

117

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗΝ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

“ Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗΝ  
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΟΥ  
ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ  
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ “

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΑΦ. ΕΣ. 51861 + ΔΙΕΚ
34117
332 63 ΜΠΑ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ



00151861

Επιμέλεια : ΜΠΑΛΤΟΥΜΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

Επιβλέπων Καθηγητής : ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
Σκοπός .....	1
Δύο τρόποι αύξησης μετοχικού κεφαλαίου .....	1
2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	4
Έρευνες που εξετάζουν την γενική προσφορά μετοχών .....	4
Έρευνες που εξετάζουν την αύξηση με δικαίωμα προτίμησης...7	
3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ .....	11
Χαρακτηριστικά περιόδου 1981 – 1990 .....	11
Αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο .....	13
Ενημέρωση επενδυτικού κοινού .....	14
Αγορά εταιρικών ομολόγων .....	18
Ιδιοκτησιακή δομή .....	21
4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	23
5. ΔΕΙΓΜΑ .....	26
Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου 1991 – 2003 .....	27
Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μόνο μετρητά 1991 – 2003 .....	28
Επιλογή του δείγματος .....	31
6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ .....	34
Υποπερίοδος 1994 – 1998 .....	36
Υποπερίοδος 1999 – 2003 .....	37
7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	39
8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	41

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός αυτής της μελέτης είναι η διερεύνηση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση, εκ μέρους των εισηγμένων εταιρειών, αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα η μελέτη αφορά την Ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την περίοδο 1991 – 2003 και εξετάζει κατά πόσο η επίσημη ανακοίνωση της πρόθεσης των εταιρειών να προχωρήσουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά επιδρά στην διαμόρφωση της τιμής των μετοχών τους.

Στην Ελλάδα οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά πραγματοποιούνται στις περισσότερες των περιπτώσεων με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων και όχι με την μορφή της γενικής προσφοράς μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό όπως συμβαίνει σε πολλές χώρες και κυρίως στις ΗΠΑ, στις οποίες αναφέρονται και οι περισσότερες έρευνες που πραγματεύονται αυτό το αντικείμενο.<sup>1</sup>

Οι δύο αυτές μορφές διαφέρουν: α) στην υπόθεση της επίδρασης της μεταφοράς πλούτου (wealth transfer effect) (βλέπε Myers και Majluf, (1984)), που εμφανίζεται στην γενική προσφορά μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Σ' αυτή την περίπτωση υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης (information effect) ανάμεσα στην διοίκηση και τους παλαιούς μετόχους της εταιρείας και στους επενδυτές και υποψήφιους νέους μετόχους, σε εκείνους δηλαδή που δεν είναι ακόμη μέτοχοι της εταιρείας. Κατά συνέπεια είναι πιθανή μία μεταβίβαση πλούτου από τους νέους στους παλαιούς μετόχους, οι οποίοι έχουν φυσικά καλύτερη πληροφόρηση για την εταιρεία. Αντιθέτως στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης και εφόσον όλοι οι παλαιοί μέτοχοι ασκήσουν το δικαίωμά τους, δεν υπάρχει η επίδραση της μεταφοράς πλούτου (wealth transfer effect). Τώρα δεν υπάρχουν νέοι μέτοχοι και

συνεπώς μεταβίβαση πλούτου μιας και όλη η αύξηση έχει καλυφθεί από τους παλαιούς μετόχους. Σ' αυτή την περίπτωση οποιαδήποτε επίδραση έχει η αύξηση πάνω στην τιμή της μετοχής δεν μπορεί να αποδοθεί σε ασυμμετρία πληροφοριών (information effect). β) Οι μελέτες που αναφέρονται σε γενική προσφορά μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό βασίζονται κυρίως σε στοιχεία από τις ΗΠΑ, όπου και η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ευρέως, και καταλήγουν οι περισσότερες στα ίδια συμπεράσματα. Ενώ οι έρευνες για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων έχουν γίνει σε διάφορες χώρες, οι οποίες παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές τόσο στα χαρακτηριστικά όσο και στον τρόπο λειτουργίας των αγορών τους. Τα συμπεράσματα αυτών των ερευνών διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα, επιπλέον καταλήγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα ακόμα και όταν αναφέρονται σε διαφορετικές χρονικές περιόδους για την ίδια χώρα. Αυτό ενδεχομένως σημαίνει ότι τα αποτελέσματα επηρεάζονται σημαντικά από τα διαφορετικά χαρακτηριστικά και τις ιδιαίτερες συνθήκες των επιμέρους αγορών.

Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των αγορών (υποχρεωτική για τις επιχειρήσεις η προσφυγή σε αυξήσεις με δικαίωμα, το εύρος των πληροφοριών που η επιχείρηση υποχρεούται να παρέχει στο επενδυτικό κοινό), η θεσμική κατοχύρωση, η λειτουργία και ο βαθμός ανάπτυξης της δευτερογενούς αγοράς δικαιωμάτων, οποία μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας των παλαιών μετόχων, το ποσοστό διασποράς των μετοχών και η ύπαρξη επιχειρήσεων που ελέγχονται από μία οικογένεια και τέλος οι διαθέσιμες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης όπως μια ανεπτυγμένη αγορά ομολόγων, είναι παράγοντες που επηρεάζουν, όπως αποδεικνύεται και από την διεθνή βιβλιογραφία, την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Το υπόλοιπο αυτής της μελέτης έχει την παρακάτω διάρθρωση. Το κεφάλαιο 2 παρουσιάζει συνοπτικά τα συμπεράσματα από προηγούμενες έρευνες, που

βασίστηκαν σε στοιχεία και από αυξήσεις με δικαίωμα προτίμησης αλλά και από γενικές προσφορές μετοχών . Το κεφάλαιο 3 περιγράφει το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της Ελληνικής αγοράς κεφαλαίου και επισημαίνει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της. Το κεφάλαιο 4 περιλαμβάνει την μεθοδολογία με την οποία υπολογίζεται η αντίδραση της τιμής της μετοχής. Το κεφάλαιο 5 παρουσιάζει το δείγμα και συνοπτικά στατιστικά στοιχεία. Το κεφάλαιο 6 αναφέρει τα αποτελέσματα. Τέλος το κεφάλαιο 7 συνοψίζει τα συμπεράσματά μας.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΣΥΝΟΨΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Προηγούμενες μελέτες που διερεύνησαν την απόδοση της μετοχής μετά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου έχουν δείξει διαφορετικά αποτελέσματα ανάλογα την χώρα στην οποία πραγματοποιήθηκαν και τον τρόπο με τον οποίο έγινε η αύξηση. Οι έρευνες που έχουν γίνει στις ΗΠΑ, οι οποίες βασίζονται σε στοιχεία που αφορούν γενικές προσφορές μετοχών, έχουν δείξει μία πτώση των τιμών των μετοχών μετά την ανακοίνωση της αύξησης. Από την άλλη πλευρά τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά όσον αφορά στις έρευνες που αντλούν στοιχεία από αγορές όπου οι αυξήσεις γίνονται με δικαίωμα προτίμησης. Στις χώρες όπου προτιμάται αυτή η μέθοδος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων η ανακοίνωση της αύξησης μπορεί να έχει θετική επίδραση στην μία χώρα ενώ στην άλλη να μην έχει καθόλου ή να έχει αρνητική ή μπορεί ακόμα και για την ίδια χώρα τα αποτελέσματα να διαφέρουν ανάλογα με την χρονική περίοδο που αναφέρεται η μελέτη.

Σε αυξήσεις με δημόσια προσφορά μετοχών σε όλους τους επενδυτές αναφέρονται διάφορες μελέτες. Συγκεκριμένα ο Scholes (1972) εξετάζοντας γενικές προσφορές μετοχών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1926 – 1966 δεν βρήκε κανένα στοιχείο που να σχετίζεται με αύξηση των τιμών, αντίθετα βρήκε μια σημαντική μείωση των τιμών. Οι Kraus και Stoll (1972) βασιζόμενοι σε στοιχεία από τις ΗΠΑ για την περίοδο 1960 – 1971, τα οποία αναφέρονταν σε περιπτώσεις νέων εκδόσεων χωρίς δικαίωμα προτίμησης δεν βρήκαν καμία επίδραση στην τιμή της μετοχής, που να οφείλεται στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Οι White και Lusztig (1980) επιχειρούν να ελέγξουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς στα πλαίσια των νέων εκδόσεων. Εξετάζουν τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στις ΗΠΑ για την περίοδο 1962 – 1972, οι οποίες γίνονται με την μορφή

γενικής προσφοράς μετοχών και βρίσκουν μια στατιστικά σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής (-4%) σε ένα διάστημα πέντε ημερών μετά την ανακοίνωση της αύξησης.

Οι Hess και Frost (1982) προσπαθώντας να βρουν αν η έκδοση νέων μετοχών προκαλεί πιέσεις στην τιμή της μετοχής κατά την χρονική περίοδο γύρω από την αύξηση, δεν βρήκαν καμία επίδραση. Εξέτασαν όλες τις νέες εκδόσεις (152) των εταιρειών κοινής ωφέλειας (utility), που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ν.Υόρκης (NYSE) για την περίοδο 1975 – 1977 και δεν βρήκαν καμία στατιστικά και οικονομικά σημαντική επίδραση.

Ο Dierkens (1991) εξετάζει την επίδραση της αύξησης στην τιμή της μετοχής μέσα από την σκοπιά της υπόθεσης της ασυμμετρίας πληροφοριών. Ελέγχει για την περίοδο 1980 – 1983 στις ΗΠΑ μόνο τις εταιρείες που ανακοίνωσαν καθαρές αυξήσεις δηλαδή η αύξηση δεν ανακοινώθηκε μαζί με κάποιο άλλο γεγονός split, έκδοση ομολογιακού δανείου κτλ. Βρίσκει ότι υπάρχει πτώση της τιμής της μετοχής, την οποία αποδίδει στην ασυμμετρία πληροφοριών (information effect) γιατί συνήθως οι νέες εκδόσεις αυτής της μορφής, γενικές προσφορές μετοχών, αποτελούν κακή είδηση για την εταιρεία και έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση της μετοχής.

Οι Fields και Mais (1994) θέλοντας να ελέγξουν την επίδραση των νέων εκδόσεων στο ιδιοκτήσιακό καθεστώς των εταιρειών παίρνουν ένα δείγμα που περιλαμβάνει όλες τις αυξήσεις κοινών μετοχών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1980 – 1986, που έγιναν με ανάδοχο. Βρίσκουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις οι οποίες οφείλονται στην αλλαγή στη διοίκηση της εταιρείας που προκαλείται από την αύξηση κεφαλαίου.

Οι Filbeck, Gorman και Vora (1997) εξετάζουν την αντίδραση της τιμής της μετοχής σε ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, που έκαναν εταιρείες κοινής ωφέλειας (utilities) στις ΗΠΑ. Το δείγμα τους καλύπτει την περίοδο 1980 – 1984 και περιλαμβάνει εταιρείες του χρηματιστηρίου της Ν.Υόρκης (NYSE) και του AMEX.

Βρίσκουν αρνητική απόδοση – 0,66% την πρώτη μέρα μετά την ανακοίνωση, τους λόγους τους αναζητούν στο κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την λειτουργία αυτών των εταιρειών.

Οι Corby και Stohs (1998) εξετάζουν την πορεία της τιμής της μετοχής μετά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στην Ιρλανδία. Έχουν ένα δείγμα 95 αυξήσεων, όχι με δικαίωμα, που έγιναν την περίοδο 1987 – 1994 και βρίσκουν αρνητική απόδοση – 1,13%.

Οι Eckbo, Masulis και Norli (1999) εξέτασαν αυξήσεις την αγορά των ΗΠΑ για την περίοδο 1963 – 1995. Βρήκαν αρνητική απόδοση κατά μέσο όρο –3% στις δύο πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση. Δεν βρήκαν μη κανονικές αποδόσεις και το εξήγησαν με το επιχείρημα ότι οι εταιρείες που προχωρούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μειώνουν την μόχλευσή τους και αυξάνουν την ρευστότητά τους. Έτσι μειώνεται η έκθεσή τους στον κίνδυνο επιτοκίου και στον κίνδυνο χρεοκοπίας (default) άρα χρειάζονται λιγότερο premium ρευστότητας, είναι λιγότερο επικίνδυνες και συνεπώς οι επενδυτές απαιτούν χαμηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις.

Οι Lyandres και Lu Zhang (2005) εξετάζοντας την πορεία της τιμής της μετοχής μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για τις εταιρείες που προχώρησαν σε αύξηση στις ΗΠΑ την περίοδο 1970 – 2003 βρήκαν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις οι οποίες οφείλονται στην αρνητική σχέση επένδυσης και μελλοντικής απόδοσης της μετοχής.

Έχουν γίνει επίσης και αρκετές έρευνες που προσπαθούν να ανιχνεύσουν τόσο την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, όσο και τον αντίκτυπο της πραγματοποίησης αύξησης στην πορεία της τιμής της μετοχής σε μακροχρόνιο επίπεδο.

Οι Spiess και Affleck-Graves (1994) εξετάζουν, μέσα από ένα δείγμα 1247 εταιρειών για την περίοδο 1975 – 1989 στις ΗΠΑ, την μακροχρόνια απόδοση της



μετοχής των εταιρειών που προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου χωρίς δικαίωμα προτίμησης. Βρήκαν ότι η μέση απόδοση για τον πρώτο μήνα μετά την ανακοίνωση της αύξησης είναι 2%.

Οι Brav, Geczy και Gompers (1999) ερευνούν για την ύπαρξη ανωμαλιών στην απόδοση της μετοχής. Έχουν ένα δείγμα 4526 αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου από 2772 εταιρείες για την περίοδο 1975 – 1992. Βρίσκουν σημαντική αρνητική απόδοση από -19,5% έως -30% για διάστημα όμως πέντε ετών μετά την ανακοίνωση της αύξησης.

Οι Soucik και Allen (2000) εξετάζουν την μακροχρόνια πορεία των μετοχών των εταιρειών που προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην Αυστραλία, όπου ακολουθείται ο τρόπος που εφαρμόζεται και στις ΗΠΑ. Το δείγμα τους αποτελείται από 137 αυξήσεις που έγιναν την περίοδο 1984 – 1993. Βρήκαν ότι η απόδοση των μετοχών τον τρίτο χρόνο μετά την αύξηση ήταν κατά μέσο όρο -26,07%. Συνοπτικά οι παραπάνω μελέτες καθώς και τα αποτελέσματά τους παρουσιάζονται στον πίνακα 1.

Όσον αφορά στις αυξήσεις με δικαίωμα προτίμησης η βιβλιογραφία είναι πλούσια και αναφέρεται σε πολλές χώρες. Οι Loderer και Zimmerman (1988) ερευνούν την χρηματιστηριακή αγορά της Ελβετίας για την περίοδο 1973 – 1983 και βρίσκουν θετική αντίδραση της τιμής, αν και όχι σημαντική, τις πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση της αύξησης με δικαίωμα προτίμησης.

Οι Hietala και Loyttyneimi (1992) χρησιμοποιώντας στοιχεία από το χρηματιστήριο της Φιλανδίας, όπου οι νέες εκδόσεις συνήθως γίνονται με δικαίωμα προτίμησης, βρίσκουν μια θετική αν και μη σημαντική αντίδραση της τιμής της μετοχής κατά την περίοδο 1985 - 1990.

Οι Kang και Stulz (1994) μελετώντας 28 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης, στην κεφαλαιαγορά της Ιαπωνίας για την περίοδο 1985 – 1991 βρίσκουν μία θετική απόδοση 2,2% αμέσως μετά την ανακοίνωση της εταιρείας.

Ο Tsangarakis (1996) αναλύει την αντίδραση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στην Ελλάδα. Το δείγμα καλύπτει την περίοδο 1981 – 1990 και αποτελείται από 59 νέες εκδόσεις με δικαίωμα προτίμησης. Βρίσκει 2,45% μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης.

Οι Bohren, Eckbo και Michaelsen (1997) εξετάζοντας της εταιρείες που ανακοινώνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στο χρηματιστήριο της Νορβηγίας, βρήκαν θετική και σημαντική αντίδραση της τιμής της μετοχής 2% στις ασφαλισμένες και -0,4% στις μη ασφαλισμένες αυξήσεις με δικαίωμα.

Ο Marsden (2000) εξετάζει την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων στην Ν. Ζηλανδία. Πήρε ένα δείγμα 570 αυξήσεων κατά την περίοδο 1976 – 1994 και βρήκε ότι η απόδοση της τιμής της μετοχής την δεύτερη μέρα μετά την ανακοίνωση είναι κατά μέσο όρο – 1,01%. Επίσης για την Ν. Ζηλανδία οι Balachandran και Zihl (2001) στηριζόμενοι σε ένα δείγμα που αποτελείται από 48 εταιρείες για την περίοδο 1990 – 1998 βρίσκουν για την πρώτη μέρα μετά την ανακοίνωση αρνητική απόδοση -3,2%.

Οι Gebhardt, Heiden και Daske (2001) ερευνούν την αντίδραση της τιμής στην ανακοίνωση της εταιρείας για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα στην Γερμανία. Το δείγμα τους αποτελείται από 277 αυξήσεις και καλύπτουν την περίοδο 1981 – 1990. Βρίσκουν μια μη κανονική απόδοση 0,60% σε ένα διάστημα τεσσάρων ημερών γύρω από την ανακοίνωση.

Οι Kabir και Roosenboom (2002) χρησιμοποιώντας στοιχεία για αυξήσεις με δικαίωμα στην Ολλανδία βρίσκουν μια στατιστικά σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής. Το δείγμα τους καλύπτει την περίοδο 1984 – 1995 περιλαμβάνει 67

αυξήσεις και η πτώση της τιμής της μετοχής είναι  $-2,8\%$  την δεύτερη μέρα μετά την ανακοίνωση της αύξησης.

Ο Adaoglu (2005) βρήκε ότι στην Τουρκία, όπου οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου γίνονται με δικαίωμα προτίμησης, παρατηρείται σημαντική αρνητική μη κανονική απόδοση. Το δείγμα καλύπτει την περίοδο 1994 – 1999 και αφορά 40 εταιρείες που προχώρησαν σε αυξήσεις μόνο με έκδοση νέων μετοχών. Επιπλέον σε ένα δείγμα 254 εταιρειών που προχώρησαν σε αυξήσεις με έκδοση νέων μετοχών και με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών δεν βρήκαν στατιστικά σημαντική επίδραση.

Επιπλέον αρκετοί ερευνητές προσπάθησαν να βρουν την μακροχρόνια πορεία της μετοχής μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων. Οι Dubois και Jeanneret (2000) εξετάζουν την μακροχρόνια επίδοση της μετοχής των εταιρειών που προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα στην Ελβετία. Το δείγμα τους αποτελείται από 104 εταιρείες που προχώρησαν σε 249 αυξήσεις κατά την περίοδο 1982 – 1997. Δεν βρήκαν καμία σημαντική μη κανονική απόδοση των μετοχών για μια περίοδο 3 έως 5 ετών μετά την αύξηση. Συνοπτικά οι παραπάνω μελέτες καθώς και τα αποτελέσματά τους παρουσιάζονται στον πίνακα 2.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Η επίδραση της ΑΜΚ χωρίς δικαίωμα προτίμησης στην τιμή της μετοχής.

Συγγραφέας	Περίοδος	Χώρα	Είδος	Απόδοση
Scholes (1972)	1926 - 1966	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-
Kraus, Stoll (1972)	1960 - 1971	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	καμία
White, Lusztig (1980)	1962 - 1972	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-4%
Hess, Frost (1982)	1975 - 1977	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	καμία
Dierkens (1991)	1980 - 1983	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-
Fields, Mais (1994)	1980 - 1986	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-
Filbeck and co (1997)	1980 - 1984	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-0,66%
Corby, Stohs (1998)	1987 - 1994	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	χωρίς δικαίωμα	-1,13%
Eckbo and co (1999)	1963 - 1995	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-3%
Lyandres, Zhang (2005)	1970 - 2003	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-
Spiess, Graves (1994)	1975 - 1989	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	2%
Brav and co (1999)	1975 - 1992	ΗΠΑ	χωρίς δικαίωμα	-19,5%
Soucik, Allen	1984 - 1993	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Χωρίς δικαίωμα	-26,07%

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Η επίδραση της ΑΜΚ με δικαίωμα προτίμησης στην τιμή της μετοχής.

Συγγραφέας	Περίοδος	Χώρα	Είδος	Απόδοση
Loderer, Zimmer. (1988)	1973 - 1983	ΕΛΒΕΤΙΑ	με δικαίωμα	+
Hietala, Loytyn. (1992)	1985 - 1990	ΦΙΛΑΝΔΙΑ	με δικαίωμα	+
Kang, Stulz (1994)	1985 - 1991	ΙΑΠΩΝΙΑ	με δικαίωμα	2,2%
Tsangarakis (1996)	1981 - 1990	ΕΛΛΑΔΑ	με δικαίωμα	2,45%
Bohren and co (1997)	1985 - 1990	ΝΟΡΒΗΓΙΑ	με δικαίωμα	2%
Marsden (2000)	1976 - 1994	Ν.ΖΗΛΑΝΔΙΑ	με δικαίωμα	-1,01%
Balachandr., Zihl (2001)	1990 - 1998	Ν.ΖΗΛΑΝΔΙΑ	με δικαίωμα	-3,2%
Gebhardt, Heiden (2001)	1981 - 1990	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	με δικαίωμα	0,60%
Kabir, Roosenb. (2002)	1984 - 1995	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	με δικαίωμα	-2,8%
Dubois, Jeanner. (2000)	1982 - 1997	ΕΛΒΕΤΙΑ	με δικαίωμα	καμία
Adaoglu (2005)	1994 - 1999	ΤΟΥΡΚΙΑ	με δικαίωμα	-7,1%

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το θεσμικό πλαίσιο της αγοράς χρήματος και κεφαλαίων στην Ελλάδα έχει υποστεί διαδοχικές μεταβολές τα τελευταία χρόνια και ακόμα και σήμερα γίνονται προσπάθειες για τον εκσυγχρονισμό του. Επίσης τα χαρακτηριστικά και οι ιδιομορφίες της Ελληνικής αγοράς που της έδιναν ένα ιδιαίτερο χρώμα τείνουν σταδιακά να εξαφανίζονται.

Την περίοδο 1981 – 1990 τα κύρια γνωρίσματα της αγοράς ήταν:

#### A. Απουσία δευτερογενούς αγοράς δικαιωμάτων

Στην Ελλάδα δεν υπήρχε ακόμη ενεργής και οργανωμένη δευτερογενή αγορά δικαιωμάτων κυρίως για πρακτικούς λόγους (έλλειψη θεσμικού πλαισίου λειτουργίας κτλ.). Έτσι οι αυξήσεις με δικαίωμα δεν μπορούν να οδηγήσουν στην μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας των μετόχων στην εταιρεία. Από την άλλη πλευρά μια ενεργής αγορά δικαιωμάτων, όπως των ΗΠΑ, μειώνει το ποσοστό ιδιοκτησίας εκείνων των μετόχων που επιλέγουν να μην ασκήσουν το δικαίωμα τους και δεν συμμετέχουν στην αύξηση, αλλά πουλούν τα δικαιώματα τους στην αγορά. Ως συνέπεια των παραπάνω, η απουσία ενεργούς και οργανωμένης αγοράς δικαιωμάτων συνεπάγεται ότι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα επηρεάζεται όσο δυνατόν λιγότερο από την ασύμμετρη πληροφόρηση (information effect).

#### B. Ιδιοκτησιακό Καθεστώς

Στην πλειοψηφία τους οι επιχειρήσεις μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανήκαν στο κράτος ή ελέγχονταν από μία και μόνο οικογένεια. Αυτό συνεπάγεται ότι

οι μέτοχοι αυτών των εταιρειών θα πρέπει να διαθέσουν μεγάλα ποσά προκειμένου να διατηρήσουν το ποσοστό ιδιοκτησίας τους σε μία αύξηση με δικαίωμα. Συνεπώς θα δεχτούν να προχωρήσει η επιχείρηση σε μία τέτοια αύξηση μόνο αν έχει εξαιρετικές προοπτικές. Άρα κάθε ανακοίνωση αύξησης με δικαίωμα μεταδίδει καλά νέα για την εταιρεία.

#### Γ. Μέγεθος αγοράς εταιρικών ομολόγων

Μέχρι το 1987 κανένα εταιρικό ομόλογο δεν διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Παρά το μέγεθος της αγοράς ομολόγων ο δανεισμός των εταιρειών ήταν υψηλός. Ο λόγος του χρέους προς το ενεργητικό προσέγγιζε το 70% με το περισσότερο να αποτελεί βραχυχρόνια και μεσοπρόθεσμη τραπεζική πίστωση. Έτσι η μόνη πηγή μακροχρόνιας χρηματοδότησης ήταν η κεφαλαιαγορά, δηλαδή για τις εταιρείες που ήταν ειδη εισηγμένες η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Άρα οι νέες εκδόσεις αποτελούσαν μια καλή ευκαιρία για την αγορά να επανεκτιμήσει τις μακροχρόνιες προοπτικές της εταιρείας.

#### Δ. Υποχρεώσεις ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού

Την περίοδο 1981 – 1990 οι εταιρείες του ΧΑΑ ήταν υποχρεωμένες να δημοσιεύουν τους ετήσιους ισολογισμούς τους και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μέσα σε έξι μήνες από την καταληκτική ημερομηνία των παραπάνω καταστάσεων. Επίσης ήταν υποχρεωμένες να δημοσιεύουν και τις ενδιάμεσες καταστάσεις μέσα σε τέσσερις μήνες από την καταληκτική ημερομηνία. Όμως λόγω των ασήμαντων ποινών πολύ λίγες εταιρείες συμμορφώνονταν. Επιπλέον οι

Ελληνικές εταιρείες μέχρι το 1989 δεν ήταν δεσμευμένες από κοινούς λογιστικούς κανόνες όσον αφορά τις λογιστικές τους καταστάσεις.

Οι βασικές προϋποθέσεις για την είσοδο μιας εταιρείας στην αγορά τέθηκαν το 1985 μαζί με την καθιέρωση του προσπέκου, το οποίο είναι διαθέσιμο στους ενδιαφερόμενους επενδυτές στην αρχή της περιόδου της εισαγωγής. Αν και τα στοιχεία που θα πρέπει να περιέχονται σ' αυτό δεν ορίστηκαν μέχρι το 1992, οι εταιρείες συνήθως δημοσίευαν πληροφορίες για την λειτουργία τους, την ταυτότητα των κύριων μετόχων τους και όλες τις κεφαλαιακές μεταβολές από την ίδρυσή τους. Επιπλέον δημοσιεύουν κάποιες πληροφορίες σχετικά με τη νέα έκδοση όπως ο αριθμός των νέων μετοχών, την τιμή της νέας μετοχής, τα συνολικά κεφάλαια που θα αντληθούν κτλ.

Η Ελληνική κεφαλαιαγορά άλλαξε σημαντικά την επόμενη δεκαετία. Κυρίως τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει σημαντικές μεταβολές, οι οποίες έχουν επιφέρει αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας και στα χαρακτηριστικά της αγοράς.

#### A. Υποχρεώσεις ενημέρωσης επενδυτικού κοινού

Εκτός από τις προϋποθέσεις εισαγωγής σημαντική παράμετρος της λειτουργίας της αγοράς αποτελούν και οι υποχρεώσεις ενημέρωσης των επενδυτών και των μετόχων από τις εισηγμένες εταιρείες.

Οι υποχρεώσεις ενημέρωσης διακρίνονται σε:

- α) υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης
- β) υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης και
- γ) υποχρεώσεις ενημέρωσης ειδικών κατηγοριών

Οι υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης είναι οι ακόλουθες:

1. Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να αποστέλλει στο Χ.Α.Α. ανά τρίμηνο τις λογιστικές καταστάσεις, συνοδευόμενες από τα πιστοποιητικά ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή. Στις καταστάσεις ενσωματώνονται πρόσθετες πληροφορίες για την χρήση αντληθέντων κεφαλαίων από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, όταν μέρος της αύξησης ή όλο το ποσό προέρχεται από τους παλαιούς μετόχους. Από την υποχρέωση αυτή εξαιρούνται οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

2. Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να αποστέλλει στο Χ.Α.Α. ανά τρίμηνο καταστάσεις ταμιακών ροών σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση.

3. Κατ'έτος η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να αποστέλλει, το αργότερο την προηγούμενη της δημοσίευσης, τον ισολογισμό της, τον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, το προσάρτημα, το σχετικό πιστοποιητικό ελέγχου, την έκθεση διαχείρισης του Δ.Σ. της σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση, καθώς και τις σχετικές εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών. Η αποστολή των ανωτέρω εγγράφων στο Χ.Α.Α. πραγματοποιείται ταυτόχρονα.

4. Επίσης το αργότερο δέκα εργάσιμες ημέρες πριν από την τακτική γενική συνέλευση, όσον αφορά εταιρείες της Κύριας και της Παράλληλης Αγοράς πρέπει να αποστέλλονται το Ετήσιο Δελτίο και η Έκθεση Συναλλαγών με Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις, που συντάσσει το Διοικητικό Συμβούλιο. Όσον αφορά εταιρείες της ΝΕΧΑ τα παραπάνω πρέπει να αποστέλλονται εντός δύο μηνών από την λήξη της περιόδου στην οποία αναφέρονται.

5. Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη το αργότερο την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε Φεβρουαρίου να αποστέλλει το Πρόγραμμα Σκοπούμενων Εταιρικών Πράξεων. Στο πρόγραμμα αυτό η εταιρεία προσδιορίζει μη δεσμευτικά το χρονικό διάστημα εντός του οποίου σκοπείται η πραγματοποίηση της τακτικής γενικής συνέλευσης και το χρόνο καταβολής του μερίσματος.



Σε περίπτωση που η εταιρεία αποτύχει να συμμορφωθεί με τις ανωτέρω προθεσμίες, οι μετοχές της εντάσσονται, την επομένη της διαπίστωσης της παράβασης, από τις αρχές του Χ.Α.Α. στο μοντέλο δημοπρασιών.

Οι υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης περιλαμβάνουν :

1. Η εταιρεία υποχρεούται να ενημερώνει για τις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης. Το αργότερο την επόμενη εργάσιμη μετά την ολοκλήρωση των εργασιών της τακτικής ή της έκτακτης γενικής συνέλευσης η εταιρεία πρέπει με ανακοίνωσή της να ενημερώσει το Χ.Α.Α. για τα θέματα που συζητήθηκαν, τις αποφάσεις που ελήφθησαν και την σχετική απαρτία και πλειοψηφία για κάθε μία από τις αποφάσεις αυτές καθώς και το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των αποφάσεων.

2. Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να προβαίνει σε ανακοινώσεις εταιρικών πράξεων προς το Χ.Α.Α.

3. Η εταιρεία ανακοινώνει στο Χ.Α.Α. κάθε ενημέρωση που λαμβάνει ως προς απόκτηση ή μεταβίβαση συμμετοχής σ' αυτή.

4. Σε περίπτωση σημαντικής αλλαγής ως προς την χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων, όταν δηλαδή κεφάλαια αξίας άνω του 25% του συνόλου των αντληθέντων, διοχετεύονται σε χρήσεις άλλες από τις αναφερόμενες στο ενημερωτικό δελτίο, η εταιρεία οφείλει να εκδώσει ειδικό πληροφοριακό σημείωμα στο οποίο θα περιγράφεται λεπτομερώς η μεταβολή του επενδυτικού προγράμματος. Επίσης πρέπει να περιλαμβάνονται αναλυτικά και οι προσδοκώμενες συνέπειες, τόσο από τις νέες τοποθετήσεις, όσο και από εκείνες που δεν υλοποιούνται. Εάν η διαφοροποίηση της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων αφορά εξαγορά ή συμμετοχή σε άλλες εταιρείες, τότε είναι υποχρεωμένη η εταιρεία ανεξάρτητα από το μέγεθος της διαφοροποίησης να αποστείλει στο Χ.Α.Α. πληροφοριακό σημείωμα. Με αυτό πρέπει να παρουσιάζει την εξαγοραζόμενη εταιρεία με ιδιαίτερη έμφαση στην κύρια δραστηριότητά της, τις προοπτικές της και τις επιπτώσεις που θα έχει η

εξαγορά στην οικονομική θέση της εισηγμένης εταιρείας. Επίσης πρέπει να αναφέρει το τμήμα της εξαγοράς, τα κριτήρια βάση των οποίων αυτό καθορίστηκε και τέλος την μετοχική σύνθεση και την διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας πριν και μετά την εξαγορά.

Εκτός των παραπάνω περιπτώσεων η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να παρέχει στο Χ.Α.Α. κάθε πληροφορία, που αυτό της ζητεί ως προς θέματα που συνδέονται με την προστασία του επενδυτικού κοινού και την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Ύστερα από αίτημα του Χ.Α.Α. η εταιρεία αποστέλλει κάθε πληροφορία εντός της 2<sup>ης</sup> εργάσιμης ημέρας από την υποβολή του αιτήματος. Επιπλέον εφόσον υφίσταται ανάγκη προστασίας του επενδυτικού κοινού και ομαλής λειτουργίας της αγοράς, το Χ.Α.Α. μπορεί να απαιτήσει την δημοσίευση συγκεκριμένων πληροφοριών με την μορφή που αυτό κρίνει κατάλληλη.

Ειδικότερα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφασή της 5/204/14-11-2000 καθορίζει ότι η κάθε εταιρεία είναι υποχρεωμένη να διασφαλίζει :

α) Την έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών ή γεγονότων που επέρχονται στην σφαίρα της δραστηριότητάς της, δεν είναι προσιτά στο κοινό και τα οποία δύναται, λόγω των επιπτώσεών τους στην περιουσιακή ή οικονομική της κατάσταση ή στην γενική πορεία των υποθέσεών της, να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της.

β) Την διατήρηση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των παραπάνω πληροφοριών πριν την δημοσιοποίησή τους.

γ) Την αποφυγή χρησιμοποίησης μεθόδων ή πρακτικών δημοσιότητας που στρέφονται κατά της αξιοπιστίας και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.

δ) Την οργάνωση, τις δομές και τους μηχανισμούς εσωτερικής λειτουργίας που είναι απαραίτητοι για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων της αλλά και γενικότερα του επενδυτικού κοινού.

Οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να προβαίνουν σε σχετικές ανακοινώσεις προς το Χ.Α.Α. Επιπλέον κάθε εταιρεία είναι υποχρεωμένη να γνωστοποιεί στο κοινό κάθε γεγονός το οποίο αναμένεται να επηρεάσει την αγορά των μετοχών της. Θα πρέπει να ανακοινώνει δηλαδή κάθε απόφαση που αφορά σε αλλαγή της επιχειρηματικής της δράσης, σύναψη συμμαχιών ή συνεργασιών, συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης ή διάσπασης, αλλαγής στη σύνθεση του ΔΣ, αλλαγής ουσιαδών στοιχείων που περιέχονται στο πλέον πρόσφατο ενημερωτικό δελτίο κτλ.

Επίσης κάθε εταιρεία υποχρεούται να εκδίδει και να καθιστά προσιτό στο ευρύ επενδυτικό κοινό Ετήσιο Δελτίο, στο οποίο πρέπει να περιέχονται οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, οι εκθέσεις διαχείρισης του ΔΣ, οι περιοδικές οικονομικές καταστάσεις 1<sup>ου</sup>, 2<sup>ου</sup>, 3<sup>ου</sup> και 4<sup>ου</sup> τριμήνου, οι καταστάσεις ταμιακών ροών κτλ.

Εκτός από τις παραπάνω και πριν από όλα ο νόμος ορίζει τις ελάχιστες υποχρεώσεις της εταιρείας με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η εταιρεία πρέπει:

- να εξασφαλίζει ίση μεταχείριση των μετόχων που ευρίσκονται υπό τις ίδιες συνθήκες.
- να παρέχει όλες τις αναγκαίες διευκολύνσεις και πληροφορίες για να καταστήσει δυνατή στους μετόχους την άσκηση των δικαιωμάτων τους.
- να πληροφορεί τους μετόχους για την σύγκλιση γενικών συνελεύσεων και να καθιστά δυνατή την άσκηση του δικαιώματος ψήφου.
- να ορίζει ένα πιστωτικό ίδρυμα ή το κεντρικό αποθετήριο τίτλων ως εντολοδόχο, μέσω του οποίου οι μέτοχοι μπορούν να ασκήσουν τα οικονομικής φύσεως δικαιώματά τους.

## B. Αγορά εταιρικών ομολόγων

Μία σημαντική συνιστώσα της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς αποτελεί και η αγορά των εταιρικών ομολόγων. Μέχρι το 1987 δεν διαπραγματεύονταν εταιρικά ομόλογα στο Χ.Α.Α.. Τα πρώτα εταιρικά ομόλογα εμφανίστηκαν το 1988 χωρίς ιδιαίτερη επιτυχία, δεν είχαν δηλαδή σημαντική διαπραγμάτευση. Τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν από αυτή την μέθοδο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων την περίοδο 1988 – 1990 αποτελούσαν μόνο το 0,02% το 1988 ή το 0,27% το 1990 της χρηματιστηριακής αξίας όλων των αξιόγραφων που διαπραγματεύονταν στο Χ.Α.Α. την ίδια περίοδο.

Προκειμένου μια εταιρεία να εισάγει ομολογίες προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. πρέπει να πληρούνται κάποιες ελάχιστες προϋποθέσεις:

α) Η νομική κατάσταση της εταιρείας, της οποίας οι ομολογίες αποτελούν αντικείμενο αίτησης εισαγωγής, πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται.

β) Η νομική κατάσταση των ομολογιών πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.

γ) Οι ομολογίες πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

δ) Σε περίπτωση έκδοσης ομολογιών με δημόσια εγγραφή η εισαγωγή τους πραγματοποιείται μετά την λήξη της περιόδου κατά την διάρκεια της οποίας είναι δυνατή η υποβολή αίτησης εγγραφής.

ε) Η αίτηση εισαγωγής στο χρηματιστήριο πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες της ίδιας εκδόσεως.

στ) Το ελάχιστο ύψος ομολογιακού δανείου ορίζεται στο ποσό των διακοσίων χιλιάδων (200.000) ευρώ.

ζ) Οι μετατρέψιμες ομολογίες, οι ανταλλάξιμες ομολογίες και οι ομολογίες με παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών δύναται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, μόνο αν οι κινητές αξίες, στις οποίες αναφέρονται,

έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε αυτό το χρηματιστήριο ή σε άλλη οργανωμένη αγορά.

η) Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας εταιρείας πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον σε ένα εκατομμύριο πεντακόσιες χιλιάδες (1.500.000) ΕΥΡΩ, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής.

Εκτός από τις παραπάνω προϋποθέσεις ο νόμος ορίζει και τις ελάχιστες υποχρεώσεις, που έχει μία εταιρεία με ομολογίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η εταιρεία πρέπει:

- να εξασφαλίζει ίση μεταχείριση των ομολογιούχων του ίδιου δανείου ως προς όλα τα δικαιώματα που συνδέονται με αυτές τις ομολογίες.
- να παρέχει όλες τις αναγκαίες διευκολύνσεις και πληροφορίες, για να καταστήσει δυνατή στους ομολογιούχους την άσκηση των δικαιωμάτων τους.
- να δημοσιεύει ανακοινώσεις σχετικά με σύγκληση συνελεύσεων των ομολογιούχων, πληρωμή τόκων και την άσκηση ενδεχόμενων δικαιωμάτων μετατροπής, ανταλλαγής, εγγραφής και παραίτησης.
- να ορίζει ένα πιστωτικό ίδρυμα ή το κεντρικό αποθετήριο τίτλων ως εντολοδόχο, μέσω του οποίου οι ομολογιούχοι μπορούν να ασκήσουν τα οικονομικής φύσεως δικαιώματά τους.

Οι εταιρείες όμως έχουν και ορισμένες υποχρεώσεις που αφορούν την ενημέρωση των ομολογιούχων. Οι υποχρεώσεις διακρίνονται στις υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης, οι οποίες βαρύνουν την εταιρεία και στις υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης που βαρύνουν είτε την εταιρεία είτε των εκπρόσωπο των ομολογιούχων.

Όσον αφορά στις υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης, η εταιρεία αποστέλλει στο Χ.Α.Α. :

- τις λογιστικές καταστάσεις συνοδευόμενες από τα πιστοποιητικά ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή, ανά τρίμηνο.
- καταστάσεις ταμιακών ρών σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση, ανά τρίμηνο.
- πρόσθετα στοιχεία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης ανά τρίμηνο, σύμφωνα με το υπόδειγμα που καθορίζεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.
- το αργότερο την προηγούμενη της δημοσίευσης, τον ισολογισμό της, τον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως, τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, το προσάρτημα, το σχετικό πιστοποιητικό ελέγχου, την έκθεση διαχείρισης του Δ.Σ. της σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση, καθώς και τις σχετικές εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών.
- το αργότερο την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε Φεβρουαρίου να αποστέλλει το Πρόγραμμα Σκοπούμενων Εταιρικών Πράξεων. Στο πρόγραμμα αυτό η εταιρεία προσδιορίζει μη δεσμευτικά το χρονικό διάστημα εντός του οποίου σκοπεύει η πραγματοποίηση της τακτικής γενικής συνέλευσης.

Οι ελάχιστες υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης για ομολογίες είναι οι εξής:

α) Ενημέρωση για αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης. Η εταιρεία αποστέλλει στο Χ.Α.Α. μετά την ολοκλήρωση των εργασιών της τακτική ή έκτακτης γενικής της συνέλευσης ανακοίνωση με τα θέματα που συζητήθηκαν, τις αποφάσεις που ελήφθησαν και την σχετική απαρτία και πλειοψηφία και το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των αποφάσεων.

β) Ενημέρωση για Εταιρικές πράξεις. Η εταιρεία για την τήρηση των υποχρεώσεων της προβαίνει σε ανακοινώσεις εταιρικών πράξεων με την διαδικασία που προβλέπει ο κανονισμός του χρηματιστηρίου.

γ) Ενημέρωση για σημαντικά γεγονότα. Η εταιρεία ανακοινώνει προς το Χ.Α.Α. τυχόν τροποποιήσεις των όρων του ομολογιακού δανείου, τον διορισμό ή αντικατάσταση εκπροσώπου των ομολογιούχων και την λήψη οποιασδήποτε απόφασης από την γενική συνέλευση των ομολογιούχων και

δ) Απάντηση σε ερωτήματα του Χ.Α.Α. Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να παρέχει στο Χ.Α.Α. κάθε πληροφορία, που αυτό της ζητεί ως προς θέματα που συνδέονται με την προστασία του επενδυτικού κοινού και την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Ύστερα από αίτημα του Χ.Α.Α. η εταιρεία αποστέλλει κάθε πληροφορία εντός της 2<sup>ης</sup> εργάσιμης ημέρας από την υποβολή του αιτήματος. Επιπλέον εφόσον υφίσταται ανάγκη προστασίας του επενδυτικού κοινού και ομαλής λειτουργίας της αγοράς, το Χ.Α.Α. μπορεί να απαιτήσει την δημοσίευση συγκεκριμένων πληροφοριών με την μορφή που αυτό κρίνει κατάλληλη.

### Γ. Ιδιοκτησιακή δομή

Η εικόνα όμως της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς άλλαξε σημαντικά την δεκαετία του 1990. Το κράτος μείωσε την συμμετοχή του σε πολλές εταιρείες μέσα από διαδοχικές πωλήσεις πακέτων μετοχών αλλά και την εισαγωγή κρατικών εταιρειών στο χρηματιστήριο, όπως έγινε στην ΕΤΕ, στον ΟΤΕ, στην Εμπορική τράπεζα αλλά και στον ΟΠΑΠ, την ΔΕΗ, την ΕΥΔΑΠ, τα μεγάλα λιμάνια της χώρας και σε άλλες περιπτώσεις. Έτσι αυξήθηκε σημαντικά η συμμετοχή ξένων και εγχώριων επενδυτών στο ΧΑΑ. Παράλληλα ξένοι και Έλληνες θεσμικοί επενδυτές απέκτησαν σημαντικά μερίδια σε μεγάλες Ελληνικές επιχειρήσεις όπως στην ΔΕΛΤΑ, στην ΙΝΤΡΑΚΟΜ, σε

όλες τις Ελληνικές τράπεζες, στον ΤΙΤΑΝ κτλ. Έτσι αυξήθηκε σημαντικά η διασπορά των μετοχών στην Ελληνική χρηματαγορά σε σύγκριση με την προηγούμενη δεκαετία.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για την ανάλυση της αντίδρασης της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα αποτελούμενο από τις τιμές των μετοχών εταιρειών, οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών. Το δείγμα καλύπτει την περίοδο 1991 – 2003. Για την κατασκευή του δείγματος χρησιμοποιήθηκαν οι ανακοινώσεις των εισηγμένων στον ημερήσιο οικονομικό τύπο, οι οποίες προσκαλούσαν τους μετόχους τους σε γενική συνέλευση με θέμα (όχι πάντα αποκλειστικό) την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Οι εισηγμένες όταν πρόκειται να προβούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου καλούν τους μετόχους τους σε γενική συνέλευση με θέμα (μοναδικό ή μεταξύ άλλων) την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η πρόσκληση γίνεται με ανακοίνωση – πρόσκληση που δημοσιεύεται στις εφημερίδες. Την σύγκληση της Γενικής Συνέλευσης την αποφασίζει το Διοικητικό Συμβούλιο. Η ημερομηνία που χρησιμοποιήθηκε ως ημερομηνία της αύξησης είναι η ημερομηνία που δημοσιεύθηκε στις εφημερίδες η πρόσκληση του Διοικητικού Συμβουλίου προς τους μετόχους για να παρευρεθούν σε Γενική Συνέλευση. Όλες οι ανακοινώσεις βρέθηκαν από επιτόπια έρευνα στα αρχεία των οικονομικών εφημερίδων και από το προσωπικό αρχείο του κ. Τσαγκαράκη. Επιλέχθηκε ως ημερομηνία αναφοράς η ημερομηνία που δημοσιεύεται η πρόσκληση σε Γενικής Συνέλευσης για να περιοριστεί όσο είναι δυνατόν η επίδραση της ασυμμετρίας πληροφοριών (information effect).

Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες συνήθως προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων και έκδοση κοινών ή πιο σπάνια προνομιούχων μετοχών και για τις δύο μορφές οι μετοχές μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες. Σύμφωνα με τον νόμο οι τράπεζες, οι ασφάλειες, οι εταιρείες leasing, οι ναυτιλιακές και οι εταιρείες μέσων μαζικής ενημέρωσης είναι

υποχρεωμένες να έχουν ονομαστικές μετοχές, οι υπόλοιπες εταιρείες μπορούν να επιλέξουν όποια μορφή θέλουν.

Χρησιμοποιήθηκαν μόνο οι εταιρείες που προέβησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων και έκδοση νέων κοινών μετοχών ονομαστικών ή ανώνυμων. Το δείγμα αποτελείται από τις εταιρείες που έκαναν μόνο αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και όχι ταυτόχρονα split, διάθεση δωρεάν μετοχών, έκδοση ομολογιακού δανείου κτλ.. Έτσι είναι δυνατή η εξέταση των επιδράσεων μόνο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στις τιμές των μετοχών. Σε διαφορετική περίπτωση θα ήταν δύσκολο να απομονωθεί η επίδραση της αύξησης από την επίδραση των άλλων γεγονότων.

Κατά την περίοδο του δείγματος έγιναν 1.376 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Οι 463 από αυτές περιελάμβαναν, μεταξύ άλλων ή αποκλειστικά την έκδοση νέων μετοχών εκ των οποίων οι 404 την έκδοση κοινών μετοχών, οι 5 την έκδοση προνομιούχων και οι 54 την έκδοση και κοινών και προνομιούχων μετοχών. Οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών του δείγματος βρέθηκαν στο εργαστήριο του Πανεπιστημίου Πειραιώς από την DATASTREAM.

Για κάθε νέα έκδοση συγκεντρώθηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις για 251 ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Θεωρώντας την ημερομηνία ανακοίνωσης ως ημέρα  $t=0$ , από το  $t=-200$  έως το  $t=+50$ . Για να αντιμετωπιστούν προβλήματα που μπορεί να εμφανιστούν λόγω μη τακτικής διαπραγμάτευσης των μετοχών το τελικό δείγμα περιέχει μόνο τις μετοχές για τις οποίες έχουμε τουλάχιστον 30 ημερήσιες αποδόσεις. Επίσης για την αποφυγή της περίπτωση να μία ημερήσια απόδοση να περιλαμβάνει απόδοση δύο ή περισσότερων ημερών η απόδοση μετά από μέρα που δεν έχουμε απόδοση παραλείπεται. Επίσης συγκεντρώθηκαν και οι ημερήσιες αποδόσεις του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Για να εξετάσουμε την επίδραση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στην τιμή της μετοχής χρησιμοποιούμε την μεθοδολογία που περιγράφεται και προκρίνεται ως η καλύτερη στη μελέτη των Brown and Warner (1980, 1985). Οι δυο τους απέδειξαν ότι η μέθοδος του market adjusted model αν και σχετικά απλή δίνει ισάξια ή και καλύτερα αποτελέσματα από άλλες πιο σύνθετες μεθόδους.

Έτσι για κάθε μετοχή  $i$  η μη αναμενόμενη απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

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

Όπου " $R_{it}$ " είναι η απόδοση της μετοχής  $i$  την περίοδο  $t$  και " $R_{mt}$ " είναι η απόδοση του Γενικού δείκτη του ΧΑΑ. Για τον υπολογισμό της απόδοσης χρησιμοποιήθηκε ο απλός τύπος  $(P_2 - P_1)/P_1$ . Η απλοποίηση αυτή δεν επηρεάζει τα αποτελέσματα μιας και αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι ο παραπάνω τύπος δίνει σχεδόν ίδια αποτελέσματα με πιο σύνθετους τρόπους υπολογισμού της απόδοσης.

Στην συνέχεια για κάθε μετοχή βρήκαμε τον μέσο όρο των αποδόσεων αλλά και την τυπική απόκλιση αυτών. Ενώ για να υπολογίσουμε την  $t$  στατιστική χρησιμοποιήσαμε τον τύπο  $t = AR/\sigma \cdot AR$ .

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Την περίοδο 1991 – 2003 στο ΧΑΑ έγιναν 1.376 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Το σύνολο αυτό αποτέλεσε το αρχικό δείγμα. Τα στοιχεία για όλες τις αυξήσεις συγκεντρώθηκαν από το ετήσιο ενημερωτικό δελτίο που εκδίδει το Χρηματιστήριο Αθηνών, όπου και καταγράφονται αναλυτικά όλα τα στοιχεία που αφορούν κάθε αύξηση ξεχωριστά (είδος αύξησης, ημερομηνία, αντληθέντα κεφάλαια κτλ.). Στον πίνακα 3 φαίνεται πως κατανέμονται οι αυξήσεις ανά έτος για κάθε περίοδο και αποτυπώνεται και καθαρά και η σημαντική άνθηση που γνώρισε η χρηματαγορά από το 1998 έως το 2002. Σε περίπτωση που κάποια εταιρεία έκανε ταυτόχρονα αύξηση με δύο ή περισσότερους τρόπους, τότε μετρήθηκε σαν μία για την συμπλήρωση του πίνακα.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

#### ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ανά έτος

Περίοδος 1991 – 2003

ΕΤΟΣ	ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
1991	27
1992	34
1993	56
1994	77
1995	55
1996	34
1997	109
1998	168
1999	247
2000	156
2001	187
2002	215
2003	11
ΣΥΝΟΛΟ	1.376

Οι παραπάνω αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου περιλαμβάνουν όλους τους δυνατούς τρόπους με τους οποίους μπορεί μια εταιρεία να αντλήσει κεφάλαια από την χρηματαγορά. Έγιναν δηλαδή αυξήσεις που περιλαμβάνουν μόνο την έκδοση κοινών μετοχών με δικαίωμα προτίμησης – οι οποίες και μας ενδιαφέρουν – αυξήσεις με έκδοση προνομιούχων μετοχών ή αυξήσεις που περιλαμβάνουν έκδοση και τον δύο τύπων μετοχών. Επιπλέον έχουμε περιπτώσεις που μία εταιρεία προχώρησε σε μεταβολή της ονομαστικής της αξίας ή σε κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών της ή ακόμα και στην έκδοση ομολογιακού δανείου. Πολλές εταιρείες προχώρησαν σε έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες δόθηκαν δωρεάν στους εργαζομένους ή στους μετόχους εταιρείας προς συγχώνευση. Αρκετές φορές οι εταιρείες συνδύασαν τις δυο παραπάνω μορφές και με έκδοση κοινών μετοχών, σε άλλες πάλι περιπτώσεις δεν είχαμε εκδόσεις νέων μετοχών. Στον πίνακα 4 οι διακρίνονται οι αυξήσεις κάθε έτους στις ακόλουθες περιπτώσεις. Στην στήλη (γ) καταγράφονται οι αυξήσεις που έγιναν με έκδοση μόνο κοινών μετοχών και τίποτε άλλο. Στην στήλη (δ) οι αυξήσεις όπου συνδυάζονταν τα μετρητά και με άλλο τρόπο, για παράδειγμα έκδοση νέων μετοχών και αύξηση ονομαστικής αξίας ή οι περιπτώσεις που είχαμε και έκδοση προνομιούχων μετοχών. Τέλος στην στήλη (ε) οι περιπτώσεις όπου δεν υπήρχαν καθόλου μετρητά για παράδειγμα αυξήσεις με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών. Στον πίνακα φαίνονται καθαρά οι συνέπειες της φρενίτιδας της περιόδου 1999 – 2000, αλλά και οι δύσκολες μέρες που ακολούθησαν, με τις εταιρείες να δυσκολεύονται να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά και οι νέες εκδόσεις να περιορίζονται σημαντικά.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 4

### ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ με μετρητά ή χωρίς

Περίοδος 1991 – 2003

ΕΤΟΣ	ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΜΕΤΡΗΤΑ (κοινές)	ΜΕΤΡΗΤΑ & ΑΛΛΗ	ΧΩΡΙΣ ΜΕΤΡΗΤΑ
(α)	(β)	(γ)	(δ)	(ε)
1991	27	10	9	8
1992	34	9	7	18
1993	56	9	15	32
1994	77	23	22	32
1995	55	11	11	33
1996	34	10	7	17
1997	109	26	19	64
1998	168	22	31	115
1999	247	77	47	123
2000	156	50	42	64
2001	187	11	3	173
2002	215	2	19	194
2003	11	11	0	0
ΣΥΝΟΛΑ	1.376	271	232	873

Στον πίνακα 5 αναλύονται περαιτέρω όλες οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Οι περιπτώσεις όπου είχαμε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με συνδυασμό μετρητών και άλλης μεθόδου αναλύονται σε περισσότερες στήλες. Επίσης διακρίνονται οι εκδόσεις κοινών από τις προνομιούχες μετοχές. Στις στήλες (α), (β) και (γ) καταγράφονται πόσες αυξήσεις έγιναν κάθε χρόνο συνολικά και πόσες από αυτές έγιναν αποκλειστικά με έκδοση νέων κοινών μετοχών με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων. Στην στήλη (δ) περιλαμβάνονται οι περιπτώσεις εκείνες, στις οποίες οι εταιρείες προχώρησαν ταυτόχρονα σε αύξηση με έκδοση νέων κοινών μετοχών και κεφαλαιοποίηση αποθεματικών. Στην στήλη (ε) έχουμε τις αυξήσεις που έγιναν με μόνο έκδοση νέων μετοχών, τώρα όμως και κοινών και προνομιούχων μετοχών. Στην στήλη (στ) αποτυπώνονται οι περιπτώσεις που έχουμε έκδοση κοινών και προνομιούχων νέων μετοχών και μαζί και κεφαλαιοποίηση αποθεματικών. Στην

στήλη (ζ) υπάρχουν όλες οι υπόλοιπες περιπτώσεις που περιέχουν έκδοση νέων μετοχών δηλαδή έκδοση νέων μετοχών και αύξηση ονομαστικής αξίας ή συγχώνευση ή έκδοση μόνο προνομιούχων μετοχών ή αυξήσεις χωρίς δικαίωμα προτίμησης για τους παλαιούς μετόχους κτλ.. Τέλος στην στήλη (η) υπάρχουν όλες οι άλλες περιπτώσεις δηλαδή αυξήσεις χωρίς έκδοση νέων μετοχών και χωρίς μετρητά. Συνοπτικά δηλαδή στις στήλες (δ), (ε), (στ) και (ζ) του πίνακα 5 αναλύεται η στήλη (δ) του πίνακα 4.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

### ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ανά κατηγορία

Περίοδος 1991 - 2003

ΕΤΟΣ	ΑΜΚ	ΜΕΤΡΗΤΑ (κοινές)	ΜΕΤΡΗΤΑ (κοινές) & ΚΕΦ/ΣΗ	ΜΕΤΡΗΤΑ (ΚΟ & ΠΡ)	ΜΕΤΡΗΤΑ (ΚΟ & ΠΡ) & ΚΕΦ/ΣΗ	ΜΕΤΡΗΤΑ & ΑΛΛΗ	ΧΩΡΙΣ ΜΕΤΡΗΤΑ
(α)	(β)	(γ)	(δ)	(ε)	(στ)	(ζ)	(η)
1991	27	10	3	6	0	0	8
1992	34	9	3	0	0	4	18
1993	56	9	1	8	1	5	32
1994	77	23	4	4	7	7	32
1995	55	11	5	3	2	1	33
1996	34	10	3	1	0	3	17
1997	109	26	2	3	0	14	64
1998	168	22	14	5	5	7	115
1999	247	77	29	5	5	8	123
2000	156	50	24	2	1	15	64
2001	187	11	1	0	0	2	173
2002	215	2	0	1	0	18	194
2003	11	11	0	0	0	0	0
<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>	<b>1.376</b>	<b>271</b>	<b>89</b>	<b>38</b>	<b>21</b>	<b>84</b>	<b>873</b>

Στην μελέτη χρησιμοποιήθηκαν μόνον οι αυξήσεις που έγιναν αποκλειστικά με την έκδοση νέων κοινών μετοχών με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων. Αυτό είναι απαραίτητο γιατί σε περίπτωση που είχαμε έκδοση κοινών μετοχών με δικαίωμα προτίμησης και παράλληλα κάποια άλλη μορφή, για παράδειγμα αύξηση της ονομαστικής αξίας, θα ήταν δύσκολο να απομονώσουμε την επίδραση κάθε γεγονότος στην τιμή της μετοχής. Πάντως και οι περιπτώσεις που έχουμε έκδοση νέων μετοχών και κεφαλαιοποίηση αποθεματικών θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν μιας και έρευνες έχουν δείξει ότι η ανακοίνωση κεφαλαιοποίησης αποθεματικών δεν έχει επίδραση στην τιμή της μετοχής. Συνεπώς όποια μεταβολή της τιμής της μετοχής κατά την ανακοίνωση θα οφείλεται αποκλειστικά στην έκδοση νέων μετοχών. Επίσης η έρευνα περιορίστηκε στις αυξήσεις με δικαίωμα προτίμησης



των παλαιών μετόχων και δεν εξετάστηκαν οι περιπτώσεις εισαγωγής μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α. ή οι αυξήσεις χωρίς δικαίωμα ή οι ιδιωτικές τοποθετήσεις προκειμένου να μειωθεί η επίδραση του information effect.

Στην Ελλάδα οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες προχωρούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ύστερα από απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Η γενική συνέλευση συγκαλείται ύστερα από πρωτοβουλία του διοικητικού συμβουλίου, το οποίο έχει προτείνει και τα θέματα προς συζήτηση. Συνήθως η διαδικασία που ακολουθείται είναι η ακόλουθη, το διοικητικό συμβούλιο ύστερα από συνεδρίαση του αποφασίζει να εισηγηθεί στην γενική συνέλευση τη λήψη απόφασης σχετικά με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το διοικητικό συμβούλιο αποφασίζει την ημερομηνία και τον τόπο διεξαγωγής της συνέλευσης και με καταχωρίσεις στον ημερήσιο τύπο (υποχρεωτικά σε μία οικονομική και σε μια πολιτική εφημερίδα) καλεί τους μετόχους σε γενική συνέλευση. Η ημερομηνία που αποφασίζει το διοικητικό συμβούλιο την σύγκληση της Γενικής Συνελεύσεως των μετόχων είναι η ημερομηνία που χρησιμοποιήθηκε ως ημερομηνία βάσης, δηλαδή γύρω από αυτή συγκεντρώθηκαν οι τιμές των μετοχών για 250 ημέρες. Οι ημερομηνίες συγκεντρώθηκαν ύστερα από επιτόπια έρευνα στα αρχεία των οικονομικών εφημερίδων "Ημερησία" και "Ναυτεμπορική" και με την βοήθεια του προσωπικού αρχείου του κ. Τσαγκαράκη.

Οι δημοσιευμένες προσκλήσεις των εταιρειών που συγκεντρώθηκαν τελικά και κατ'επέκταση οι ημερομηνίες που χρειάζονται παρατίθενται στον πίνακα 6. Ο αριθμός των αυξήσεων για τις οποίες ξέρουμε πότε έγινε η πρόσκληση σε Γενική Συνέλευση καταγράφεται στις πράσινες στήλες του πίνακα δίπλα από την αντίστοιχη στήλη που καταγράφεται το είδος της αύξησης και ο αριθμός των εταιρειών που προχώρησαν σε αυτή την μορφή. Επιπλέον στην στήλη (ζ) φαίνονται και οι περιπτώσεις κατά τις οποίες το ΔΣ δημοσίευσε την πρόσκληση στους μετόχους για

ΓΣ με θέμα την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά και την έκδοση νέων κοινών μετοχών μόνο, με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων, αλλά τελικά δεν προχώρησε η εταιρεία σε αύξηση.

Ο αριθμός των περιπτώσεων που είχαμε αύξηση με έκδοση μόνο κοινών και είναι γνωστή και η ημερομηνία πρόσκλησης σε Γενική συνέλευση συνιστά ένα ικανοποιητικό δείγμα και έτσι η έρευνα προχώρησε μόνο με αυτές τις περιπτώσεις. Επίσης συμπεριλήφθηκαν και εκείνες οι περιπτώσεις που υπήρχαν οι παραπάνω προϋποθέσεις αλλά τελικά δεν πραγματοποιήθηκε η αύξηση. Στον πίνακα 7 φαίνεται ανά έτος πόσες αυξήσεις χρησιμοποιήθηκαν και σε ποια από τις παραπάνω κατηγορίες ανήκουν, ο πίνακας αυτός δηλαδή μας δείχνει το μέγεθος του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

### Ημερομηνίες πρόσκλησης σε ΓΣ ανά κατηγορία

ΕΤΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ (κοινές)		ΜΕΤΡΗΤΑ (κοινές) & ΚΕΦ/ΣΗ		ΜΕΤΡΗΤΑ (ΚΟ & ΠΡ)		ΜΕΤΡΗΤΑ (ΚΟ & ΠΡ) & ΚΕΦ/ΣΗ		ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΧΩΡΙΣ ΑΥΞΗΣΗ
(α)	(β1)	(β2)	(γ1)	(γ2)	(δ1)	(δ2)	(στ1)	(στ2)	(ζ)
1991	10		3		6		0		
1992	9		3		0		0		
1993	9		1		8		1		
1994	23	2	4	1	4	2	7	1	2
1995	11	6	5		3	3	2	2	2
1996	10	2	3	1	1		0		0
1997	26	10	2	2	3	3	0		2
1998	22	11	14	12	5	3	5	1	0
1999	77	19	29	5	5	1	5	1	3
2000	50	16	24	5	2	1	1		10
2001	11	2	1		0		0		
2002	2	2	0		1		0		
2003	11	4	0		0		0		
<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>	<b>271</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>17</b>

## ΠΙΝΑΚΑΣ 7

### Δείγμα

ΕΤΟΣ	ΜΕΤΡΗΤΑ (κοινές)	ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΧΩΡΙΣ ΑΥΞΗΣΗ
(α)	(β)	(ι)
1991	0	0
1992	0	0
1993	0	0
1994	2	2
1995	6	2
1996	2	0
1997	10	2
1998	11	0
1999	19	3
2000	16	10
2001	2	0
2002	2	0
2003	4	0
ΣΥΝΟΛΑ	74	17

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ο πίνακας 8 περιέχει την μέση ημερήσια μη κανονική απόδοση και την αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση για όλο το δείγμα, για την περίοδο  $t=-10$  έως  $t=+10$  γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Στην στήλη (α) αναφέρεται η ημέρα του γεγονότος σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης της αύξησης, σε όρους ημερών.

Η στήλη (β) περιλαμβάνει των αριθμό των μετοχών που έχουν κάποια απόδοση την συγκεκριμένη ημέρα και η απόδοση αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την μελέτη. Στην στήλη (γ) αναφέρεται ο αριθμός των μετοχών που είχαν θετική ή αρνητική απόδοση την συγκεκριμένη ημέρα. Στην στήλη (δ) υπολογίζεται η μέση απόδοση για κάθε ημέρα, ενώ στην στήλη (ε) υπολογίζεται η αθροιστική απόδοση για κάθε ημέρα. Τέλος στην στήλη (στ) περιέχεται η  $t$ -στατιστική για τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις. Όπως φαίνεται στον πίνακα η μέση μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης είναι  $-0,002446$  ενώ η  $t$ -στατιστική είναι  $-0,551958$  δεν είναι δηλαδή στατιστικά σημαντικό. Προκειμένου να ληφθεί υπόψιν και η πιθανότητα διαρροής της ανακοίνωσης υπολογίζεται και η αθροιστική μη κανονική απόδοση για δύο ημέρες. Αυτή η απόδοση είναι  $(CAR)(-1,0) = -0,005850$  όπως φαίνεται και στον πίνακα, δηλαδή και τώρα δεν έχουμε θετική επίδραση της ανακοίνωσης.

Με βάση αυτά τα στοιχεία πρέπει να δεχθούμε την μηδενική υπόθεση των μηδενικών μη κανονικών αποδόσεων.

Προκειμένου να αναλυθεί καλύτερα το δείγμα επαναλήφθηκε η διαδικασία που οδήγησε στην κατασκευή του πίνακα 8 αφού πρώτα το δείγμα χωρίστηκε σε δύο υποπεριόδους 1994 – 1998 και 1999 – 2003. Τα συμπεράσματα αποτυπώνονται στους δύο επόμενους πίνακες.

## Πίνακας 8

Μη κανονικές αποδόσεις από εκδόσεις με δικαίωμα στο

Χ.Α.Α.

Περίοδος 1994 - 2003

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΘΕΤΙΚΑ /ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AR	CAR	t(AR)
(α)	(β)	(γ)	(δ)	(ε)	(στ)
-10	86	41/45	0,004361	0,004361	0,984204
-9	86	43/43	0,004376	0,008737	0,987563
-8	86	48/38	0,006031	0,014768	1,361044
-7	84	37/47	-0,000999	0,013768	-0,225523
-6	87	50/37	0,008545	0,022313	1,928446
-5	85	49/36	0,009631	0,031944	2,173587
-4	86	50/36	0,010393	0,042338	2,345549
-3	87	46/41	0,006318	0,048656	1,425838
-2	86	37/49	-0,000243	0,048413	-0,054810
-1	87	42/45	-0,003405	0,045008	-0,768396
0	87	46/41	-0,002446	0,042562	-0,551958
1	87	45/42	0,007637	0,050199	1,723559
2	87	46/41	0,000754	0,050954	0,170227
3	87	37/50	-0,000473	0,050481	-0,106698
4	86	44/42	0,000014	0,050495	0,003172
5	85	40/45	0,000014	0,050509	0,003200
6	87	32/55	-0,005478	0,045031	-1,236208
7	87	40/47	0,001631	0,046662	0,368006
8	87	46/41	0,002451	0,049113	0,553149
9	87	31/56	-0,000838	0,048275	-0,189045
10	86	49/37	0,004410	0,052685	0,995201
Αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση (CAR)					t-στατιστική
(CAR) (-1,0) = -0,005850					
(CAR) (-5,0) = 0,020249					
(CAR) (-10,0) = 0,042562					

Όπως φαίνεται στον πίνακα 9 για την περίοδο 1994 – 1998 η μέση μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης, για την περίοδο 1994 – 1998 είναι -0,000677 ενώ η t-στατιστική είναι -0,153410 δεν είναι δηλαδή στατιστικά σημαντικό. Ενώ το (CAR)(-1,0) = -0,002846. Όσον αφορά στην δεύτερη υποπερίοδο 1999 – 2003 τα αποτελέσματα αποτυπώνονται στον πίνακα 10. Η μέση μη κανονική

απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης είναι και εδώ αρνητική και συγκεκριμένα  $-0,003729$  με μια t-στατιστική  $-0,667887$  δεν είναι δηλαδή στατιστικά σημαντικό. Ενώ το  $(CAR) (-1,0) = -0,008030$ .

## Πίνακας 9

Μη κανονικές αποδόσεις από εκδόσεις με δικαίωμα στο

Χ.Α.Α.

Περίοδος 1994 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΘΕΤΙΚΑ /ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AR	CAR	t(AR)
(α)	(β)	(γ)	(δ)	(ε)	(στ)
-10	86	41/45	0,004361	0,004361	0,984204
-9	86	43/43	0,004376	0,008737	0,987563
-8	86	48/38	0,006031	0,014768	1,361044
-7	84	37/47	-0,000999	0,013768	-0,225523
-6	87	50/37	0,008545	0,022313	1,928446
-5	85	49/36	0,009631	0,031944	2,173587
-4	86	50/36	0,010393	0,042338	2,345549
-3	87	46/41	0,006318	0,048656	1,425838
-2	86	37/49	-0,000243	0,048413	-0,054810
-1	87	42/45	-0,003405	0,045008	-0,768396
0	87	46/41	-0,002446	0,042562	-0,551958
1	87	45/42	0,007637	0,050199	1,723559
2	87	46/41	0,000754	0,050954	0,170227
3	87	37/50	-0,000473	0,050481	-0,106698
4	86	44/42	0,000014	0,050495	0,003172
5	85	40/45	0,000014	0,050509	0,003200
6	87	32/55	-0,005478	0,045031	-1,236208
7	87	40/47	0,001631	0,046662	0,368006
8	87	46/41	0,002451	0,049113	0,553149
9	87	31/56	-0,000838	0,048275	-0,189045
10	86	49/37	0,004410	0,052685	0,995201
Αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση (CAR)					t-στατιστική
(CAR) (-1,0) = -0,005850					
(CAR) (-5,0) = 0,020249					
(CAR) (-10,0) = 0,042562					

## Πίνακας 10

Μη κανονικές αποδόσεις από εκδόσεις με δικαίωμα στο

Χ.Α.Α.

Περίοδος 1999 - 2003

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΘΕΤΙΚΑ /ΑΡΝΗΤΙΚΑ	AR	CAR	t(AR)
(α)	(β)	(γ)	(δ)	(ε)	(στ)
-10	50	27/23	0,007739	0,007739	1,386145
-9	50	22/28	0,001894	0,009633	0,339314
-8	50	29/21	0,005835	0,015469	1,045188
-7	48	21/27	0,000019	0,015487	0,003368
-6	50	28/22	0,010256	0,025744	1,837055
-5	48	27/21	0,011161	0,036904	1,999072
-4	49	30/19	0,015319	0,052223	2,743815
-3	50	23/27	0,005418	0,057641	0,970461
-2	48	19/29	-0,000964	0,056677	-0,172636
-1	50	23/27	-0,004301	0,052376	-0,770445
0	50	23/27	-0,003729	0,048647	-0,667887
1	50	27/23	0,007178	0,055826	1,285760
2	50	29/21	0,001345	0,057171	0,240951
3	50	20/30	0,000213	0,057384	0,038165
4	49	28/21	0,000848	0,058232	0,151850
5	48	20/28	0,001711	0,059942	0,306377
6	50	17/33	-0,006303	0,053639	-1,129048
7	50	20/30	-0,001167	0,052472	-0,208944
8	50	23/27	0,000443	0,052915	0,079330
9	50	17/33	0,001485	0,054400	0,265965
10	49	29/20	0,009682	0,064082	1,734175
Αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση (CAR)					t-στατιστική
(CAR) (-1,0) = - 0,008030					
(CAR) (-5,0) = 0,022904					
(CAR) (-10,0) = 0,048647					

Το ενδιαφέρον στοιχείο και των τριών περιπτώσεων είναι ότι οι μη κανονικές αποδόσεις παρατηρούνται την επόμενη ημέρα από την ανακοίνωση της αύξησης με t-στατιστικές κοντά στο 2 δηλαδή κοντά στο να είναι στατιστικά σημαντικό.

Οι αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις που παρατηρούνται την περίοδο 1994 – 2003 δίνουν μία διαφορετική εικόνα για την Ελλάδα από προηγούμενες έρευνες που

έβρισκαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις την ημερομηνία της ανακοίνωσης της αύξησης.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Αυτή η διατριβή ερευνά την αντίδραση της τιμής των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών και με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων. Η έρευνα αφορά την Ελλάδα και συγκεκριμένα την περίοδο 1994 – 2003.

Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτής της έρευνας είναι ότι αφορά μια αγορά, στην οποία την συγκεκριμένη περίοδο έγιναν σημαντικές αλλαγές. Ο Τσαγκαράκης (1996) εξετάζοντας την Ελληνική αγορά για την περίοδο 1981 – 1990 βρήκε ότι οι εκδόσεις με δικαίωμα συνδέονται με στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις. Τότε όμως η Ελλάδα ήταν μια αγορά με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Δεν υπήρχε ενεργή δευτερογενή αγορά δικαιωμάτων. Οι μέτοχοι δηλαδή σε κάθε αύξηση μετείχαν με σημαντικά ποσά. Στην πλειοψηφία των εταιρειών τον έλεγχο τον είχε ή το κράτος ή μια συγκεκριμένη οικογένεια, υπήρχε δηλαδή πολύ χαμηλή διασπορά των μετοχών. Επίσης υπήρχαν πολλοί χαλαροί κανόνες όσον αφορά τις πληροφορίες που ήταν υποχρεωμένες να παρέχουν στους επενδυτές οι εταιρείες. Επιπλέον δεν υπήρχε αγορά εταιρικών ομολόγων, οι συγκεκριμένες εκδόσεις ήταν ελάχιστες, συνεπώς οι εκδόσεις με δικαίωμα ήταν η πιο αξιόπιστη μορφή παροχής πληροφόρησης στην αγορά. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τέτοιας μορφής συνήθως θεωρούνταν πολύ καλά νέα για την επιχείρηση και άφηναν να εννοηθεί ότι οι προοπτικές ήταν αρκετά αισιόδοξες.

Την περίοδο όμως 1994 – 2003 το θεσμικό περιβάλλον στην Ελλάδα άλλαξε σημαντικά. Οι επιχειρήσεις πλέον ήταν υποχρεωμένες να ακολουθούν κοινούς κανόνες όσον αφορά στην σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων. Υπήρχαν πιο αυστηροί κανόνες σχετικά με την πληροφόρηση που έπρεπε να παρέχουν στους επενδυτές. Επιπλέον η είσοδος στην αγορά πολλών θεσμικών εγχώριων και ξένων

αύξησε την πίεση προς τις εταιρείες για την παροχή πληροφόρησης. Πολλές εταιρίες προχώρησαν σε εκδόσεις ομολογιακών δανείων και το μέγεθος της συγκεκριμένης αγοράς αυξήθηκε σημαντικά. Ενώ και η δευτερογενής αγορά δικαιωμάτων έγινε πραγματικότητα. Τέλος ειδικά από το 1997 και μετά πολλοί νέοι επενδυτές μπήκαν στην αγορά, το κράτος προχώρησε σε σημαντικές μετοχοποιήσεις κρατικών εταιρειών, μείωσε την συμμετοχή του σε εταιρείες που ήταν ήδη στο Χ.Α.Α. και οδήγησε και αρκετούς κρατικού γίγαντες στο χρηματιστήριο.

Οι αλλαγές αυτές επηρέασαν τα αποτελέσματα της έρευνας. Δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης της αύξησης. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με τα συμπεράσματα των Adaoglu (2005) για την Τουρκία, Balachandr. και Zihl (2001) για την Ν.Ζηλανδία, Kabir και Roosenberg (2002) για την Ολλανδία και Dubois και Jeanner (2000) για την Ελβετία.

Τα αποτελέσματα δίνουν μια εξήγηση για το πότε παρατηρούνται θετικές μη κανονικές αποδόσεις. Στην βιβλιογραφία παρατηρείται ότι σε χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές και μεγάλη διασπορά του ποσοστού ιδιοκτησίας οι αποδόσεις είναι ή αρνητικές ή μηδέν. Είναι όμως θετικές σε χώρες με μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

- Adaoglu C., 2005 "Market reaction to "unsweetened" and "sweetened" rights offerings in an emerging European market", *Journal of Multinational Financial Management*, July 2005
- Balachandran B. and Zijl T. 2001 "Rights issues: Changes in prices, earnings and risk: New Zealand evidence"
- Brav A., Geczy C. and Gompers P.A., 2000 "Is the abnormal return following equity issuances anomalous" *Journal of Financial Economics* 56 209-249
- Brown S.J. and Warner J.B. 1980 "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics* 8 205-258
- Brown S.J. and Warner J.B. 1985 "Using daily stock returns, the case of event studies", *Journal of Financial Economics* 14 3-31
- Corby C.E. and Stohs M.H., 1998 "Investment opportunities and Irish equity offerings", *The European Journal of Finance* 4. 357-368
- Dierkens N., 1991 "Information asymmetry and equity issues" *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.26, No.2 181-199
- Dubois M. and Jeanneret P. 2000 "The long run performance of seasoned equity offerings with rights: Evidence from the Swiss market"
- Eckbo B.E., Masulis R.W. and Norli O. 2000 "Seasoned public offerings: resolution of the "new issues puzzle", *Journal of Financial Economics* 56 251-291
- Fields L.P. and Mais E.L. 1994 "Managerial voting rights and seasoned public equity issues" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.29, No.3 445-457
- Gebhardt G., Heiden S. and Daske H. 2001 "Determinants of capital market reactions to seasoned equity offers by German corporations" Working Paper
- Hess A.C. and Frost P.A. 1982 "Tests for price effects of new issues of seasoned securities", *The Journal of Finance*, Vol. 37, No.1, 11-25
- Kabir R. and Roosenboom P. 2002 "Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues" Erasmus Research Institute of Management
- Mardsen A., 2000 "Shareholder wealth effects of rights issues: evidence from the New Zealand capital market", *Pacific – Basin Finance Journal* 8 419-442

Spiess D.K. and Affleck – Graves J., 1995 "Underperformance in long – run returns following seasoned equity offerings", *Journal of Financial Economics* 38 243-267

Tsangarakis N.V., 1996 "Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets: evidence from right offerings in Greece", *Financial Management* 25, 21-32

White R.W. and Lusztig P.A. 1980 "The price effects of rights offerings" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.15, No.1 25-40

Πανεπιστήμιο Πειραιώς