση (-0,9%) και στατιστικά σημαντική.

Για την ίδια χώρα οι **Masulis and Korwar (1986)** ερευνούν την μεταβολή στην τιμή των μετοχών κατά την ανακοίνωση Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια προσφορά κατά την περίοδο 1963 – 1980 από εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Χρησιμοποιούνται ημερήσιες αποδόσεις και γίνεται χρήση του υποδείγματος της αγοράς καθώς και διαστρωματικών παλινδρομήσεων. Γενικά, παρατηρείται μείωση στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Η μείωση αυτή είναι μεγαλύτερη για βιομηχανικές επιχειρήσεις απ’ ότι σε επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας.

Οι **Mikkelson and Partch (1986)** τέλος, εξετάζουν Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια προσφορά την περίοδο 1972-1982 και βρίσκουν σημαντικότερη (και στατιστικά σημαντική) μείωση στην τιμή της μετοχής όταν ανακοινώνεται η έκδοση κοινών απ’οτι προνομιούχων μετοχών.

Αξίζει να αναφερθεί ότι επειδή η εξεταζόμενη μέθοδος εφαρμόζεται ως επί το πλείστον στις ΗΠΑ, οι μελέτες στο αντικείμενο αυτό είναι σχεδόν στο σύνολο τους από την χώρα αυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.1 ΕΓΚΡΙΣΗ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΩΝ ΔΕΛΤΙΩΝ

Το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την έγκριση, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, των Ενημερωτικών Δελτίων που αφορούν τις Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου εισηγμένων εταιριών αποτελείται από τις κανονιστικές αποφάσεις 43, 47 και 48 καθώς και από τον νόμο 2190/1920.

Ενδεικτικά, για χάριν συντομίας, παραθέτονται μόνο οι αναφερόμενες κανονιστικές αποφάσεις.

3.1.1 Κανονιστική απόφαση 43

Αποτελεί καθορισμός διαδικασίας έγκρισης ενημερωτικών δελτίων που αφορούν Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου εισηγμένων εταιριών. Σύμφωνα με αυτήν:

1. Ενημερωτικά δελτία αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου θα εγκρίνονται μόνο μετά την παρέλευση έτους από την προηγούμενη αύξηση. Δυνατότητα εξαιρέσης προβλέπεται μόνο σε περίπτωση εξαγοράς για την οποία υπάρχουν πλήρη στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρίας, έχει υπάρξει σχετική συμφωνία και έχει παρουσιασθεί στη Γενική Συνέλευση σχετική αποτίμηση της υπό εξαγορά εταιρίας από δύο ελεγκτικούς οίκους , στην οποία θα περιλαμβάνονται δύο τουλάχιστον μέθοδοι αποτίμησης.
2. Ο τρόπος διάθεσης των κεφαλαίων αλλά και οι προθέσεις των μεγαλομετόχων για την διατήρηση ή μη του ποσοστού που κατέχουν μέχρι την ολοκλήρωση της αύξησης πρέπει να αποσαφηνίζονται πλήρως κατά την Γενική Συνέλευση, προκειμένου να είναι σαφές ότι ενημερώθηκαν οι μέτοχοι που έλαβαν την απόφαση, ιδιαίτερα μάλιστα στις περιπτώσεις κατάργησης του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετοχών. Η παρουσίαση που θα γίνεται στα πρακτικά της Γενικής Συνέλευσης δεν θα πρέπει να διαφέρει από την παρουσίαση που θα γίνεται στο ενημερωτικό δελτίο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης κατά τη Γενική Συνέλευση θα πρέπει να περιγράφεται με σαφήνεια το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης του επενδυτικού σχεδίου. Ειδικότερα όσον αφορά τις εξαγορές να υπάρχει πλήρης ενημέρωση των επενδυτών τόσο κατά τη Γενική Συνέλευση, όσο

και μέσω του ενημερωτικού δελτίου, για την εξαγοραζόμενη εταιρία, τα οικονομικά της στοιχεία και τις επιπτώσεις της εξαγοράς στην περιουσιακή διάρθρωση και τις προοπτικές της εισηγμένης εταιρίας. Το ίδιο ισχύει και για την περίπτωση διάθεσης κεφαλαίων για συμμετοχή σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου άλλων εταιριών θυγατρικών ή μη. Επιπρόσθετα στις περιπτώσεις αυτές θα πρέπει να αποσαφηνίζεται πλήρως ο τρόπος διάθεσης των κεφαλαίων από την εταιρία στην οποία θα διατεθούν.

3. Ενημερωτικά δελτία που αφορούν Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου οι οποίες υπερβαίνουν το 100% των ιδίων κεφαλαίων, θα εξετάζονται μόνο κατ'εξαιρεση, είναι δε δυνατόν να τίθενται από το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ κατά την έγκριση της εξαίρεσης πρόσθετοι όροι όπως η διενέργεια οικονομικού και νομικού ελέγχου, η ύπαρξη αναδόχου κ. λ. π.

3.1.2 Κανονιστική απόφαση 47

Αναφέρει τον καθορισμός διαδικασίας και τις προϋποθέσεις για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων για Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

Σε κάθε περίπτωση έγκρισης ενημερωτικού δελτίου εισηγμένης εταιρείας για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- α) Η εταιρεία παραθέτει στο Ε.Δ έκθεση του Δ.Σ προς την Γ.Σ των μετόχων σχετικά με τον απολογισμό της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων με την προηγούμενη αύξηση, εφόσον έχει παρέλθει χρόνος μικρότερος από 3 έτη.
- β) Η εταιρεία παραθέτει στο Ε.Δ την πρόταση του Δ.Σ προς την Γ.Σ των μετόχων, σχετικά τόσο με τον ανάδοχο της έκδοσης αν υπάρχει καθώς και τους όρους, προϋποθέσεις και υποχρεώσεις που θα διέπουν τη σχέση της εταιρείας με τον ανάδοχο για την συγκεκριμένη έκδοση.
- γ) Η εταιρεία παραθέτει στο Ε.Δ την πρόταση του Δ.Σ προς την Γ.Σ των μετόχων, σχετικά με τη διαδικασία άσκησης του δικαιώματος προτίμησης.
- δ) Η εταιρεία παραθέτει στο Ε.Δ έκθεση του Δ.Σ καθώς και στοιχεία από τα οποία προκύπτει ότι στη Γ.Σ των μετόχων, που αποφάσισε την αύξηση του Μ.Κ, παρουσιάστηκε με πληρότητα και σαφήνεια το επενδυτικό της σχέδιο, το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του καθώς και ανάλυση του προορισμού των κεφαλαίων. Προκειμένου ειδικώς για την έγκριση ενημερωτικού δελτίου σε

περίπτωση εξαγοράς άλλης επιχείρησης, η εταιρεία υποχρεούται να περιλάβει στο Ενημερωτικό Δελτίο έκθεση του Διοικητικού της Συμβουλίου προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων που αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, όπως η έκθεση αυτή προκύπτει από τα πρακτικά της Γενικής Συνέλευσης, στην οποία πρέπει να αναλύονται λεπτομερώς το επενδυτικό σχέδιο της εταιρείας, και το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του, ο προορισμός των κεφαλαίων που πρόκειται να αντληθούν και ιδίως τα πλήρη στοιχεία της υπό εξαγορά εταιρείας καθώς και αποτίμησή της από δύο τουλάχιστον ελεγκτικούς οίκους με δύο διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης. Ειδική μνεία κατά τα ανωτέρω πρέπει να υπάρχει και στην περίπτωση διάθεσης κεφαλαίων για συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, είτε άλλων εταιρειών του ομίλου σύμφωνα με τον Κ.Ν 2190/1920, είτε εταιρειών στις οποίες οι κύριοι μέτοχοι της εισηγμένης κατέχουν άμεσα ή έμμεσα μετοχές που αντιπροσωπεύουν πάνω από 20% του μετοχικού κεφαλαίου.

ε) Η εταιρεία παραθέτει στο Ε.Δ λεπτομερή στοιχεία για τις προθέσεις των κυρίων μετόχων όπως παρουσιάστηκαν στη Γ.Σ σχετικά με τη διατήρηση ή μη του ποσοστού που κατέχουν έως την ολοκλήρωση της αύξησης και την εισαγωγή των νέων μετοχών, καθώς επίσης και σχετικά με την ενημέρωση που έκαναν προς την Γ.Σ ως προς την πρόθεσή τους να διατηρήσουν ή όχι τα ποσοστά τους για 6 μήνες μετά την εισαγωγή των νέων μετοχών προς διαπραγμάτευση.

3.1.3 Κανονιστική απόφαση 48

Αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις για την έγκριση ενημερωτικού δελτίου σε ειδικές περιπτώσεις Αυξήσεως του Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών. Σύμφωνα με αυτήν την κανονιστική απόφαση ισχύουν τα παρακάτω :

1. Αν, κατά το χρόνο λήψεως της αποφάσεως της γενικής συνέλευσης εταιρείας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, δεν έχει παρέλθει χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του ενός έτους από προηγούμενη απόφαση της Γενικής Συνελεύσεως της ίδιας εταιρείας για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου ή αν, συνεπεία της αυξήσεως, τα υπό άντληση κεφάλαια υπερβαίνουν κατά 100% τα ίδια κεφάλαια της Εταιρείας, το Ενημερωτικό Δελτίο εγκρίνεται μόνον στις περιπτώσεις που η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου :

- έχει αποφασισθεί για την εξαγορά άλλης επιχειρήσεως,
- συνδέεται με Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών
- επιβάλλεται από διάταξη νόμου
- κρίνεται απαραίτητη για την εξυγίανση της εταιρείας εφόσον στον ισολογισμό της εμφανίζεται σημαντική μείωση των ιδίων κεφαλαίων της συνεπεία ζημιών κατά τις προηγούμενες χρήσεις

2. Προκειμένου ειδικώς για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου σε περίπτωση εξαγοράς άλλης επιχειρήσεως, η Εταιρεία υποχρεούται να περιλάβει στο Ενημερωτικό Δελτίο έκθεση του Διοικητικού της Συμβουλίου προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων που αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, όπως η έκθεση αυτή προκύπτει από τα πρακτικά της Γενικής Συνελεύσεως, στην οποία πρέπει να αναλύονται λεπτομερώς το επενδυτικό σχέδιο της Εταιρείας και το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του, να αναφέρεται σαφώς ο προορισμός των κεφαλαίων που πρόκειται να αντληθούν και, ιδίως, τα πλήρη στοιχεία της υπό εξαγορά Εταιρείας, καθώς επίσης και να παρουσιάζεται πλήρης αποτίμησή της από δύο τουλάχιστον ελεγκτικούς οίκους με δύο διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης.

3. Για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου σύμφωνα με τις διατάξεις της απόφασης αυτής εφαρμόζονται επιπροσθέτως κατά τα λοιπά οι κοινές διατάξεις.

4. Προκειμένου περί εκκρεμών αιτήσεων έγκρισης ενημερωτικού δελτίου για την εισαγωγή μετοχών που προέρχονται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου την οποία αποφάσισε Γενική Συνέλευση των μετόχων που συνήλθε μετά την δημοσίευση της υπ' αριθμ. 43 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, το ΔΣ μπορεί, μετά από αίτηση της εταιρείας, να επιτρέπει την κατ' εξαίρεση παρέκκλιση από τις διατάξεις της παραγράφου 2 του άρθρου 43 και να επιβάλλει πρόσθετους όρους και προϋποθέσεις σχετικά με το περιεχόμενο του Ενημερωτικού Δελτίου.

5. Η παρούσα απόφαση εφαρμόζεται σε κάθε Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου που αποφασίζει γενική συνέλευση μετόχων εισηγμένης εταιρείας που συγκαλείται με πρόσκληση που δημοσιεύεται μετά την έναρξη ισχύος της παρούσας. Εκκρεμείς κατά τη δημοσίευση της παρούσης αιτήσεις εγκρίσεως ενημερωτικού δελτίου κρίνονται με βάση την υπ' αριθμ. 43 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και τις διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου.

6. Από τη δημοσίευση της απόφασης αυτής και με την επιφύλαξη της προηγούμενης παραγράφου, η υπ' αριθμ. 43 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου καταργείται.

3.2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑ ΕΙΔΟΣ ΑΜΚ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σε προηγούμενο κεφάλαιο έχει αναφερθεί ότι η αύξηση του Μ.Κ. μπορεί να είναι:

- **Ονομαστική**, δηλαδή να αυξάνεται μόνο ως μέγεθος το Μ.Κ. ενώ η αξία της εταιρικής περιουσίας να παραμένει αμετάβλητη.
- **Πραγματική**, όταν αυξάνονται τόσο το Μ.Κ. όσο και η εταιρικά περιουσία.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται το Ελληνικό Θεσμικό πλαίσιο που διέπει κάθε μια από τις δύο παραπάνω κατηγορίες.

Η **ονομαστική αύξηση** του Μ.Κ. γίνεται έπειτα από απόφαση της Γ.Σ. (με συνήθη απαρτία και πλειοψηφία) και δεν αποτελεί τροποποίηση του καταστατικού. Με την αύξηση αυτή δεν μεγαλώνει η περιουσία της εταιρίας, αλλά προσαρμόζεται λογιστικά (αυξανόμενο) το Μ.Κ. στην αξία της εταιρικής περιουσίας που έχει αυξηθεί λόγω της ύπαρξης αφανών ή εμφανών αποθεματικών. Οι μέτοχοι δεν καταβάλουν αντάλλαγμα για τις νέες μετοχές που εκδίδονται, ή για την αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους, τρόπους με τους οποίους υλοποιείται η αύξηση του Μ.Κ.

Η **πραγματική αύξηση** του Μ.Κ μπορεί να **αποφασιστεί**:

- **Από την καταστατική Γ.Σ. (με απαρτία των 2/3 του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου).** Η αύξηση αυτή αποτελεί τροποποίηση του καταστατικού και πρέπει να ακολουθηθεί η νόμιμη διαδικασία τροποποίησης αυτού. Σε περίπτωση μή απαρτίας των 2/3 του καταβεβλημένου Μ.Κ. προβλέπονται δύο επαναληπτικές Γ.Σ με ποσοστά απαρτίας 1/2 και 1/3 του καταβεβλημένου Μ.Κ αντίστοιχα.
- **Από την Γ.Σ. με συνήθη απαρτία και πλειοψηφία (50% συν μία ψήφος),** όταν υπάρχει σχετική καταστατική πρόβλεψη, μέσα στην πρώτη **πενταετία** από την ίδρυση της εταιρίας **και με τον περιορισμό ότι το νέο Μ.Κ. δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερο από το πενταπλάσιο του αρχικού.**
- Από το **Δ.Σ** το οποίο αποφασίζει με αυξημένη πλειοψηφία (2/3 του συνόλου των συμβούλων), όταν υπάρχει καταστατική εξουσιοδότηση και μέσα σε **πέντε** χρόνια

από αυτήν (ή μέσα σε πέντε χρόνια από την ανανέωση της, ύστερα από απόφαση της καταστατικής Γ.Σ.), με τον περιορισμό ότι το ποσό της αύξησης δεν μπορεί να υπερβαίνει το ύψος του Μ.Κ. κατά τον χρόνο που είχε δοθεί η εξουσιοδότηση.

Οι αυξήσεις του Μ.Κ. από την Γ.Σ. με συνήθεις απαρτίες και πλειοψηφίες και από το Δ.Σ. **δεν αποτελούν τροποποιήσεις** του καταστατικού, υποβάλλονται όμως στις διατυπώσεις δημοσιότητας και μπορούν να γίνουν εφάπαξ ή σταδιακά. Τα δικαιώματα του Δ.Σ. και της (συνήθους) Γ.Σ. μπορούν να ασκηθούν και παράλληλα, ενώ **δεν μπορούν να ασκηθούν** παρά την ύπαρξη καταστατικής πρόβλεψης ή εξουσιοδότησης, όταν τα αποθεματικά της εταιρίας υπερβαίνουν το ¼ του καταβεβλημένου Μ.Κ.

Η **πραγματική αύξηση Μ.Κ.** μπορεί να πραγματοποιηθεί:

- **Με καταβολή εισφορών**, σε χρήμα ή σε είδος, με τιμή στο άρτιο ή πάνω από αυτό (δηλ. με τιμή διάθεσης μετοχών της εταιρίας ίση ή μεγαλύτερη από την ονομαστική τους αξία), με άμεση ή μερική καταβολή.

Η πιστοποίηση της καταβολής ή μη του Μ.Κ. γίνεται με συνεδρίαση του Δ.Σ. η οποία πρέπει να διενεργηθεί μέσα σε έναν μήνα από την προθεσμία που είχε οριστεί για την καταβολή του και το σχετικό πρακτικό πρέπει να υποβληθεί στην Εποπτεύουσα Αρχή μέσα σε 20 ημέρες από την πάροδο του μήνα που προαναφέρθηκε.

Αν το Μ.Κ. **δεν καταβλήθηκε** ή δεν πιστοποιήθηκε (από το Δ.Σ.) η καταβολή του, τότε η Εποπτεύουσα Αρχή **ανακαλεί την απόφαση** με την οποία ενέκρινε την τροποποίηση του καταστατικού.

- **Με μετατροπή ομολογιών**, όταν δηλαδή ασκηθεί από τους ομολογιούχους δανειστές το δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών τους, που τους παρείχαν δικαίωμα μετατροπής της σε μετοχές. Με τον τρόπο αυτό οι κάτοχοι των μετατρέψιμων ομολογιών από απλοί δανειστές γίνονται μέτοχοι της επιχείρησης, καταβάλλοντας ως αντάλλαγμα τα δικαιώματα που τους παρείχε η ομολογία τους (επιστροφή δανεισθέντος κεφαλαίου, τόκους κλπ).

Όταν γίνεται πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή **χρηματικών εισφορών** (όχι όμως και εισφορών σε είδος) παρέχεται στους μετόχους **δικαίωμα προτίμησης** στην απόκτηση των νέων μετοχών, που εκδίδονται με την

Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατείχαν έως τότε. (Π.χ μέτοχος που κατείχε το 10% των μετοχών της εταιρίας δικαιούται να προτιμηθεί –έναντι τρίτων ή και άλλων μετόχων- και να αποκτήσει το ίδιο ποσοστό (10%) από τις νέες μετοχές που θα εκδόσει η εταιρία.

Το δικαίωμα προτίμησης διασφαλίζει την διατήρηση των αναλογιών που υπήρχαν μεταξύ των μετόχων και πρέπει να ασκηθεί από τον μέτοχο μέσα στην προθεσμία που ορίζεται από το όργανο που αποφάσισε την αύξηση, **η οποία (προθεσμία) δεν μπορεί να είναι μικρότερη από έναν μήνα**. Αν το δικαίωμα προτίμησης δεν ασκηθεί εγκαίρως οι αδιάθετες μετοχές διατίθενται ελεύθερα από το Δ.Σ.

Το δικαίωμα προτίμησης μπορεί **να περιοριστεί ή και να καταργηθεί** μετά από απόφαση της καταστατικής Γ.Σ. ύστερα από εισήγηση του Δ.Σ. προς όφελος μη μετόχων που επιθυμούν να αποκτήσουν την μετοχική ιδιότητα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΔΕΙΓΜΑ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται το υπό εξέταση δείγμα καθώς και η διαδικασία επεξεργασίας του. Αναφέρονται επίσης οι πηγές συλλογής του. Ως αρχική πηγή χρησιμοποιήθηκε η Finance, με παράλληλο έλεγχο των στοιχείων από τον ετήσιο οδηγό του Χρηματιστηρίου για το έτος 2002 (ο αντίστοιχος για το 2003 δεν έχει ακόμη εκδοθεί). Οι εταιρίες πραγματοποίησαν Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου εκδίδοντας κοινές (ως επί το πλείστον) μετοχές ή προνομιούχες μετοχές ή και συνδυασμό των δύο. Οι αποδόσεις των μετοχών που θα χρησιμοποιηθούν είναι οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών από την Finance σε αναπροσαρμοσμένες τιμές.

Έτσι, κατά την περίοδο 2000 – 2002 πραγματοποιήθηκαν 225 (πραγματικές) αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, 146 κατά το έτος 2000, 40 κατά το έτος 2001 και 39 κατά το έτος 2002, όπως δείχνει και ο παρακάτω πίνακας :

Πίνακας 2. Πραγματικές Α.Μ.Κ που πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά τα έτη 2000 – 2002 στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά (συμπεριλαμβανόμενων των IPOs)

ΕΤΟΣ	ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ Α.Μ.Κ
2000	146
2001	40
2002	39
ΣΥΝΟΛΟ	225

Από τις παραπάνω αυξήσεις για το 2000 οι **47** ήταν Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου **αμιγώς με μετρητά, 10** και με **συγχώνευση, 27** και με προσφορά επιπλέον **δωρεάν μετοχών, 7** και με **stock splits, 1** και με έκδοση **ομολογιακού δανείου, 1** και με **αλλαγή της ονομαστικής αξίας** της μετοχής και **1 με ακύρωση μετοχών**. Επιπλέον, είχαμε εισαγωγή **52** εταιριών (**IPOs**), 17 στην Κύρια Αγορά και 35 στην Παράλληλη.

Το 2001 έγιναν **11 ‘αμιγείς’** Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου **με μετρητά, 3** και με **συγχώνευση** εταιρίας, **1** και με προσφορά **δωρεάν μετοχών, 4** και με **ακυρώσεις μετοχών**, ενώ δεν παρατηρήθηκε ταυτόχρονη αύξηση με μετρητά και με

stock splits. Για το ίδιο έτος είχαμε **εισαγωγή** επιπλέον **19** εταιριών, από τις οποίες 13 εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά και 6 στην Παράλληλη.

Το 2002 πραγματοποιήθηκαν **2 ‘αμιγείς’ Α.Μ.Κ με μετρητά, 4 και με συγχώνευση** εταιριών, **13** και με **ακυρώσεις** μετοχών, ενώ δεν παρατηρήθηκε ταυτόχρονη Α.Μ.Κ με μετρητά και με δωρεάν μετοχές ή και με stock splits. Επιπλέον, το ίδιο έτος έγιναν και **20 εισαγωγές** εταιριών στο Χρηματιστήριο (IPOs).

Από τα παραπάνω φαίνεται οτι κατά το εξεταζόμενο διάστημα έγιναν 225 πραγματικές Α.Μ.Κ, από τις οποίες οι 93 ήταν εισαγωγές στο Χρηματιστήριο. Έτσι, το δείγμα εξέτασης μειώθηκε στις 132 εταιρίες. Επιπλέον, για 3 από τις παραπάνω εταιρίες δεν βρέθηκαν επαρκή στοιχεία για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων. Επομένως, το τελικό δείγμα μας περιλαμβάνει **129 εταιρίες**, οι οποίες πραγματοποίησαν Α.Μ.Κ με καταβολή μετρητών.

Στη συνέχεια διαχωρίσαμε το δείγμα σε 2 κατηγορίες ανάλογα με το είδος της πραγματικής Α.Μ.Κ και συγκεκριμένα ανάλογα με το αν αυτή πραγματοποιούνταν αμιγώς με καταβολή μετρητών ή αν περιελάμβανε και συγχωνεύσεις, επιπλέον διανομή δωρεάν μετοχών, stock splits, ακυρώσεις, κ.α. Έτσι, προέκυψαν δύο μεγάλες κατηγορίες:

- **59 Αμιγείς Α.Μ.Κ (μόνο με καταβολή μετρητών).**
- **70 ‘Μικτές’ Α.Μ.Κ (με μετρητά και επιπλέον διανομή δωρεάν μετοχών, ακυρώσεων, stock splits κ.α).**

Από τις 70 ‘μικτές’ Α.Μ.Κ. σε όλο το εξεταζόμενο διάστημα (2000 – 2002):

- 28 έγιναν και με διάθεση δωρεάν μετοχών, επιπλέον της καταβολής μετρητών
- 18 έγιναν και με ακυρώσεις μετοχών
- 17 έγιναν και με συγχώνευση εταιριών
- 7 έγιναν και με stock splits.

Το συνολικό μας δείγμα περιλαμβάνει τις εξής πληροφορίες :

1. Ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος
2. Τιμή έκδοσης της μετοχής
3. Αγορά στην οποία έγινε η Α.Μ.Κ (Κύρια ή Παράλληλη)
4. Αιτιολογία της Α.Μ.Κ. (πχ ‘αμιγείς’ ή ‘μικτές’)
5. Αριθμός των νεοεκδιδόμενων και του συνόλου των μετοχών εταιρίας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Χρησιμοποιώντας μεθόδους ‘Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων’ (event study methodologies), υπολογίζονται οι επιδράσεις επί των τιμών των μετοχών στις περιπτώσεις διεξαγωγής πραγματικής Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Εξετάζεται η μεταβολή της τιμής γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Το μέτρο σύγκρισης των πραγματικών αποδόσεων θα αποτελέσει η ‘κανονική’ ή ‘αναμενόμενη’ απόδοση των μετοχών που υπολογίζεται με μια από τις μεθόδους που αναφέρονται παρακάτω. Στη συνέχεια εξηγείται πώς υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις και παραθέτονται οι κατάλληλες στατιστικές μέθοδοι για να ελεγχθούν πόσο στατιστικά σημαντικές είναι αυτές.

Έστω R_{it} η πραγματική (παρατηρηθείσα) απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t και $E(R_{it})$ η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t , δηλαδή η απόδοση που θα είχε η μετοχή αν δεν γινόταν η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η διαφορά τους ονομάζεται μη-αναμενόμενη ή έκτακτη απόδοση e_{it} της μετοχής i την ημέρα t και συμβολίζεται :

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

Από τον παραπάνω τύπο παρατηρούμε ότι για να υπολογιστεί η έκτακτη απόδοση e_{it} πρέπει πρώτα να προσδιοριστεί η αναμενόμενη απόδοση $E(R_{it})$ της μετοχής. Ο προσδιορισμός της γίνεται με την βοήθεια των παρακάτω τριών υποδειγμάτων:

- Το υπόδειγμα της ‘αγοράς’
- Το υπόδειγμα της ‘μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης’
- Το υπόδειγμα της ‘προσαρμοσμένης με το δείκτη αγοράς απόδοσης’

5.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

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

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

όπου:

$i = 1, \dots, N$

$t = 1, \dots, M$

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

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

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

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

e_i = το υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t με κανονική κατανομή και μέσο μηδέν.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς R_{mt} είναι δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ο 'Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών' που όμως δεν περιέχει τα διανεμημένα μερίσματα και επομένως δεν αποτελεί αντιπροσωπευτικό μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου διότι εκ κατασκευής του υποεκτιμά την απόδοση του. Επίσης, η έλλειψη, για αρκετές μετοχές, συναλλαγών επί καθημερινής βάσης (thin trading) και οι ετεροχρονισμένες συναλλαγές δημιουργούν σοβαρά οικονομικά προβλήματα στον υπολογισμό του βήτα.

Για την αποφυγή των παραπάνω μειονεκτημάτων χρησιμοποιείται ο 'Σταθμικός με αγοραίες αξίες Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς'.

Η μεθοδολογία που εφαρμόζεται έχει ως εξής :

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ R_{it} και R_{mt} (με 150 ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος, δηλ. εκτός της περιόδου γεγονότος, υπολογίζονται οι συντελεστές α_i^* και β_i^* για κάθε μετοχή του δείγματος.

Χρησιμοποιώντας τους παραπάνω συντελεστές η εξίσωση (2) γίνεται :

$$e_{it}^* = R_{it} - \{\alpha_i^* + \beta_i^* R_{mt}\} \quad (3)$$

Η εξίσωση (3) παρουσιάζει τις έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν με αφαίρεση των αναμενόμενων από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις.

Το υπόδειγμα της αγοράς, όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση (2), δείχνει ότι η συνολική απόδοση της μετοχής αποτελείται από την απόδοση της αγοράς και από ένα μέρος που εξαρτάται από την συγκεκριμένη επιχείρηση.

Η αφαίρεση του $\{\alpha_i^* + \beta_i^* R_{mt}\}$ από το R_{it} εξουδετερώνει την επίδραση των μεταβολών της αγοράς αλλά δεν εξουδετερώνει μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές και από άλλα γεγονότα εκτός της αποκοπής του δικαιώματος κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Για να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών που προκαλούνται από γεγονότα εκτός του συγκεκριμένου γεγονότος, χρησιμοποιείται ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών στο δείγμα. Για κάθε μια από τις 61 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση AR_i ως εξής :

$$AR_i = \sum_{t=1}^N e_{it}^* / N \quad (4)$$

όπου

$$t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$$

N = αριθμός μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη ημέρα

Ο διαστρωματικός μέσος όρος εξουδετερώνει τις μεταβολές που αναφέρονται στην επιχείρηση (firm specific) που όμως δε σχετίζονται με το γεγονός που ερευνάται διότι δε συνέβη την ίδια χρονική στιγμή και για τις N μετοχές του δείγματος.

Τέλος, και για να ληφθεί υπόψη ο ετεροχρονισμός που παρατηρείται μεταξύ της ημερομηνίας αποκοπής και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο, υπολογίζεται ο αθροιστικός μέσος έκτακτων αποδόσεων για τις N μετοχές του δείγματος από την ημέρα t_1 έως την ημέρα t_2 για την περίοδο των γεγονότων ως εξής :

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_i \quad (5)$$

Η περίοδος $t=0$ είναι η ημέρα αποκοπής του δικαιώματος της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου.

5.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Στη μέθοδο αυτή ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής i για τις 150 ημέρες που λήγουν 50 ημέρες πριν την ημέρα της αποκοπής του δικαιώματος, χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής i . Σε αυτήν την περίπτωση, η μέση έκτακτη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t υπολογίζεται :

$$e_{it}^* = R_{it} - MR_i \quad (7)$$

$$\text{όπου } MR_i = \sum_{t=200}^{-51} R_{it} / 150$$

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων για το δείγμα N μετοχών σύμφωνα με τους τύπους (4) και (5).

5.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ - ΜΕ ΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ – ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Σε αυτό το υπόδειγμα η έκτακτη απόδοση της μετοχής i δίδεται από την διαφορά μεταξύ της απόδοσης της και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα t (R_{mt}) ως εξής :

$$e_{it}^* = R_{it} - R_{mt} \quad (8)$$

Προφανώς το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές (R_{mt}). Ως απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς χρησιμοποιείται ο 'Σταθμικός με αγοραίες αξίες – δείκτης συνολικής απόδοσης'. Για τον υπολογισμό του διαστρωματικού μέσου των εκτάκτων αποδόσεων και του αθροιστικού μέσου εκτάκτων αποδόσεων χρησιμοποιούνται οι σχέσεις (4) και (5) αντίστοιχα.

5.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΟΥ

Κατά την ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων (event study) που θα ακολουθήσουμε επιλέγεται η μέθοδος του υποδείγματος της αγοράς διότι θεωρείται η πλέον κατάλληλη λόγω των ιδιορρυθμιών του Χ.Α.Α, με μοναδικό μειονέκτημα ότι παρουσιάζει εταιροσκεδαστικότητα και μεροληπτικότητα για τους συντελεστές α λόγω λανθασμένης επιλογής της περιόδου προσδιορισμού.

Επιπλέον, οι μεγάλες μεταβολές που παρατηρούνται στις τιμές των μετοχών (ιδιαίτερα σε Χρηματιστήρια όπως το Ελληνικό) καθιστούν την μέθοδο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης ακατάλληλη.

Επίσης, η επιλεγμένη μέθοδος (σε αντίθεση με αυτήν της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης) λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές που συνέβησαν στην αγορά την ίδια χρονική στιγμή που το δείγμα δέχεται την επίδραση της ανακοίνωσης για Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.

Τέλος, κατά την εφαρμογή του υποδείγματος της αγοράς ως απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς (R_m) χρησιμοποιήθηκε ο Γ.Δ. του Χ.Α.Α έναντι του 'Σταθμικού με αγοραίες αξίες – δείκτης συνολικής απόδοσης', παρότι υποεκτιμούσε τις αποδόσεις λόγω του ότι δεν συμπεριελάμβανε τα διανεμηθέντα μερίσματα. Η επιλογή του Γενικού Δείκτη έγινε κυρίως για λόγους απλούστευσης.

5.5 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Για τον στατιστικό έλεγχο που διενεργείται για να διαπιστώσουμε αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι ίσες με το μηδέν (ακόμα κ αν δεν υπολογίστηκαν ίσες με το μηδέν μπορεί να είναι στατιστικά ισοδύναμες με το μηδέν) χρησιμοποιούνται οι παρακάτω σχέσεις:

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

$$\text{Στατιστικός } t = \text{CAR}_t / T^{1/2} * S(\text{AR}_t)$$

όπου:

- $S(\text{AR}_t)$ η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων εκτάκτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού ($t = -200$ έως -51) και
- $T = t_2 - t_1 + 1$

5.7 ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στις περιπτώσεις Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου χρησιμοποιείται η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης.

Εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών $\text{CAR}(-1,0)$. Η εξίσωση παλινδρόμησης είναι η παρακάτω :

$$\text{CAR}(-1,0) = a_0 + a_1\Delta\text{ΜΕΤΟΧ} + a_2\text{ΣΑΠΟΜ} + a_3\text{ΣΑΠ-}\Delta\text{X} + a_4\Delta\text{ΙΑΚ} + a_5\text{ΑΝΑΚ} + a_6\text{ΜΕΓ} + a_7\text{ΤΙΜΠΡΟΣ}$$

όπου:

- $\Delta\text{ΜΕΤΟΧ}$ είναι ο λόγος του αριθμού νεοεκδιδόμενων προς υπάρχουσες μετοχές. Το ίδιο μέτρο εξετάζουν και οι Masulis and Korwar (1986) κατά την εξέταση της υπόθεσης της Συμπίεσης της Τιμής.

- **ΣΑΠΟΜ** είναι το άθροισμα 40 ημερησίων αποδόσεων της κάθε μετοχής κατά την περίοδο του γεγονότος ($t = -41$ έως -2). Το ίδιο μέτρο εξετάζουν και οι Masulis and Korwar (1986) και ισχυρίζονται ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος αυτό, τόσο μικρότερες είναι οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών.
- **ΣΑΠ-ΔΧ** είναι το άθροισμα 40 ημερησίων αποδόσεων του δείκτη της αγοράς κατά την περίοδο του γεγονότος ($t = -41$ έως -2). Ισχύουν τα ίδια όπως και για την παραπάνω μεταβλητή.
- **ΔΙΑΚ** είναι το μέτρο συνολικού κινδύνου της μετοχής που μετριέται με την $stdev$ των αποδόσεων της για περίοδο 150 ημέρες πριν την περίοδο του γεγονότος ($t = -200$ έως -51).
- **ΑΝΑΚ** είναι ψευδομεταβλητή η οποία εκφράζει τον τύπο της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου. Υπάρχουν δύο περιπτώσεις. Στην περίπτωση της ‘αμιγής’ Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου λαμβάνει την τιμή 1, ενώ στην περίπτωση ‘μικτής’ Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου λαμβάνει την τιμή 0.
- **ΜΕΓ** είναι ο φυσικός λογάριθμος του γινομένου του αριθμού των μετοχών επί την τιμή τους κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ($t=0$). Οι Loderer, Cooney and Van Drunen (1991) υποστήριξαν ότι οι μέτοχοι περιμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις στις περιπτώσεις μεγαλύτερου ποσού δέσμευσης στην εταιρία, υπονοώντας αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους αυτού και της απόδοσης.
- **ΤΙΜΠΡΟΣ** είναι ο λόγος της τιμής έκδοσης προς την τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ($t=0$). Όσο μικρότερος ο λόγος αυτός τόσο πιο αρνητικό είναι το σινιάλο, υπονοώντας θετική συσχέτιση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Οι υποθέσεις που θα εξεταστούν, οι οποίες προβλέπουν μεταβολές στις τιμές των μετοχών κατά τις περιπτώσεις Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου είναι οι παρακάτω:

6.1. ΥΠΟΘΕΣΗ ΣΥΜΠΙΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ (Price Pressure Hypothesis)

Κατά την υπόθεση αυτή η καμπύλη ζήτησης των μετοχών έχει αρνητική κλίση και οι μετοχές δεν παρουσιάζουν υποκατάστατα. Επομένως η αύξηση της προσφοράς μετοχών που γίνεται κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου αναμένεται να προκαλέσει μείωση (συμπίεση) της τιμής τους. Στην διεθνή βιβλιογραφία η υπόθεση αυτή άλλοτε επιβεβαιώνεται [περιπτώσεις Masulis and Korwar (1986), Asquith and Mullins (1986)], και άλλοτε όχι [περιπτώσεις Scholes (1972), Marsh (1979)].

6.2 ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΡΝΗΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ (Information Effect)

Με βάση αυτή την υπόθεση οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές (επομένως και τις αποδόσεις) των μετοχών στην περίπτωση ύπαρξης ασυμμετρίας πληροφοριών (όταν δηλ οι διευθυντές έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους της), καθώς και στην περίπτωση μη άσκησης των δικαιωμάτων προτίμησης των μετόχων. Η αγορά εκλαμβάνει την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ως μέσο για την μείωση των δανειακών επιβαρύνσεων της εταιρίας. Η υπόθεση αυτή επιβεβαιώνεται εμπειρικά από τους Miller and Rock (1985).

6.3 ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΝΑΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΠΛΟΥΤΟΥ (Wealth Distribution Effect)

Σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση απρόβλεπτες Α.Μ.Κ μειώνουν την μόχλευση της επιχείρησης, με αποτέλεσμα την μείωση του κινδύνου των δανειακών κεφαλαίων καθώς και την μεταφορά πλούτου από τους μετόχους στους ομολογιούχους. Οι Masulis and Korwar (1986) αναφέρουν αρνητική συσχέτιση της έκτακτης απόδοσης σε σχέση με την μείωση της μόχλευσης, και συνεπώς και του κινδύνου.

6.4 ΥΠΟΘΕΣΗ ΕΥΝΟΪΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ (Information Effect)

Σε αυτή την περίπτωση οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου εκλαμβάνονται ως θετικά νέα από την αγορά διότι υπάρχουν ευνοϊκές πληροφορίες για την αποδοτικότητα της επένδυσης της επιχείρησης, και επομένως θεωρείται ότι τα επιπλέον κεφάλαια θα χρηματοδοτήσουν επενδυτικά προγράμματα με Καθαρή Παρούσα Αξία μεγαλύτερη του μηδενός.

Προφανώς, στην περίπτωση των τριων πρώτων υποθέσεων η τιμή (και κατά συνέπεια η απόδοση) των μετοχών μειώνεται, σε αντίθεση με τη τελευταία υπόθεση όπου παρατηρείται αύξηση της τιμής των μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σε προηγούμενο κεφάλαιο αναφέρθηκε η μεθοδολογία η οποία ακολουθήθηκε για την ανάλυση της επίδρασης της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου (και συγκεκριμένα της αποκοπής του δικαιώματος) στις έκτακτες αποδόσεις των εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιριών.

Το σύνολο του δείγματος, το οποίο περιείχε 129 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου χωρίστηκε σε δύο επιμέρους δείγματα, με βάση το αν η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ήταν ‘αμιγής’ ή ‘μικτή’, αν δηλ. εκτός από την καταβολή μετρητών υπήρχαν ταυτόχρονα και άλλα γεγονότα (π.χ stock splits, διάθεση δωρεάν μετοχών, συγχωνεύσεις κλπ).

Με την εφαρμογή της προαναφερθείσας μεθοδολογίας στο παραπάνω δείγμα προέκυψαν τα αποτελέσματα, τα οποία αναλύονται στην συνέχεια. Τα αποτελέσματα αυτά παρατίθενται στους παρακάτω πίνακες και αναφέρονται σε χρονική περίοδο 10 ημερών πριν και 10 ημερών μετά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος.

Σε κάθε πίνακα, η πρώτη στήλη αναφέρεται στην χρονική περίοδο σε σχέση με την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ($t=0$), στην δεύτερη στήλη ο συνολικός αριθμός των έκτακτων αποδόσεων (N) που συμμετέχουν στο δείγμα την συγκεκριμένη ημέρα, στην τρίτη στήλη η αναλογία Αρνητικών προς Θετικές έκτακτες αποδόσεις στο σύνολο του δείγματος και για κάθε ημέρα ξεχωριστά. Η τέταρτη στήλη αντιστοιχεί στην μέση έκτακτη απόδοση (AR), η πέμπτη στήλη αντιστοιχεί στην αθροιστική έκτακτη απόδοση (CAR) και η έκτη στήλη αντιστοιχεί στον στατιστικό συντελεστή $t(AR)$ (από την κατανομή t-student) ο οποίος ελέγχει την στατιστική σημαντικότητα των μέσων έκτακτων αποδόσεων.

Υπολογίζονται επίσης και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για διάστημα δύο, πέντε και δέκα ημερών (καθώς και οι στατιστικές τους σημαντικότητες). Τέλος, μετά από κάθε πίνακα παραθέεται το διάγραμμα της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης και στις δύο περιπτώσεις, τόσο στις ‘αμιγείς’ όσο και στις ‘μικτές’ Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου.

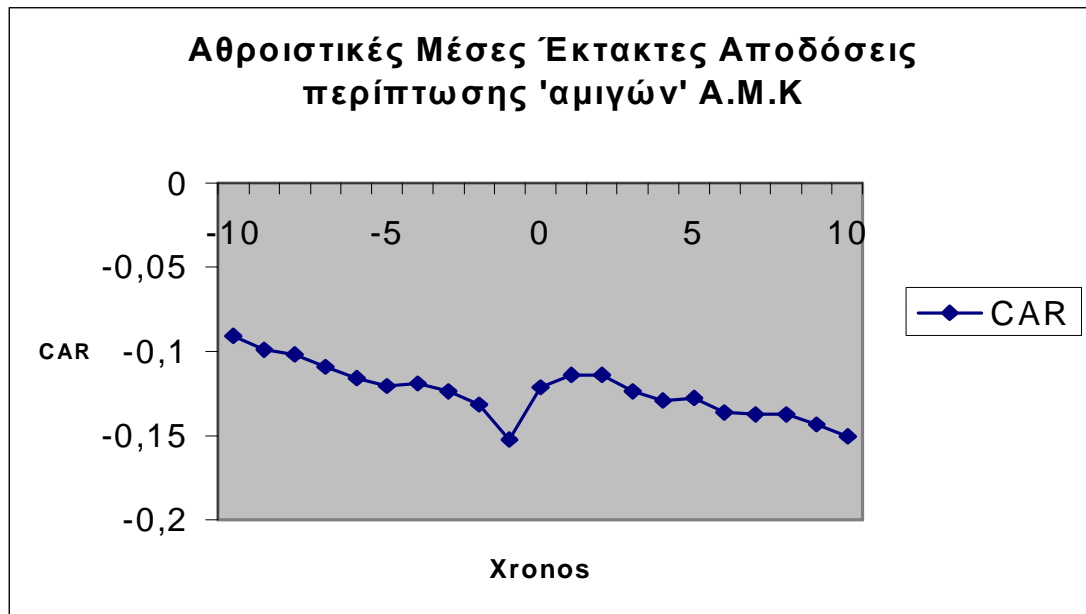
Πίνακας 3. Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) και αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) μετά των στατιστικών σημαντικοτήτων τους, μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α που πραγματοποίησαν ‘αμιγή’ Α.Μ.Κ με μετρητά κατά την περίοδο 2000-2002

Περίοδος	N	Αρνητικές/ Θετικές	AR	CAR	t(AR)
-10	59	31/28	-0,0023502182	-0,0905939897	-0,5138621248
-9	59	33/26	-0,0083311458	-0,0989251356	-1,8215586234 *
-8	59	31/28	-0,0026509338	-0,1015760694	-0,5796119085
-7	59	37/22	-0,0077494326	-0,1093255020	-1,6943702744 *
-6	59	39/20	-0,0064521606	-0,1157776626	-1,4107289765
-5	59	36/23	-0,0047165847	-0,1204942474	-1,0312549708
-4	59	34/25	0,0016317233	-0,1188625241	0,3567672090
-3	59	35/24	-0,0048417079	-0,1237042320	-1,0586124640
-2	59	34/25	-0,0079538019	-0,1316580339	-1,7390544705 *
-1	59	45/14	-0,0208002723	-0,1524583061	-4,5478636491 ***
0	59	16/43	0,0310256073	-0,1214326989	6,7835761801 ***
1	59	33/26	0,0075745450	-0,1138581538	1,6561320712
2	59	31/28	-0,0002649947	-0,1141231485	-0,0579396070
3	59	39/20	-0,0098425487	-0,1239656972	-2,1520184484 **
4	59	31/28	-0,0054399813	-0,1294056786	-1,1894216120 *
5	59	34/25	0,0015312449	-0,1278744337	0,3347981726
6	59	29/30	-0,0085399127	-0,1364143464	-1,8672043346 *
7	59	33/26	-0,0011137635	-0,1375281098	-0,2435181809
8	59	34/25	-0,0000209877	-0,1375490975	-0,0045888443
9	59	35/24	-0,0059098820	-0,1434589795	-1,2921627712
10	59	31/28	-0,0069302596	-0,1503892391	-1,5152626462

Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις	Στατιστικό t
CAR(-1,0) = 0,010225335	1,580887449
CAR(-5,0) = -0,005655036	-0,504775409
CAR(-10,0) = -0,033188927	-2,187939399 **

*** Επίπεδο σημαντικότητας = 0,01
** Επίπεδο σημαντικότητας = 0,05
* Επίπεδο σημαντικότητας = 0,10

Γράφημα 1. Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που παρατηρούνται 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος (t=0) σε περιπτώσεις ‘αμιγών’ Α.Μ.Κ που πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α κατά την περίοδο 2000 – 2002



7.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ‘ΑΜΙΓΩΝ’ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στο εξεταζόμενο δείγμα των 59 ‘αμιγών’ Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου η μέση έκτακτη απόδοση (AR) κατά την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος (t=0) είναι 3,1%, δηλ είναι **θετική**, και **στατιστικά σημαντική** (t=6,7835761801) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπλέον η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών είναι θετική (1,02%) αλλά μη-στατιστικά σημαντική, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση πέντε ημερών είναι αρνητική (-0,56%) και μη-στατιστικά σημαντική, ενώ η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δέκα ημερών είναι αρνητική (-3,3%) και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

Σε γενικές γραμμές δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, παρά μόνο κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος και μια μέρα πριν αυτής, ενώ ακολουθούν (αλλά και προηγούνται) της ημερομηνίας αποκοπής ως επί το πλείστον αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις. Ενδιαφέρον παρουσιάζει και ο μεγάλος αριθμός μετοχών με θετικές έκτακτες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής σε σχέση με αυτόν που παρουσιάζουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις.

Πίνακας 4. Μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) και αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) μετά των στατιστικών σημαντικοτήτων τους, μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α που πραγματοποίησαν ‘μικτή’ Α.Μ.Κ με μετρητά κατά την περίοδο 2000-2002

Περίοδος	N	Αρνητικές/ Θετικές	AR	CAR	t(AR)
-10	70	40/30	-0,002808728	-0,133693489	-0,748824499
-9	70	38/32	-0,001919454	-0,135612943	-0,511738344
-8	70	31/39	0,002295741	-0,133317202	0,612058944
-7	70	42/28	-0,002364917	-0,135682119	-0,630501751
-6	70	33/37	-1,57012E-05	-0,13569782	-0,004186027
-5	70	36/34	-0,00067213	-0,13636995	-0,179193952
-4	70	44/26	-0,00852344	-0,14489339	-2,272402349 **
-3	70	39/31	-0,002948292	-0,147841682	-0,786033152
-2	70	39/31	-0,001012311	-0,148853993	-0,269888304
-1	70	42/28	-0,005900134	-0,154754127	-1,573012674
0	70	32/38	0,017358736	-0,137395391	4,627947404 ***
1	70	37/33	0,006964046	-0,130431345	1,85665826 *
2	70	48/22	-0,005833599	-0,136264944	-1,555274047
3	70	40/30	-0,004998783	-0,141263727	-1,332706642
4	70	32/38	0,002020463	-0,139243264	0,538668073
5	70	34/36	0,000569605	-0,138673658	0,151860371
6	70	43/27	-0,001831758	-0,140505417	-0,488358153
7	70	43/27	-0,001897866	-0,142403282	-0,505982891
8	70	42/28	-0,006850288	-0,149253571	-1,826329627 *
9	70	42/28	-0,008407692	-0,157661263	-2,241543186 **
10	70	36/34	-0,002374799	-0,160036062	-0,633136214

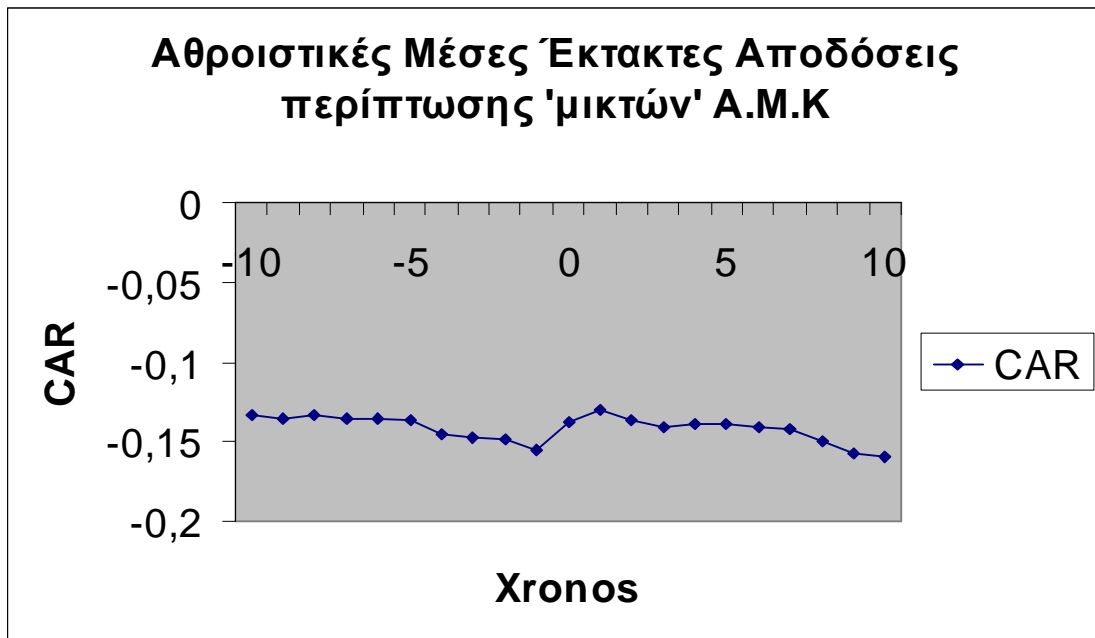
Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις	Στατιστικό t
CAR(-1,0) = 1,14%	2,160165006 **
CAR(-5,0) = -0,17%	-0,184766251
CAR(-10,0) = -0,065%	-0,523355764

*** Επίπεδο σημαντικότητας = 0,01

** Επίπεδο σημαντικότητας = 0,05

* Επίπεδο σημαντικότητας = 0,10

Γράφημα 2. Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που παρατηρούνται 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος (t=0) σε περιπτώσεις ‘μικτών’ Α.Μ.Κ που πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α κατά την περίοδο 2000 – 2002



7.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ‘ΜΙΚΤΩΝ’ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στο εξεταζόμενο δείγμα των 70 ‘μικτών’ Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου η μέση έκτακτη απόδοση (AR) κατά την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος (t=0) είναι 1,73%, δηλ είναι **θετική**, και **στατιστικά σημαντική** (t=4,627947404) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπλέον η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών είναι θετική (1,14%) και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση πέντε ημερών είναι αρνητική (-0,17%) και μη-στατιστικά σημαντική, ενώ η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δέκα ημερών είναι αρνητική (-0,65%) και μη-στατιστικά σημαντική.

Όπως και στην περίπτωση των ‘αμιγών’ Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου, έτσι και στην περίπτωση των ‘μικτών’ δεν παρατηρούνται σε γενικές γραμμές στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ εν συγκρίση με τις ‘αμιγείς’ οι ‘μικτές’ Α.Μ.Κ παρουσιάζουν χαμηλότερη μέση έκτακτη απόδοση κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι ‘μικτές’ Α.Μ.Κ εμπεριέχουν και άλλα γεγονότα εκτός από την καταβολή μετρητών.

7.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΙΣΗΣ

Έχοντας παραπάνω αποφανθεί για το ότι η αποκοπή του δικαιώματος είναι ένα θετικό γεγονός κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, προχωρούμε στη συνέχεια στην εκτέλεση διαστρωματικής παλινδρόμησης μεταξύ της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δύο ημερών (ως εξαρτημένης μεταβλητής) και διαφόρων παραγόντων επιρροής (ως ανεξάρτητες μεταβλητές). Η εξίσωση διαστρωματικής παλινδρόμησης που χρησιμοποιείται είναι η παρακάτω :

$$\text{CAR}(-1,0) = a_0 + a_1\Delta\text{ΜΕΤΟΧ} + a_2\Sigma\text{ΑΠΟΜ} + a_3\Sigma\text{ΑΠ-}\Delta\text{Χ} + a_4\Delta\text{ΙΑΚ} + a_5\text{ΑΝΑΚ} + a_6\text{ΜΕΓ} + a_7\text{ΤΙΜΠΡΟΣ}$$

Εξετάζουμε δηλ. την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών ως συνάρτηση διαφόρων ανεξάρτητων μεταβλητών (οι οποίες έχουν περιγραφεί αναλυτικά σε προηγούμενο κεφάλαιο), και είναι μερικές από αυτές που χρησιμοποιούνται στην διεθνή βιβλιογραφία σε παρόμοιες περιπτώσεις.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της διαστρωματικής παλινδρόμησης, από όπου προκύπτουν οι συντελεστές των παραπάνω ανεξάρτητων μεταβλητών, καθώς και οι στατιστικές σημαντικότητες τους (μέσα στις παρενθέσεις).

Συνοπτικά, παρατηρούμε ότι η εξίσωση παλινδρόμησης δεν έχει γενική ερμηνευτική δύναμη, παρά μόνο στην περίπτωση της (ανεξάρτητης) μεταβλητής ΔΜΕΤΟΧ. Με άλλα λόγια τα αποτελέσματα της διαστρωματικής παλινδρόμησης που προκύπτουν είναι στην πλειοψηφία τους μή-στατιστικά σημαντικά, εκτός της περίπτωσης του λόγου Νέων προς Παλίες μετοχές (ΔΜΕΤΟΧ).

Η διαστρωματική παλινδρόμηση εφαρμόστηκε επί του συνόλου του δείγματος (πλήν μικρού αριθμού περιπτώσεων που δεν υπήρξαν επαρκή στοιχεία), δηλ. για συνολικά 124 παρατηρήσεις, ενώ εφαρμόστηκε η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares Method). Τα αποτελέσματα προέκυψαν από το στατιστικό – οικονομετρικό πρόγραμμα e-views και έχουν ως εξής:

Πίνακας 5. Αποτελέσματα συντελεστών ανεξάρτητων μεταβλητών και στατιστικών t (στις παρενθέσεις) από την παρακάτω διαστρωματική παλινδρόμηση της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δύο ημερών για το σύνολο του δείγματος

CAR(-1,0) = a₀ + a₁ΔΜΕΤΟΧ + a₂ΣΑΠΟΜ + a₃ΣΑΠΔΧ + a₄ΔΙΑΚ + a₅ΑΝΑΚ + a₆ΜΕΓ + a₇ΤΙΜΠΡΟΣ							
a ₀	a ₁	a ₂	a ₃	a ₄	a ₅	a ₆	a ₇
-0,028254	0,012381	-0,001863	0,30611	1,100988	-0,017919	-0,000309	0,007027
(-0,226441)	(1,824815)	(-0,060840)	(0,303304)	(1,253752)	(-1,223874)	(-0,053492)	(0,459322)
<hr/>							
	N	R ²	F-statistic	Prob(F-stat)			
	124	0,099582	1,832724	0,087384			
<hr/>							

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε τα εξής:

- Ο συντελεστής της μεταβλητής ΔΜΕΤΟΧ είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι επομένως θετικά συσχετισμένη με τον λόγο του αριθμού των νέων προς παλιών μετοχών. Επομένως, θεωρείται ότι η έκδοση νέων μετοχών έχει ως σκοπό την χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων με θετικές Καθαρές Παρούσες Αξίες. Ισχύει δηλ η υπόθεση Ευνοϊκών Πληροφοριών (Information effect), ενώ δεν ισχύει η υπόθεση Συμπίεσης της Τιμής (price pressure hypothesis).
- Ο συντελεστής της μεταβλητής ΣΑΠΟΜ είναι αρνητικός και μη στατιστικά σημαντικός. Επομένως, υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης και του αθροίσματος των ημερήσιων αποδόσεων της μετοχής. Επιβεβαιώνεται δηλ. η αρνητική συσχέτιση (αν και δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική) που οι Masulis and Korwar (1986) αποδίδουν στο γεγονός ότι μεγάλες αποδόσεις της μετοχής πριν από την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου καθιστούν λιγότερο απρόσμενη την αύξηση αυτή, με αποτέλεσμα να οδηγούν σε μικρότερες έκτακτες αποδόσεις.
- Ο συντελεστής της μεταβλητής ΣΑΠ-ΔΧ είναι θετικός αλλά μη στατιστικά σημαντικός. Γεγονός που δείχνει ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι θετικά συσχετισμένη με τις αποδόσεις του Γ.Δ του Χ.Α.Α, και επομένως σύμφωνα με τα παραπάνω στην περίπτωση αυτή δεν επιβεβαιώνεται η αρνητική συσχέτιση που αναμένουν οι Masulis and Korwar.
- Ο συντελεστής της μεταβλητής ΔΙΑΚ είναι θετικός αλλά μη στατιστικά σημαντικός. Δηλ. η αύξηση του κινδύνου κατά τις Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου προκαλεί την αύξηση της απόδοσης των μετοχών, γεγονός όμως που αντιδιαστέλλεται με την υπόθεση Συμπίεσης της Τιμής (price pressure Hypothesis).
- Ο συντελεστής της μεταβλητής ΑΝΑΚ είναι αρνητικός αλλά μη στατιστικά σημαντικός.
- Ο συντελεστής της μεταβλητής ΜΕΓ είναι αρνητικός αλλά μη στατιστικά σημαντικός. Αύξηση δηλ. του μεγέθους της επιχείρησης που πραγματοποιεί Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου έχει σαν αποτέλεσμα την μείωση της έκτακτης απόδοσης. Όμως είναι στατιστικά ασήμαντος με αποτέλεσμα να μην παρέχει υποστήριξη στην υπόθεση Συμπίεσης της Τιμής (price pressure hypothesis).

- Ο συντελεστής της μεταβλητής TIMPIOS είναι θετικός αλλά στατιστικά μη σημαντικός, επομένως οι αγοραστές είναι αδιάφοροι ως προς την τιμή προσφοράς των μετοχών. Σε παρόμοια αποτελέσματα ως προς την τιμή προσφοράς των μετοχών καταλήγουν οι Loderer and Zimmermann (1988).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε με σκοπό την μελέτη της επίδρασης της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών στις αποδόσεις των μετοχών που τις πραγματοποιούν. Τα αντικρουόμενα αποτελέσματα στην διεθνή βιβλιογραφία κατά την εξέταση παρόμοιων θεμάτων αποτέλεσαν ένα ισχυρό κίνητρο για την επιλογή του θέματος.

Η χρονική περίοδος εξέτασης ήταν τριετής (2000-2002), και περιλάμβανε Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών (είτε με δικαιώματα προτίμησης, είτε με δημόσια εγγραφή) όλων των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α), που πραγματοποιήθηκαν στην Κύρια και στην Παράλληλη Αγορά.

Ως εξεταζόμενη ημερομηνία επιλέχθηκε η ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος, ημερομηνία άμεσα σχετιζόμενη με το γεγονός της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου.

Προσδιορίστηκαν οι υποθέσεις που θα εξεταστούν, στη συνέχεια καθορίστηκε το εξεταζόμενο δείγμα και μετά από σύντομη παρουσίαση της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται σε ανάλογες περιπτώσεις, επιλέχθηκε το καταλληλότερο για την περίπτωση μοντέλο (εν προκειμένω το υπόδειγμα αγοράς). Κατά τον καθορισμό του υπό εξέταση δείγματος επιβεβαιώθηκαν ορισμένες παρατηρήσεις, όπως η μεγάλη αύξηση εισαγωγών εταιριών στο Χ.Α.Α κατά το έτος 2000 (κυρίως στην Παράλληλη αγορά), η γενικότερη πληθώρα Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου κατά το ίδιο έτος κ.α.

Κατά την εμπειρική ανάλυση των αποτελεσμάτων διαπιστώθηκε ότι η αποκοπή του δικαιώματος αποτελεί σε γενικές γραμμές ένα θετικό γεγονός κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, και κατά την ημέρα αποκοπής πραγματοποιούνται θετικές έκτακτες αποδόσεις και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,01. Επιπλέον, με τον διαμερισμό του συνολικού δείγματος σε 'αμιγείς' και 'μικτές' Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου μπορέσαμε να αποφανθούμε για τις υψηλότερες αποδόσεις που πετυχαίνονται στην περίπτωση των 'αμιγών' Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου, λόγω απουσίας των επιπλέον γεγονότων (συγχωνεύσεων, stock splits κλπ). Επομένως, από τις εξεταζόμενες υποθέσεις

επιβεβαιώνεται σε αυτή τη περίπτωση η υπόθεση Ευνοϊκών Πληροφοριών (Information Effect).

Έχοντας αποφανθεί για το γεγονός της αποκοπής του δικαιώματος κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, προχωρήσαμε στην εκτέλεση διαστρωματικής παλινδρόμησης για την διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την έκτακτη απόδοση κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών και ως ανεξάρτητες, διάφορες ανεξάρτητες μεταβλητές (παρόμοιες με εκείνες που χρησιμοποιούνται στην διεθνή βιβλιογραφία), επτά στο σύνολο.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης είχαν ερμηνευτική δύναμη μόνο για την περίπτωση της μεταβλητής του λόγου των αριθμών νέων μετοχών προς παλιές (η μόνη στατιστικά σημαντική ανεξάρτητη μεταβλητή). Στην περίπτωση αυτή επιβεβαιώθηκε για μία ακόμη φορά η υπόθεση των Ευνοϊκών Πληροφοριών, ενώ αντίθετα δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της Συμπίεσης της Τιμής.

Σαν γενικό συμπέρασμα που διεξάγεται κατά την εκπόνηση της παρούσης διπλωματικής εργασίας είναι το γεγονός ότι οι μέτοχοι θα πρέπει αντιμετωπίζουν την αποκοπή του δικαιώματος κατά την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ως ένα θετικό γεγονός και επομένως να αναμένουν αύξηση στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών εκείνη την ημέρα και κατά συνέπεια να δρουν ανάλογα.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ARTHUR KORTEWEG – LUC RENNEBOOG, **The choice between rights-preserving issue methods**, European Corporate Governance Institute, March 2003.
- JEAN FRANCOIN GAJEWSKI – EDITH GINGLINGER, **Seasoned equity issues in a closely held market : evidence from France**, University of Paris, 2002.
- P.ASQUITH AND D MULLINS, **Equity issues and offering dilution**, Journal of financial economics 15, 1986
- R.MASULIS AND N. KORWAR, **Seasoned equity offerings : an empirical investigation**, Journal of financial economics 15, 1986.
- R.BREALEY AND S. MYERS, **Principles of corporate finance**, seventh edition, Mc Graw Hill.
- E.ECBO AND R.MASULIS, **Adverse selection and the rights offer paradox**, Journal of Financial economics, volume 32,1992, pages 293-332
- SETH ARMITAGE , **Seasoned equity offers and rights issues : a review of the evidence**, The European Journal of Finance 4, pages 29-59.
- H.KANG, **Effects of seasoned equity offering in Korea on shareholder's wealth**, Pacific-Basin capital markets research, North Holland 1990.
- E.KIM AND Y.LEE, **Issuing stocks in Korea**, Pacific-Basin capital markets research, North Holland 1990.
- P. MARSH, **Equity rights issues and the efficiency of the U.K stock market**, Journal of finance 34, 1979.
- W.MIKELSON AND M.PARTCH, **Valuation effects of security offerings and the issuance process**, Journal of financial economics 15, 1986.
- N.ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ, **Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets: evidence from rights offerings in Greece**, Financial management, vol 25, no3 Autumn 1996, pages 21 – 32.
- LODERER C. , J.W. COONEY AND L.D VAN DRUDEN, **The price elasticity of demand of common stock**, Journal of finance, June 1991, pages 621 – 651.

- LODERER C. AND H. ZIMMERMANN, **Stock offerings in a different Institutional Setting: The Swiss Case**, Journal of Banking and Finance, September 1988, pages 353 – 378.
- M. SCOLES, **Market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices**, Journal of Business 45, 1972.
- M. MILLER AND K. ROCK, **Dividend policy under asymmetric information**, Journal of Finance 40, 1985.