

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Π.Μ.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΟΙ ΔΙΑΣΠΑΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

ΧΑΤΖΑΚΗ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ Β. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2006

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία σκοπό έχει να εξετάσει πώς μεταβάλλεται η τιμή των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης διάσπασης των μετοχών μιας εταιρίας. Η υπό εξέταση περίοδος αφορά στο διάστημα 1990 έως Οκτώβριο 2005, κατά το οποίο συγκεντρώθηκε συνολικό δείγμα 34 εταιριών και «καθαρό» δείγμα αποτελούμενο από 27 εταιρίες, οι οποίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και οι οποίες προέβησαν σε διάσπαση των μετοχών τους. Για το δείγμα της έρευνας εφαρμόστηκε το Υπόδειγμα της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης». Από την εφαρμογή της μεθοδολογίας φάνηκε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία διάσπασης των μετοχών μιας εταιρίας. Αντίθετα, για τις 5 έως 10 ημέρες που προηγούνται της ανακοίνωσης περί διάσπασης των μετοχών διαπιστώθηκε στατιστικά σημαντική μεταβολή της τιμής της μετοχής.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	1 - 3
1.1 Ορισμός	1
1.2 Σκοπός	1
1.3 Διάρθρωση	2
	4
Κεφάλαιο 2: Θεσμικό πλαίσιο	
Κεφάλαιο 3: Ανασκόπηση προηγούμενων μελετών	9 - 30
3.1 Millar James, "Splits or dividend: Do the words really matter?"	9
3.2 Copeland Thomas, Mar. 1979, "Liquidity changes following stock splits",	10
3.3 Lamoureux Christopher, Poon Percy, Dec. 1987, "The market reaction to stock splits",	11
3.4 Lakonishok Josef, Lev Baruh, "Stock splits and stock dividends: why, who, and when",	12
3.5 Brennan Michael, Copeland Thomas, "Stock splits, stock prices and transaction costs",	14
3.6 Brennan M., Copeland T., "Beta changes around stock splits: A note",	15
3.7 Asquith Paul, Healy Paul, Palepu Krishna, "Earnings and stock splits",	16
3.8 Ikenberry David, Rankine Graeme, Stice Earl, "What do stock splits really signal?",	18
3.9 Johnson Keith , "Stock splits and price change"	19
3.10 Dennis Patrick, Strickland Deon, "The effect of stock splits on liquidity: Evidence from shareholder ownership composition",	20
	22

3.11 Amoruso Anthony, Gaver Jennifer, and Gaver Kenneth, "The association between stock splits and post – earnings announcement drift",	
3.12 Wulff Christian, "The market reaction to stock splits – Evidence from Germany",	23
3.13 Schultz Paul, "Stock splits, Tick Size, and Sponsorship",	24
3.14 Huang Gow – Cheng, Liano Kartono, Pan Ming – Shiun, "Do stock splits signal future profitability?",	24
3.15 Dhar Ravi, Goetzmann William, Zhu Ning, "The impact of clientele changes: Evidence from stock splits",	25
3.16 Jog Vijay, Zhu PengCheng, "Thirty years of stock splits, reverse stock splits and stock dividends in Canada",	27
3.17 Goyenko Ruslan, Holden Graig, Ukhov Andrey, "Do stock splits improve liquidity?",	28
Κεφάλαιο 4: Δεδομένα	31 – 34
Κεφάλαιο 5: Μεθοδολογία	35 - 41
Κεφάλαιο 6: Αποτελέσματα	42 – 47
Κεφάλαιο 7: Συμπεράσματα	48 – 50
Βιβλιογραφία	51 - 54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Όταν μια εταιρία προβαίνει σε διάσπαση των μετοχών της (split) οι παλαιές μετοχές της αντικαθίστανται με πολλαπλάσιες νέες και ταυτόχρονα μειώνεται η ονομαστική αξία της μετοχής. Στην περίπτωση της σύμπτυξης μετοχών (reverse split) η εταιρία ουσιαστικά επιδιώκει να μειώσει τον αριθμό των κυκλοφορούντων μετοχών, αντικαθιστώντας τις παλαιές μετοχές με υποπολλαπλάσιες νέες, ενώ ταυτόχρονα αυξάνεται η ονομαστική αξία της μετοχής.

Σε κάθε ανακοίνωση διάσπασης μετοχών μιας εταιρίας γνωστοποιείται και η αναλογία στην οποία αντικαθίστανται οι παλαιές μετοχές με νέες. Έτσι εάν η αναλογία είναι 2 – προς – 1 αυτό σημαίνει ότι για κάθε μια παλαιά μετοχή ο μέτοχος λαμβάνει δύο νέες.

1.2 ΣΚΟΠΟΣ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει πώς μεταβάλλεται η τιμή των μετοχών γύρω από την ημερομηνία διάχυσης της ανακοίνωσης περί διάσπασης των μετοχών, στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Η έρευνα περιορίζεται στις διασπάσεις μετοχών της εταιρίας και της δωρεάν διανομής τους στο επενδυτικό κοινό, χωρίς να συμπεριλαμβάνονται οι περιπτώσεις διανομής μετοχών σε υπαλλήλους ή στελέχη της εταιρίας, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η εργασία αναφέρεται στην περίοδο 1990 έως Οκτώβριο 2005, κατά την οποία με βάση ημερήσιες τιμές κλεισίματος των εταιριών και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών εφαρμόστηκε το Υπόδειγμα της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης». Το συνολικό δείγμα της εργασίας αποτελείται από 34 εταιρίες. Για να απομονωθεί το γεγονός της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου από άλλα θέματα της Γενικής Συνέλευσης διαμορφώθηκε και το «καθαρό» δείγμα, αποτελούμενο από 27 εταιρίες. Επίσης, υπολογίστηκαν οι στατιστικοί συντελεστές t (t – statistics), ώστε να διερευνηθεί η στατιστική σημαντικότητα των αποδόσεων, τόσο των Μέσων Έκτακτων Αποδόσεων (EA), όσο και των Αθροιστικών Μέσων Έκτακτων Αποδόσεων $[CAR(t_1, t_2)]$.

Η περίοδος προσδιορισμού για κάθε εταιρία είναι το διάστημα (-150, -50) από την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση με θέμα τη διάσπαση μετοχών και τη δωρεάν διανομή αυτών ($t=0$), δηλαδή οι πρώτες 100 ημερήσιες παρατηρήσεις από το σύνολο των 201 ημερήσιων τιμών κλεισίματος των μετοχών. Η περίοδος του γεγονότος είναι οι 20 ημέρες που προηγούνται της ανακοίνωσης και οι 20 ημέρες που έπονται αυτής, σύνολο δηλαδή 41 παρατηρήσεων.

1.3 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Στο κεφάλαιο 2 γίνεται αναφορά στο ισχύον θεσμικό πλαίσιο για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και συγκεκριμένα στο «θεσμικό νόμο περί ανωνύμων εταιριών», ν.2190/1920 και στον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Στο κεφάλαιο 3 γίνεται ανασκόπηση της σχετικής με τις διασπάσεις μετοχών βιβλιογραφίας σε παγκόσμιο επίπεδο, με έμφαση στην αγορά που εφαρμόστηκε η έρευνα, στο δείγμα, στη μεθοδολογία και τα συμπεράσματα.

Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα δεδομένα της παρούσας εργασίας που χρησιμοποιήθηκαν κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας.

Στο κεφάλαιο 5 παρατίθεται αναλυτικά η μεθοδολογία, με αναφορά στα πιο δημοφιλή Υποδείγματα εκτίμησης των μεταβολών των τιμών των μετοχών μετά από την ανακοίνωση διάσπασης των μετοχών της εταιρίας.

Στο κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή του υποδείγματος της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης».

Τέλος, στο κεφάλαιο 7 παρατίθενται τα συμπεράσματα της έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Θ Ε Σ Μ Ι Κ Ο Π Λ Α Ι Σ Ι Ο

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τα ισχύοντα για τις διασπάσεις μετοχών στην ελληνική επικράτεια, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο νόμο 2190/1920 «Θεσμικός νόμος περί ανωνύμων εταιριών» και στον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν.3152/2003 και την υπ' αριθμ. 4/358/08.11.2005 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ΦΕΚ Β/1635/25.11.2005).

Κατά τον ν.2190/1920, για τη διάσπαση των μετοχών μιας εταιρίας απαιτείται η τροποποίηση του καταστατικού της, ενώ είναι απαραίτητο να δώσει την άδεια της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αφού προηγουμένως αξιολογήσει την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας. Η απόφαση περί τροποποίησης του καταστατικού πρέπει να βγει εντός διμήνου από την ημερομηνία πιστοποίησης της καταβολής ή μη του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου που οριζόταν στο καταστατικό, διαφορετικά η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δύναται να ακυρωθεί. Η μόνη αρμόδια περί αποφάσεων τροποποίησης του καταστατικού είναι η Γενική Συνέλευση των μετόχων, η οποία βρίσκεται σε απαρτία όταν παρευρίσκονται ή αντιπροσωπεύονται μέτοχοι οι οποίοι διακρατούν το 1/5 τουλάχιστον του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

Η εταιρία οφείλει να τοιχοκολλήσει σε εμφανές σημείο του καταστήματός της και να δημοσιεύσει στον τύπο την πρόσκληση σε Γενική Συνέλευση ορίζοντας την ημερομηνία, την ώρα και τα θέματα της ημερήσιας διάταξης με σαφήνεια, περίπου είκοσι ημέρες πριν από την οριζόμενη ημερομηνία πραγματοποίησης αυτής. Τις προσκλήσεις επαναληπτικών Γενικών Συνελεύσεων οφείλει να τις ανακοινώσει τουλάχιστον δέκα πλήρεις ημέρες πριν.

Η δημοσίευση γίνεται στο τεύχος ανωνύμων εταιριών και εταιριών περιορισμένης ευθύνης του Φύλλου της Κυβερνήσεως, σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα η οποία είναι ευρείας κυκλοφορίας κατά την κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου, εκδίδεται στην Αθήνα και η οποία επιλέγεται από τις εφημερίδες του αρ. 3 του Ν.Δ. 3757/1957 όπως ισχύει. Επίσης, σε μια ημερήσια ή εβδομαδιαία τουλάχιστον εφημερίδα που εκδίδεται στην έδρα της εταιρίας ή στην περίπτωση που στην περιοχή δεν εκδίδεται εφημερίδα, στην πρωτεύουσα του νομού που εδρεύει και τέλος, σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα η οποία:

- ▶ Έχει χαρακτηριστεί «οικονομική» σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που καθορίζονται με την Κοινή Υπουργική Απόφαση των Υπουργών Εμπορίου, Τύπου και Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης.
- ▶ Εκδίδεται επί τρία έτη, έξι ημέρες την εβδομάδα, ως καθαρά οικονομική εφημερίδα.
- ▶ Έχει κυκλοφορία τουλάχιστον 5.000 φύλλων την ημέρα και για τα τρία χρόνια που εκδίδεται.

Όσον αφορά στις ημερήσιες εφημερίδες, αυτές πρέπει να εμπίπτουν στα κριτήρια του άρθ.1 του Ν.Δ. 1263/1972 και οι εβδομαδιαίες στα κριτήρια του αρθ. 2 του ν.4286/1963, όπως αυτοί ισχύουν, καθώς και να κυκλοφορούν τουλάχιστον ως εβδομαδιαίες για τρία έτη.

Έχοντας την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η εταιρία που προτίθεται να διασπάσει τις μετοχές της οφείλει να δημοσιεύσει τη σχετική απόφαση περί διάσπασης (split) ή σύμπτυξης (reverse – split) των μετοχών.

Η απόφαση πρέπει να κατατεθεί από την ανώνυμη εταιρία μέσα σε είκοσι ημέρες από τη Γενική Συνέλευση στο Υπουργείο Εμπορίου και είναι έγκυρη εφόσον καταχωρηθούν, έπειτα από έλεγχο, οι πράξεις και τα στοιχεία στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών που τηρείται στην υπηρεσία του

Υπουργείου Εμπορίου της νομαρχίας όπου εδρεύει η εταιρία και εφόσον δημοσιευτεί στο τεύχος Ανωτύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

Η εταιρία είναι υποχρεωμένη σύμφωνα με το άρθρο 277 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών να ενημερώνει το Χρηματιστήριο για τη σύγκλιση κάθε γενικής συνέλευσης των μετόχων, καθώς και να αποστέλλει στο Χρηματιστήριο το κείμενο της πρόσκλησης στη Γενική Συνέλευση, όχι αργότερα από τη δημοσίευση της στον τύπο. Επιπλέον, η εταιρία οφείλει την πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά το πέρας των εργασιών της Γενικής Συνέλευσης να αποστείλει στο Χρηματιστήριο Αθηνών ανακοίνωση με τα θέματα που συζητήθηκαν, τις αποφάσεις που λήφθηκαν, την απαρτία της Γενικής Συνέλευσης και τον αριθμό των μετόχων που παρευρέθηκαν. Εάν η Γενική Συνέλευση αναβληθεί ή ακυρωθεί η εταιρία οφείλει να ενημερώσει το Χρηματιστήριο Αθηνών:

- ▶ Στην περίπτωση ματαίωσης της Γ.Σ.: Για το λόγο ματαίωσης και την ημερομηνία της εκ νέου σύγκλισης της.
- ▶ Στην περίπτωση αναβολής της Γ.Σ.: Για το λόγο αναβολής και την ημερομηνία συνέχισης των εργασιών της.
- ▶ Για την ημερομηνία σύγκλισης της Γενικής Συνέλευσης προκειμένου να αποφασίσει την ημερομηνία της επαναληπτικής Γ.Σ..

Το Χρηματιστήριο Αθηνών από την πλευρά του, ενημερώνει το επενδυτικό κοινό για τις περιπτώσεις μη τήρησης των υποχρεώσεων ενημέρωσης των εταιριών.

Σύμφωνα με τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών τα στάδια για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο των δωρεάν μετοχών προς

διαπραγμάτευση που προέκυψαν από μεταβολή της ονομαστικής αξίας της μετοχής είναι τρία:

ΣΤΑΔΙΟ Α': Έγκριση εισαγωγής των νέων μετοχών

Το αρμόδιο όργανο του Χρηματιστηρίου Αθηνών πρέπει από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος και προσαρμογής της τιμής της μετοχής να δώσει την έγκριση του για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών. Για να δοθεί η έγκριση είναι απαραίτητο να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

- i. Το έντυπο που προβλέπεται στο άρθρο 4, παρ. 2(ε) του ν.3401/2005 να έχει καταστεί διαθέσιμο στο κοινό και να έχει γνωστοποιηθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- ii. Τα δικαιολογητικά που ορίζονται στην απόφαση του αρμόδιου οργάνου του Χρηματιστηρίου Αθηνών να έχουν υποβληθεί εκ μέρους της εταιρίας εντός 20 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία λήψης της απόφασης του αρμόδιου οργάνου της εταιρίας και να έχουν ελεγχθεί για την πληρότητα τους.

ΣΤΑΔΙΟ Β': Αποκοπή δικαιώματος – Προσαρμογή τιμής

Η αποκοπή του δικαιώματος στις περιπτώσεις διάσπασης των μετοχών (split) ή η προσωρινή παύση διαπραγμάτευσης των μετοχών στις περιπτώσεις «σύμπτυξης» αυτών (reverse split), λαμβάνει χώρα, εφόσον η εκδότρια εταιρία το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη ημέρα από την ημέρα αποκοπής/παύσης έχει δημοσιεύσει τη σχετική ανακοίνωση. Η εταιρία είναι υποχρεωμένη να ορίσει ως ημερομηνία αποκοπής/παύσης

την 4^η εργάσιμη ημέρα μετά την ημερομηνία έγκρισης εισαγωγής από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η προσαρμογή της τιμής της μετοχής πραγματοποιείται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών χωρίς δικαίωμα.

ΣΤΑΔΙΟ Γ': Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών

Στο τελευταίο στάδιο ξεκινάει η διαπραγμάτευση των νέων μετοχών με την προϋπόθεση ότι το Χρηματιστήριο Αθηνών έχει λάβει με επιστολή από την εκδότρια εταιρία τη διαβεβαίωση ότι πριν την έναρξη της συνεδρίασης την ημέρα που θα ξεκινήσει η διαπραγμάτευση των νέων μετοχών, αυτές έχουν πιστωθεί στις μερίδες των δικαιούχων μετόχων. Επιπρόσθετα, η εταιρία οφείλει να ορίσει ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών την 5^η εργάσιμη ημέρα μετά την ημερομηνία αποκοπής/παύσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί παρουσιάζονται ορισμένες μελέτες που έχουν γίνει αναφορικά με τις διασπάσεις μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο. Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στο σκοπό της κάθε μελέτης, το δείγμα της και τα αποτελέσματα.

3.1 James A. Millar (1977)

Με το άρθρο¹ του “Splits or dividend: Do the words really matter?” το 1977 ο James A. Millar κάνει μια ανασκόπηση της θέσης του American Institute of Certified Public Accounts (AICPA) αναφορικά με τη χρήση των όρων «διάσπαση μετοχής» ή «διανομή μερίσματος» σε μεγάλες διανομές μετοχών, προκειμένου να εξετάσει εάν η χρήση των δύο αυτών όρων επηρεάζει τις τιμές των μετοχών.

Στο δείγμα χρησιμοποιήθηκαν περιπτώσεις «μεγάλων» διανομών μετοχών, καθώς επιλέχθηκαν 50 περίπου εταιρίες από τρεις διαφορετικές περιόδους οι οποίες αύξησαν τον αριθμό των μεριδίων τους πάνω από 20% μέσω διάσπασης ή διανομής μερίσματος. Άλλες μετοχές εξαιρέθηκαν λόγω συγχωνεύσεων, πολλαπλών διανομών ή λόγω του ότι δεν διαπραγματεύονταν για όλη την υπό εξέταση περίοδο. Το τελικό δείγμα της μεθοδολογίας αποτελούνταν από 122 μετοχές οι οποίες επιλέχθηκαν κατά τα έτη 1964, 1966 και Ιούνιος 1967 – Μάιος 1968 αντιπροσωπευτικά των ανοδικών, καθοδικών και σταθερών αγορών αντίστοιχα.

Συμπερασματικά, τις δύο αυτές μεθόδους – διάσπασης και διανομής μερίσματος – αύξησης του αριθμού των μετοχών οι επενδυτές τις εκλαμβάνουν ως όμοιες και κατά συνέπεια δε βρέθηκε καμία αξιολογημένη διαφορά στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής. Η επενδυτική αγορά

¹ The Accounting Review, Vol. 52, No. 1, Jan. 1977, 52-55

φαίνεται να είναι αποτελεσματική, καθώς με τη χρήση είτε διαφορετικών όρων είτε διαφορετικών λογιστικών αντιμετώπισης δε μεταβάλλεται η φύση του διαχωρισμού.

3.2 Thomas E. Copeland (1979)

Στην έρευνα του ο Thomas E. Copeland το 1979 με τίτλο “Liquidity changes following stock splits”² απέδωσε δύο εξηγήσεις στη στρατηγική της διάσπασης των μετοχών. Η πρώτη εξήγηση αναφέρεται σε μετοχές που κινούνται σε ένα εύρος τιμών (optimal range) οι οποίες θεωρούνται ότι έχουν χαμηλότερες προμήθειες. Όσον αφορά στη δεύτερη εξήγηση, κάνει λόγο για διευρυμένες αγορές (wider markets) οι οποίες δημιουργούνται από τη δυνατότητα που έχει ο κάτοχος μετοχών που διασπάστηκαν να τις μεταπωλήσει σε περισσότερους από έναν επενδυτές, αυξάνοντας έτσι τον αριθμό των μετόχων και κατά συνέπεια και τον όγκο συναλλαγών.

Στην προσπάθεια του να παρουσιάσει στοιχεία σχετικά με την επίδραση στη ρευστότητα που ενδεχομένως να έχει μια διάσπαση της μετοχής, ο Copeland αναπτύσσει το Finite Time – Series Model (FTSM) και το Volume Market Model (VMM) χρησιμοποιώντας δύο μέτρα ρευστότητας: Τις μεταβολές στο αναλογικό μερίδιο του όγκου συναλλαγών και τις μεταβολές στα κόστη συναλλαγών ως ποσοστό της αξίας διαπραγμάτευσης.

Με δεδομένα τους εβδομαδιαίους όγκους συναλλαγών 11 ετών, 25 εταιριών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange – NYSE) και οι οποίες προέβησαν σε διάσπαση της μετοχής τους, κατέληξε στη διαπίστωση ότι το FTSM είναι ανώτερο μοντέλο του VMM και ότι υπάρχει μόνιμη μείωση στη ρευστότητα μετά τη διάσπαση της μετοχής. Με άλλα λόγια, εάν πριν από τη διάσπαση η ρευστότητα θεωρείτο κανονική, η διάσπαση ακολουθείται από μια μη –

² The Journal of Finance, Vol. 34, No. 1, Mar. 1979, 115 – 141.

κανονική χαμηλή ρευστότητα. Επιπλέον, η χρήση του FTSM έδειξε ότι υπάρχει 100% αντίδραση του όγκου συναλλαγών στη νέα πληροφορία, σε λιγότερο από δυο με τρεις βδομάδες. Τέλος, στα συμπεράσματα της μελέτης περιλαμβάνονται στοιχεία τα οποία υποστηρίζουν τη μειωμένη ρευστότητα μετά τη διάσπαση, όπως οι υψηλότερες χρηματιστηριακές προμήθειες και bid – ask spreads³.

3.3 Christopher G . Lamoureux, Percy Poon (1987)

Με τη μελέτη⁴ τους το 1987 οι Christopher G . Lamoureux και Percy Poon θέλησαν να εξετάσουν την αντίδραση της αγοράς στις διασπάσεις μετοχών.

Τα δεδομένα της έρευνας περιελάμβαναν διασπάσεις μετοχών με αναλογία τουλάχιστον 5 προς 2, καθώς και συμπιύξεις μετοχών (reverse split), για το διάστημα Ιούλιος 1962 – Δεκέμβριος 1985.

Από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι:

1. Η διάσπαση της μετοχής προκαλεί μείωση της ρευστότητας, ενώ μια σύμπυξη αύξηση, χωρίς να αποδίδει η αγορά κάποια αξία σε αυτές τις μεταβολές της ρευστότητας, ενώ δεν υπάρχουν στοιχεία ότι η μείωση της ρευστότητας είναι σημαντική.
2. Για τις εταιρίες που διέσπασαν τη μετοχή τους, ο αριθμός των μετόχων αυξάνει κατά 34,65% περίπου το έτος πραγματοποίησης της διάσπασης, ενώ για το δείγμα των εταιριών που δεν εφάρμοσαν παρόμοια στρατηγική παρατηρήθηκε μείωση του αριθμού των μετόχων κατά μέσο όρο 2,11%.
3. Ο αριθμός των μετόχων και ο όγκος συναλλαγών αυξάνει σημαντικά γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της διάσπασης.

³ Το ποσό κατά το οποίο η τιμή προσφοράς υπερβαίνει την τιμή ζήτησης. "Fundamental of Futures and Options Markets", John C. Hull, International Edition, Fifth Edition.

⁴ "The market reaction to stock splits", The Journal of Finance, Vol. 42, No. 5, Dec. 1987, 1347-1370.

- Η αύξηση του όγκου συναλλαγών καταλήγει σε αύξηση του φαινομένου που αναφέρεται στη συμπεριφορά των επενδυτών οι οποίοι δεν εφαρμόζουν συγκεκριμένους κανόνες συναλλαγών, αλλά λειτουργούν στη βάση συναισθηματικών παρορμήσεων.
4. Η μη κανονική συμπεριφορά της τιμής της μετοχής πριν την ημέρα της διάσπασης αποδίδεται σε μια μορφή πίεσης της τιμής της μετοχής.
 5. Ανεξάρτητα του κινήτρου της διοίκησης της εταιρίας για την ανακοίνωση της διάσπασης της μετοχής, η αγορά φαίνεται να αποδίδει θετική αξία σε αυτή, λόγω των φορολογικών επιλογών που ανακύπτουν.

3.4 Josef Lakonishok, Baruh Lev (1987)

Η μελέτη "Stock splits and stock dividends: why, who, and when"⁵ των Josef Lakonishok και Baruh Lev σκοπό έχει αρχικά να εξετάσει τα αίτια που οδηγούν τις εταιρίες στη διανομή μετοχών με τη μορφή διάσπασης ή μερίσματος, καθώς και τους λόγους για τους οποίους η αγορά αντιδρά θετικά σε αυτές τις διανομές.

Δευτερογενώς, η εργασία, συγκρίνοντας την πορεία και άλλα χαρακτηριστικά εταιριών που έχουν προβεί σε διανομή μετοχών με μια από τις δύο προαναφερθείσες μορφές με αυτή εταιριών που δεν έχουν εφαρμόσει παρόμοιες στρατηγικές, επιχειρεί να απαντήσει σε δύο ερωτήματα:

1. Εάν η διανομή μετοχών με τη μορφή διάσπασης ή μερίσματος δεν είναι «κοσμητικές» αλλαγές, γιατί οι εταιρίες αποφασίζουν την υλοποίηση της όταν υπάρχουν πραγματικά κόστη;
2. Γιατί αυτές οι στρατηγικές σχετίζονται με στατιστικά σημαντικές επανεκτιμήσεις των τιμών των μετοχών, μη κανονικούς όγκους

⁵ The Journal of Finance, Vol. 42, No. 4, Sep. 1987, 913-932

εμπορευσιμότητας και μεταβολές στις αποδόσεις γύρω από τις ημερομηνίες ανακοίνωσης της διανομής ή τις ημερομηνίες πριν τη διανομή;

Δείγμα – Υποθέσεις:

Για τους σκοπούς της έρευνας εξετάστηκε αρχικά δείγμα 2.272 διανομής μετοχών, από το οποίο, 1.015 περιπτώσεις ήταν με τη μορφή διάσπασης και 1.257 με τη μορφή μερίσματος, αναφερόμενο στην περίοδο 1963 – 1982. Συγκεκριμένα, από το CRSP tape του Πανεπιστημίου του Σικάγου συλλέχθηκαν στοιχεία για τις ημερομηνίες ανακοίνωσης και τις ημερομηνίες πριν τη διανομή των μετοχών. Από τη Merged Annual Compustat tarem συγκεντρώθηκαν δεδομένα για το σύνολο του ενεργητικού και την αγοραία αξία της μετοχής. Η μηνιαία Compustat Prices – Dividends Earnings (PDE) tape παρείχε δεδομένα για τις τιμές, τα μερίσματα, τα κέρδη και τον όγκο συναλλαγών.

Έπειτα, δημιουργήθηκε ένα δείγμα ελέγχου (control sample) συνδυάζοντας κάθε εταιρία η οποία είχε ανακοινώσει διανομή μετοχών με μια εταιρία με το ίδιο τετραψήφιο κωδικό του Standard Industrial Classification (SIC) και με ενεργητικό όσο το δυνατό πιο κοντά στην υπό εξέταση εταιρία.

Η έρευνα πραγματοποιήθηκε με δύο υποθέσεις: Την υπόθεση του Σινιάλου (Signaling Hypothesis) και την υπόθεση της Βέλτιστης τιμής (Optimal Price).

Η πρώτη υπόθεση αναφέρεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ στελεχών της εταιρίας και επενδυτικού κοινού και στη δυνατότητα της διοίκησης της εταιρίας να χρησιμοποιεί τη μέθοδο της διάσπασης της μετοχής ή της διανομής αυτής με τη μορφή μερίσματος, ως μέσο διοχέτευσης ευμενών πληροφοριών που αφορούν στην εταιρία ή στους επενδυτές. Μια τέτοια στρατηγική όμως φαίνεται υψηλού κόστους για τις

εταιρίες με αναμενόμενη απόδοση κάτω του μέσου όρου, καθώς υπάρχει πάντα η πιθανότητα αποστολής εσφαλμένου «σήματος».

Αναφορικά με τη δεύτερη υπόθεση, υποστηρίζεται ότι στις περιπτώσεις μετοχών οι οποίες για τους μικροεπενδυτές είναι «ακριβές», ενώ για τους θεσμικούς δημιουργούν μεγάλες χρηματιστηριακές προμήθειες, η διάσπαση της μετοχής είναι μια μέθοδος ώστε να επανέλθει η τιμή της μετοχής σε ένα εύρος τιμών ικανοποιώντας ταυτόχρονα, για διαφορετικούς λόγους, τόσο τους μικροεπενδυτές, όσο και τους θεσμικούς.

Συμπέρασμα:

Τα αποτελέσματα της έρευνας παρέχουν υποστήριξη στις δύο υποθέσεις (του Σινιάλου και της Βέλτιστης τιμής). Προτείνουν δηλαδή τη διάσπαση της μετοχής και τη διανομή αυτής με τη μορφή μερίσματος ως στρατηγικές επαναφοράς της τιμής της μετοχής σε ένα «κανονικό» εύρος τιμών έπειτα από μια περίοδο ασυνήθιστης ανάπτυξης και μεταφοράς πληροφοριών από τη διοίκηση της εταιρίας στο επενδυτικό κοινό. Επιπρόσθετα, παρατηρήθηκαν υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης κερδών και μερισμάτων μετά τη δημοσίευση της πρόθεσης της εταιρίας για τη διανομή μετοχών, ενώ η εμπορευσιμότητα της μετοχής δεν επηρεάστηκε τόσο, όσο η σύνθεση των μετόχων.

3.5 Michael J. Brennan, Thomas E. Copeland (Mar. 1988)

Με αφορμή την εξάρτηση που έχουν τα συναλλακτικά κόστη των μετοχών με τις τιμές των μετοχών οι Michael J. Brennan και Thomas E. Copeland εφάρμοσαν στη μελέτη⁶ τους ένα μοντέλο «Σινιάλου» (Signaling Model), προκειμένου να εξετάσουν τις μη κανονικές αποδόσεις που παρατηρούνται όταν ανακοινώνονται διασπάσεις μετοχών.

⁶ "Stock splits, stock prices and transaction costs", Journal of Financial Economics, 22 (1988), 83 – 101, North – Holland.

Στη μελέτη θίγεται το ζήτημα της μη υποκατάστασης των παλαιών μετοχών με ακέραιο αριθμό νέων μετοχών. Κατά συνέπεια, μετά από μια τέτοια διάσπαση μετοχών οι μέτοχοι θα βρεθούν να έχουν στην κατοχή τους μετοχές σε δεκαδικό νούμερο (odd lots αντί round lots) τις οποίες είναι δυσκολότερο να πωλήσουν. Ασφαλώς, το κόστος που προκύπτει από μια τέτοια θέση είναι μικρότερο για τους θεσμικούς.

Συμπερασματικά, οι Michael J. Brennan και Thomas E. Copeland με την υπόθεση ότι οι διασπάσεις μετοχών είναι υψηλού κόστους, το οποίο όμως στις ανταγωνιστικές αγορές κεφαλαιοποιείται και επιστρέφεται στους νυν μετόχους της εταιρίας, παρουσίασαν εμπειρικά αποτελέσματα που υποστηρίζουν τη σχέση μεταξύ κόστους συναλλαγών μετοχών και τιμών αυτών. Αποδέχονται την υπόθεση ότι οι διασπάσεις μετοχών λειτουργούν ως μεταφορείς της ιδιωτικής πληροφόρησης που έχει η διοίκηση της εταιρίας στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό και το μοντέλο τελικά εξηγεί το 27% των αποδόσεων των μετοχών που παρατηρούνται κατά την ημέρα ανακοίνωσης της διάσπασης.

3.6 M. J. Brennan, T.E. Copeland (Sep. 1988)

Σε μια σύντομη εργασία⁷ οι M. J. Brennan και T.E. Copeland αναπτύσσουν το μοντέλο της «αγοράς» σε δείγμα 1.034 διασπάσεων μετοχών, προκειμένου να εξετάσουν τις παρατηρηθείσες μεταβολές του συντελεστή Βήτα με αφορμή το γεγονός της διάσπασης των μετοχών.

Γενικά, διαπιστώθηκε προσωρινή αύξηση στο μέσο Βήτα των μετοχών, τόσο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, όσο και κατά την ημερομηνία που η διάσπαση γίνεται «αποτελεσματική». Έτσι, βρίσκουν αυξημένο Βήτα κατά περίπου 20% γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, κατά περίπου 30% όταν το γεγονός της διάσπασης γίνεται «αποτελεσματικό» και κατά τις 75 ημέρες που ακολουθούν τη διάσπαση

⁷ "Beta changes around stock splits: A note", The Journal of Finance, Vol. 43, No 4 (Sep. 1998), 1.009 - 1.013

βρίσκουν το Βήτα περίπου 18% πάνω από την τιμή που διατηρούσε πριν από τη διάσπαση.

Τα αποτελέσματα τους δε συμφωνούν με τη θεωρία που υποστηρίζει ότι η ανακοίνωση περί διάσπασης των μετοχών μεταφέρει συγκεκριμένη πληροφόρηση για την εταιρία, ενώ δεν επηρεάζει τον κίνδυνο της μετοχής. Από την άλλη πλευρά συμπλέουν με τα αποτελέσματα των A. Kalay και U. Loewenstein⁸ που θέλουν το συστηματικό κίνδυνο των μετοχών να αυξάνεται από 0,81 σε 0,90, χωρίς όμως να μπορούν τα αποτελέσματα αυτά να εξηγηθούν στατιστικά.

3.7 Paul Asquith, Paul Healy, Krishna Palepu (1989)

Η μελέτη⁹ των Paul Asquith, Paul Healy, Krishna Palepu εξέτασε εάν οι διασπάσεις μετοχών μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με τα κέρδη των εταιριών.

Για τους σκοπούς της έρευνας χρησιμοποιήθηκε δείγμα, το οποίο διεξήχθη κατά τη δεκαετία 1970- 1980, αποτελούμενο από 121 εταιρίες οι οποίες δε διένειμαν μέρισμα, ανακοίνωσαν διανομή μετοχών τουλάχιστον 25% και ικανοποιούσαν τα εξής κριτήρια:

- i) Η ανακοίνωση της τριμηνιαίας κατάστασης κερδών που προηγείτο της διάσπασης είχε δημοσιευτεί στο The Wall Street Journal Index.
- ii) Τα κέρδη τους για δύο ή περισσότερα έτη είναι εφικτό να εξαχθούν από τις Quarterly Compustat Industrial tapes.

⁸ A. Kalay, U. Loewenstein "The informational content of the timing of dividend announcements" *Journal of Financial Economics* 16 (Dec. 1986), 373 – 88.

⁹ "Earnings and stock splits", *The Accounting Review*, Vol. 64, No. 3, Jul. 1989, 387 – 403.

Μεθοδολογία

Εξετάστηκαν δύο υποθέσεις, προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι διασπάσεις μετοχών παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τα κέρδη. Η πρώτη υποθέτει ότι οι εταιρίες που προβαίνουν σε διάσπαση της μετοχής τους είχαν σημαντική αύξηση κερδών μετά την ανακοίνωση της διάσπασης. Η δεύτερη υπόθεση συσχετίζει θετικά την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της διάσπασης με τη μεταβολή στα κέρδη μετά τη διάσπαση.

Επιπρόσθετα, έγιναν τρεις υποθέσεις για να διερευνηθεί εάν οι διασπάσεις μετοχών αποδίδουν πληροφορίες για τα κέρδη πριν τη διάσπαση. Συγκεκριμένα:

1. Οι εταιρίες που διέσπασαν τη μετοχή τους είχαν σημαντική αύξηση κερδών πριν την ανακοίνωση της διάσπασης και όχι μείωση κερδών μετά τη διάσπαση.
2. Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση της διάσπασης και των αυξήσεων κερδών πριν από τη διάσπαση.
3. Οι μη κανονικές ετήσιες αποδόσεις και οι προσωρινές μεταβολές κερδών είναι χαμηλότερες του κανονικού την περίοδο πριν από τη διάσπαση.

Συμπεράσματα

Τελικά, η έρευνα κατέληξε ότι οι διασπάσεις μετοχών μεταφέρουν μηνύματα σχετικά με τα κέρδη των εταιριών, αλλά όχι για τα κίνητρα της Διοίκησης που αποφάσισε τη διάσπαση. Αναλυτικότερα, και υποθέτοντας αποτελεσματικότητα της αγοράς, βρέθηκε ότι οι εταιρίες που διασπούν τη μετοχή τους απολαμβάνουν σημαντικές αυξήσεις στα κέρδη τους, οι οποίες φαίνεται να είναι μόνιμες, την τετραετία πριν τη διάσπαση και οι οποίες οφείλονται είτε στον κλάδο που ανήκουν γενικότερα, είτε σε συγκεκριμένους παράγοντες της εταιρίας. Την πενταετία που ακολουθεί τη

διάσπαση της μετοχής οι αυξήσεις των κερδών είναι είτε ασήμαντες, είτε θετικές. Η υπόθεση ότι οι ανακοινώσεις περί διάσπασης της μετοχής προκαλούν μια προς τα πάνω αναθεώρηση των εκτιμήσεων των επενδυτών σχετικά με την πεποίθηση ότι η αύξηση των κερδών πριν τη διάσπαση είναι μόνιμη, παρά προσωρινή. Η παραπάνω υπόθεση είναι σύμφωνη και με την αντίδραση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση της διάσπασης η οποία σχετίζεται με την αύξηση κερδών τα δυο χρόνια που προηγούνται της διάσπασης.

3.8 David L. Ikenberry, Graeme Rankine, Earl K. Stice (1996)

Στην εργασία¹⁰ τους “What do stock splits really signal?” οι David L. Ikenberry, Graeme Rankine και Earl K. Stice συμφωνούν με παλαιότερες μελέτες αναφορικά με τις πιθανές αιτιολογίες των διασπάσεων. Συγκεκριμένα, θεωρούν ότι οι διασπάσεις χρησιμοποιούνται από τη Διοίκηση της εταιρίας ως μέσο αύξησης της ρευστότητας της μετοχής κάνοντας της πιο προσιτή στους επενδυτές, καθώς και ότι αποτελούν τρόπο για να δώσουν «σήμα» στην αγορά για θετική εσωτερική πληροφόρηση.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα της έρευνας τους παρέχουν υποστήριξη στη Self – Selection Υπόθεση, η οποία αναφέρεται ως σύνθεση των δύο παραπάνω εξηγήσεων για τις διασπάσεις μετοχών, καταλήγοντας ότι τελικά η διάσπαση θα πραγματοποιηθεί αφού ληφθούν υπόψη εκτιμήσεις για τη μελλοντική επίδοση της εταιρίας.

Για τους σκοπούς της έρευνας το δείγμα αποτελούνταν από 1.275 συνολικά περιπτώσεις εταιριών οι οποίες διέσπασαν τη μετοχή τους με αναλογία 2 προς 1 κατά το χρονικό διάστημα 1975 - 1990.

Στα συμπεράσματα της έρευνας τους καταλήγουν ότι σημειώνεται σημαντική πορεία της υπερβάλλουσας απόδοσης των μετοχών μετά τη

¹⁰ The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, No. 3, Sep. 1996, 357 – 375.

διάσπαση της τάξεως του 7,93% για το πρώτο έτος που ακολουθεί τη διάσπαση και 12,15% τα πρώτα τρία έτη μετά τη διάσπαση. Ακόμη, κατέληξαν ότι η αγορά υποαντιδρά στις ανακοινώσεις για διάσπαση της μετοχής, καθώς σημειώθηκε μόλις 3,38% απόδοση μετά από τη δημοσίευση της ανακοίνωσης. Γενικά, η αγορά φάνηκε ότι αντιδρά εντονότερα σε περιπτώσεις διασπάσεων μετοχών μικρών επιχειρήσεων με χαμηλό book to market και σε περιπτώσεις εταιριών που πραγματοποιούν τη διάσπαση σε χαμηλή τιμή, ενώ είναι γεγονός η αδυναμία της αγοράς να ανταποκριθεί πλήρως στη νέα πληροφόρηση που αφορά στη διάσπαση της μετοχής σε μικρό χρονικό διάστημα.

3.9 Keith B. Johnson (1996)

Στη μελέτη¹¹ της “Stock splits and price change” το 1996 η Keith B. Johnson εξετάζοντας ορισμένους θεμελιώδεις παράγοντες, όπως τα κέρδη και τα μερίσματα, καθώς και την τάση της κεφαλαιαγοράς με τη βοήθεια ενός μοντέλου, επιχειρεί να εξετάσει εάν υπάρχει σημαντική αλλαγή στην τιμή της μετοχής που να σχετίζεται με τη διάσπαση της.

Συμπεριλαμβάνοντας στο δείγμα της τις διασπάσεις κοινών μετοχών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange – NYSE) σε αναλογία 2 προς 1 το έτος 1959, καταλήγει ότι πράγματι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ τιμής μετοχής και διάσπαση αυτής. Το αποτέλεσμα αυτό η Keith B. Johnson το αποδίδει στο ότι με αφορμή τη διάσπαση της μετοχής, πληροφορίες που αφορούν στους καθοριστικούς παράγοντες της τιμής της μετοχής διαχέονται στην αγορά γρηγορότερα. Αποδίδει δηλαδή στη διάσπαση το ρόλο του «διαφημιστή» σημαντικών πληροφοριών και την υπόνοια της αυτοπεποίθησης από την πλευρά της διοίκησης της εταιρίας για την πορεία των κερδών και τις προσδοκούμενες αποδόσεις.

¹¹ The Journal of Finance, Vol.21, No. 4, Dec. 1996, 675 – 686.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι επενδυτές που διακρατούσαν τις μετοχές που τελικά διασπάστηκαν το 1959, περίπου 8 μήνες πριν την πραγματοποίηση της διάσπασης και 4 μήνες μετά, είδαν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με εκείνους που διακρατούσαν μετοχές που δε διασπάστηκαν και ανεξάρτητα από οποιαδήποτε μερισματική αύξηση αργότερα.

Τέλος, η Keith B. Johnson υποστηρίζει ότι με δεδομένο ότι μια εταιρία είναι σε θέση να προβεί σε διάσπαση της μετοχής της και αγνοώντας τα σχετικά κόστη, η διοίκηση της εταιρίας ενδεχομένως να συνδυάσει την πρόθεση για αύξηση των μερισμάτων με μια διάσπαση της μετοχής τους, ώστε να αυξηθεί η αγοραία αξία της μετοχής τη συγκεκριμένη περίοδο.

3.10 Patrick Dennis, Deon Strickland (1998)

Η πιο πρόσφατη μελέτη¹² των Patrick Dennis και Deon Strickland το 1998 σκοπό έχει να εξετάσει τη σύνδεση μεταξύ διασπάσεων μετοχών, ιδιοκτησιακής δομής, όγκου συναλλαγών και μη κανονικών αποδόσεων.

Το δείγμα περιελάμβανε τις διασπάσεις μετοχών που έλαβαν χώρα από 1.1.1990 έως 31.12.1993 στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) στο Χρηματιστήριο της Αμερικής (AMEX) και στην αγορά του NASDAQ.

Αναφορικά με την ιδιοκτησιακή δομή της εταιρίας βρέθηκε ότι παρά το γεγονός ότι οι διασπάσεις μετοχών γίνονται προκειμένου η μετοχή να γίνει πιο προσιτή στους επενδυτές που αντιμετωπίζουν εισοδηματικούς περιορισμούς ή για να απομακρύνει τους θεσμικούς επενδυτές λόγω των παρατηρούμενων αυξημένων bid – offer spreads που ακολουθούν τη διάσπαση, η θεσμική ιδιοκτησία φαίνεται να αυξάνει μετά τη διάσπαση της μετοχής¹³.

¹²“The effect of stock splits on liquidity: Evidence from shareholder ownership composition, May 1, 1998.

¹³ Σε όμοια συμπεράσματα κατέληξε και η έρευνα των Samuel H. Szewczyk και George P. Tsetsekos “Why stock splits? Evidence from Institutional ownership”, σύμφωνα με την οποία, οι εταιρίες με χαμηλή θεσμική ιδιοκτησία πριν τη διάσπαση των μετοχών τους

Στην περίπτωση του όγκου συναλλαγών, τη μεγαλύτερη αύξηση στην εμπορευσιμότητα μετά τη διάσπαση της μετοχής την έχουν εταιρίες με χαμηλά επίπεδα θεσμικής ιδιοκτησίας. Σε γενικές γραμμές όμως, δε βρέθηκε αξιοσημείωτη αύξηση της εμπορευσιμότητας.

Τέλος, σημειώθηκαν μη κανονικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της διάσπασης, ενώ η σχέση μεταξύ αποδόσεων και θεσμικής ιδιοκτησίας φαίνεται να είναι αρνητική. Η αφύσικα αυξημένη απόδοση που παρατηρείται μετά τη διάσπαση της μετοχής, εν μέρει αποδίδεται στην υπόνοια που μεταδίδεται στην αγορά ότι η διοίκηση της εταιρίας είναι αισιόδοξη για την πορεία της εταιρίας στο μέλλον, καθώς και στη θεωρία της ρευστότητας, κατά την οποία η μετοχή μετά τη διάσπαση γίνεται περισσότερο προσιτή στους μικροεπενδυτές, όπως προαναφέρθηκε. Κατά αυτόν τον τρόπο, η μειωμένη τιμή της μετοχής μετά τη διάσπαση βελτιώνει τη ρευστότητα της.

Συμπεράσματα:

Η έρευνα κατέληξε ότι οι εταιρίες με χαμηλά επίπεδα θεσμικής ιδιοκτησίας πριν τη διάσπαση της μετοχής τους αυξάνουν την απόδοσή τους μετά τη διάσπαση, ενώ πριν την ανακοίνωση της διάσπασης η θεσμική ιδιοκτησία αυξάνει. Αντίθετα, η απόδοση για τις εταιρίες με υψηλά επίπεδα θεσμικής ιδιοκτησίας δε μεταβάλλεται μετά την πραγματοποίηση της διάσπασης και το ποσοστό θεσμικής ιδιοκτησίας μειώνεται πριν την ανακοίνωση της. Επιπρόσθετα, η θεσμική ιδιοκτησία πριν τη διάσπαση σχετίζεται αρνητικά με τη μη κανονική απόδοση που ακολουθεί τη διάσπαση. Από κοινού, τα ευρήματα της έρευνας κατέληξαν ότι υπάρχει αξία στην Υπόθεση Ρευστότητας για τις διασπάσεις μετοχών και η υπερβάλλουσα απόδοση μετά τη διάσπαση αποτελεί ένδειξη βελτιωμένης ρευστότητας.

αντιμετωπίζουν αυξημένα ποσοστά αυτής μετά τη διάσπαση, ενώ οι εταιρίες των οποίων τα ποσοστά θεσμικής ιδιοκτησίας είναι ήδη υψηλά, απλά σταθεροποιούνται μετά από τη διάσπαση. Ως εκ τούτου, οι διασπάσεις μετοχών φαίνεται να είναι περισσότερο χρήσιμες για τις εταιρίες με χαμηλή θεσμική ιδιοκτησία.

3.11 Anthony J. Amoruso, Jennifer J. Gaver, Kenneth M. Gaver (1998)

Με τη μελέτη¹⁴ τους οι Anthony J. Amoruso, Jennifer J. Gaver και Kenneth M. Gaver θέλησαν να αναζητήσουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τα αίτια της καθυστερημένης αντίδρασης της αγοράς στις πληροφορίες που αναφέρονται στα κέρδη των εταιριών.

Η μελέτη διεξήχθη για την περίοδο 1972 – 1996 και περιελάμβανε 1.781 διασπάσεις μετοχών με αναλογία 2 προς 1 ή και μεγαλύτερες διασπάσεις οι οποίες ανακοινώθηκαν στο CRSP. Για τους σκοπούς της έρευνας έγιναν οι εξής υποθέσεις:

- i. Η πορεία των κερδών μεταβάλλεται την περίοδο που ακολουθεί τη διάσπαση της μετοχής.
- ii. Η παραπάνω μεταβολή διαφέρει μεταξύ μικρών και μεγάλων εταιριών.

Συμπεράσματα:

Μετά τη διάσπαση της μετοχής η πορεία των ανακοινωθέντων κερδών μειώνεται για τις μικρές εταιρίες, ενώ για τις μεγάλες εταιρίες, οι οποίες φαίνεται να λειτουργούν σε περιβάλλον πληροφόρησης που επιτρέπει στους επενδυτές να αξιολογήσουν τη σημασία των τρεχουσών κερδών για τα μελλοντικά κέρδη, οι μη κανονικές αποδόσεις είναι αμελητέες, τόσο πριν, όσο και μετά τη διάσπαση. Περαιτέρω αποτελέσματα της μελέτης επίσης υποστηρίζουν ότι οι διασπάσεις μετοχών μεταφέρουν πληροφόρηση στους επενδυτές την οποία δύναται να συνεκτιμήσουν αναφορικά με τη σημασία των τρεχουσών κερδών στα μελλοντικά κέρδη. Η υπόθεση για τα συναλλακτικά κόστη, σύμφωνα με την οποία αυξάνουν

¹⁴ "The association between stock splits and post – earnings announcement drift", Dec. 1998.

μετά τη διάσπαση της μετοχής, δεν υποστηρίζεται από τα ευρήματα της έρευνας.

3.12 Christian Wulff (1999)

Ο Christian Wulff εστίασε την έρευνά¹⁵ του σε περιπτώσεις διασπάσεων μετοχών γερμανικών εταιριών, οι οποίες έλαβαν χώρα τη διετία 1994 – 1996 στο Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης (FSE). Μεταξύ Γερμανίας και Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής υπάρχουν θεσμικές διαφορές και νόμιμοι περιορισμοί οι οποίοι λειτουργούν περιοριστικά για τις γερμανικές εταιρίες ώστε να χρησιμοποιήσουν τη διάσπαση των μετοχών τους ως στρατηγική μεταφοράς πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό. Έτσι, παρατηρούνται χαμηλότερες αποδόσεις για τις γερμανικές εταιρίες σε σχέση με τις αμερικάνικες. Συγκεκριμένα, στη Γερμανία η απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης της διάσπασης ήταν πολύ χαμηλή και ασήμαντη, την επόμενη μέρα ήταν της τάξεως του 0,47% και παρέμεινε θετική και περισσότερο σημαντική για 4 ημέρες μετά την ανακοίνωση. Στο μεσοδιάστημα, δηλαδή -2 έως +3 ημέρες, η μη κανονική απόδοση συνολικά έφτασε το 0,74%, ενώ ελάχιστα παραπάνω, μόλις στο 0,80 ήταν οι trade – to – trade αποδόσεις.

Τα συμπεράσματα της έρευνας δεν υποστηρίζουν την Υπόθεση Ρευστότητας, παρά την αξιολογητή αύξηση που παρατηρείται στη ρευστότητα μετά από μια διάσπαση, χωρίς όμως να εκμηδενίζει τη σχέση μεταξύ αξίας μετοχής και ρευστότητας. Αντίθετα, τα ευρήματα της έρευνας για την περίπτωση της Γερμανίας, υποστηρίζουν περισσότερο την εμπειρική άποψη που θέλει τις μετοχές εταιριών που δεν τυγχάνουν της προσοχής των χρηματιστηριακών αναλυτών και των Επενδυτικών Οίκων να δίνουν υπεραυξημένες αποδόσεις. Η παραπάνω Υπόθεση είναι γνωστή ως “Neglected Firm Hypothesis”. Τελικά, η μελέτη υποστηρίζει ότι η

¹⁵ “The market reaction to stock splits – Evidence from Germany” Working Paper Series, Nov. 1999

περίπτωση των γερμανικών δεδομένων φαίνεται να είναι καλύτερη από αυτή των Η.Π.Α. διότι η αναλογία σπάνιων διαπραγματευόμενων μετοχών είναι χαμηλότερη στη Γερμανία.

3.13 Paul Schultz (2000)

Με την εργασία του “Stock splits, Tick Size¹⁶, and Sponsorship”¹⁷ ο Paul Schultz υποστηρίζει ότι οι διασπάσεις μετοχών αυξάνουν τον αριθμό των μικρομετόχων και παραθέτει ως πιθανή αιτία το μεγαλύτερο όφελος των χρηματιστών λόγω διερεύνησης του bid – ask spread στην προώθηση της μετοχής. Προς απόδειξη του ισχυρισμού του ο Paul Schultz παραθέτει υπεράριθμες μικρές εντολές αγοράς που δόθηκαν μετά από 235 διασπάσεις στην υπό μελέτη περίοδο (Απρίλιος 1993 – Μάρτιος 1994).

Στην εργασία του καταλήγει ότι δε βρέθηκαν ισχυρές ενδείξεις περί μείωσης του χρηματιστηριακού κόστους, γεγονός που δε συνέβη με τα κόστη εμπορευσιμότητας τα οποία αυξήθηκαν μετά τη διάσπαση της μετοχής. Τέλος, υποστηρίζει ότι απόρροια της διάσπασης είναι και η αναλογική αύξηση του Tick Size σε σχέση με την τιμή της μετοχής.

3.14 Gow – Cheng Huang, Kartono Liano, Ming – Shiun Pan (2002)

Άλλη μια μελέτη¹⁸ προκειμένου να εξεταστεί εάν υπάρχει σύνδεση μεταξύ των ανακοινώσεων για διάσπαση των μετοχών των εταιριών και της μελλοντικής κερδοφορίας τους έγινε από τους Gow – Cheng Huang, Kartono Liano και Ming – Shiun Pan. Από τα εμπειρικά δεδομένα δε βρέθηκαν αρκετά στοιχεία περί θετικής υποστήριξης της παραπάνω σχέσης.

¹⁶ Ο μικρότερος βαθμός αύξησης ή μείωσης της τιμής ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος. Lexicon of Money, Banking and Finance. Εκδόσεις Σταφυλίδη.

¹⁷ The Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, Feb. 2000, 429-450.

¹⁸ “Do stock splits signal future profitability?”, Working Paper Series, Jan. 2002.

Για τους σκοπούς της έρευνας χρησιμοποιήθηκε δείγμα 635 διασπάσεων μετοχών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) στο Χρηματιστήριο της Αμερικής (AMEX) και στην αγορά του NASDAQ από το 1982 μέχρι το 1997 με αναλογία 1 προς 0,5.

Σύμφωνα με τη μελέτη βρέθηκε αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μετοχών που διασπάστηκαν και μελλοντικής κερδοφορίας της εταιρίας, καθώς και μεταξύ τρέχουσας κερδοφορίας και παρελθουσών μεταβολών μερισμάτων. Επιπρόσθετα, οι διασπάσεις μετοχών δε δύνανται να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά ως μέσο εκ μέρους της διοίκησης ώστε να μεταφέρει την αισιόδοξη πεποίθηση της για τις προοπτικές της μελλοντικής κερδοφορίας. Ειδικότερα, το έτος της ανακοίνωσης της διάσπασης των μετοχών παρατηρείται η μεγαλύτερη μεταβολή στην κερδοφορία της εταιρίας, αλλά για τα επόμενα τρία έτη σημειώνεται σταδιακή πτώση, ενώ δε βρέθηκαν στοιχεία για μη κανονικές αποδόσεις μετοχών κατά τα τρία αυτά έτη που ακολουθούν τη διάσπαση.

3.15 Ravi Dhar, William N. Goetzmann, Ning Zhu (2002)

Στη μελέτη τους¹⁹ οι Ravi Dhar, William N. Goetzmann και Ning Zhu εστίασαν στη σχέση μεταξύ διασπάσεων μετοχών και «επενδυτικής πελατείας». Μελετήθηκαν δηλαδή οι κινήσεις των μεμονωμένων επενδυτών και των θεσμικών και πώς αυτές μεταβάλλονται μετά την πραγματοποίηση διασπάσεων μετοχών.

Τα δεδομένα αναφορικά με τους μεμονωμένους επενδυτές αντλήθηκαν από μια βάση δεδομένων η οποία ήταν δυνατό να δώσει λεπτομερείς καταγραφές των συναλλαγών των μεμονωμένων επενδυτών από μία μεγάλη εταιρία παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της Αμερικής. Αναλυτικότερα, αντλήθηκαν οι καθημερινές συναλλαγές και οι μηνιαίες θέσεις 77.995 επενδυτών, εκ των οποίων οι 62.387 περιπτώσεις

¹⁹ "The impact of clientele changes: Evidence from stock splits", Working Paper Series, Oct. 2002.

αναφέρονται σε συναλλαγές κοινών μετοχών μεταξύ Ιανουαρίου 1993 και Νοεμβρίου 1996. Για τη διεξαγωγή της έρευνας συλλέχθηκε η ημερομηνία, η προμήθεια, η κατεύθυνση και το μέγεθος της συναλλαγής. Επιπρόσθετα, οι ερευνητές γνώριζαν για περισσότερους από τους μισούς επενδυτές του δείγματος την ηλικία τους, το φύλλο, το επάγγελμα και το εισόδημα. Τέλος, δημιουργήθηκε και ένα μεγάλο δείγμα συναλλαγών αποτελούμενο από ομάδα θεσμικών επενδυτών.

Στα αποτελέσματα τους οι Ravi Dhar, William N. Goetzmann και Ning Zhu βρήκαν στοιχεία που ευνοούν την Υπόθεση της Ρευστότητας. Υποστηρίζουν δηλαδή την αντίληψη ότι οι διασπάσεις μετοχών προσελκύουν νέους μικροεπενδυτές οι οποίοι πριν από τη διάσπαση έβρισκαν ακριβή τη μετοχή, αυξάνοντας έτσι τη ρευστότητα και μεταβάλλοντας τη σύνθεση των μετόχων. Η είσοδος αυτή νέων επενδυτών εξηγεί εν μέρει τη θετική αλλαγή της πορείας της μετοχής, καθώς οι μετοχές κινούνται μαζί με το Δείκτη της αγοράς μετά τη διάσπαση.

Η Υπόθεση του «Σινιάλου» επίσης υποστηρίζεται από την έρευνα, καθώς τα ευρήματα δείχνουν ότι οι διασπάσεις λειτουργούν και ως το όχημα για να μεταφέρει η διοίκηση πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας.

Τα συμπεράσματα της μελέτης συνοψίζονται ως εξής:

Σημειώθηκε αύξηση μεγαλύτερη του 50% των συναλλαγών μεμονωμένων επενδυτών μετά τη σχετική ανακοίνωση περί διάσπασης των μετοχών, ενώ αυξήθηκε και η αγοραστική τους τάση. Στην άλλη πλευρά βρίσκονται οι θεσμικοί, όπου στην περίπτωση τους μειώθηκε και η συνολική ροή των αγορών και ο δείκτης αγοράς/πωλήσεις. Συμπληρωματικά, το μεγαλύτερο κομμάτι της πίτας των μετοχών ανήκει σε λιγότερο ειδήμονες επενδυτές.

Ως ένδειξη αύξησης της ρευστότητας μετά τη διάσπαση παρατηρήθηκε μείωση του αντίκτυπου της τιμής των συναλλαγών και του bid – ask spread.

Οι αλλαγές στην «πελατεία» και την επενδυτική συμπεριφορά φαίνεται να συνδέονται με καθεστωτικές αλλαγές δυναμική της αποτίμησης του ενεργητικού.

3.16 Vijay M. Jog, PengCheng Zhu (2004)

Η μελέτη με τίτλο “Thirty years of stock splits, reverse stock splits and stock dividends in Canada”²⁰ των Vijay M. Jog και PengCheng Zhu είναι η πρώτη εργασία στην αρθρογραφία του Καναδά που περιέχει ιστορικά στοιχεία για την τάση των διασπάσεων μετοχών, των συμπύξεων μετοχών και των διανομών μερισμάτων. Εστιάζοντας στους 60 μήνες που προηγούνται και στους 60 μήνες που έπονται του γεγονότος της διάσπασης, της σύμπτυξης και της διανομής μερίσματος εξετάζονται οι πιθανές μεταβολές στις αποδόσεις των μετοχών, στα κέρδη ανά μετοχή, στους συντελεστές Βήτα, στον αριθμό συναλλαγών και στους δείκτες P/E. Προτείνεται η υπόθεση ότι η διοίκηση της εταιρίας χρησιμοποιεί τις διασπάσεις μετοχών ως στρατηγική μείωσης του ελέγχου της εταιρίας από θεσμικούς επενδυτές, δηλαδή ως στρατηγική αλλαγής της μετοχικής σύνθεσης της εταιρίας.

Από τη μελέτη 836 περιπτώσεων διασπάσεων μετοχών, 234 συμπύξεων μετοχών και 577 διανομών μερισμάτων για εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο του Τορόντο (Toronto Stock Exchange) για το διάστημα 1970 – 2002 προέκυψε ότι:

Οι διασπάσεις μετοχών είναι χαρακτηριστικό ανοδικών (bull) κυρίως αγορών, όπου σημειώνονται μη κανονικές αποδόσεις στις τιμές των μετοχών. Το διάστημα που ακολουθεί τις διασπάσεις μετοχών η τάση των μη κανονικών αποδόσεων δε δείχνει τέτοια αύξηση ώστε να υπονοεί ότι οι περισσότερες αυξήσεις τιμών παρατηρούνται την περίοδο πριν από τη διάσπαση.

²⁰ Working Paper Series, Jun. 2004

Η Υπόθεση της βέλτιστης τιμής (Optimum Price) υποστηρίζεται από τα ευρήματα της μελέτης, καθώς η εμπορευσιμότητα και ο όγκος συναλλαγών αυξάνουν μετά τη διάσπαση των μετοχών, ενώ μεταβάλλεται και η σύνθεση των μετόχων.

Η αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή μετά το γεγονός της διάσπασης και στους δείκτες P/E τόσο το υπό μελέτη διάστημα πριν από τη διάσπαση, όσο μετά φαίνεται να είναι μόνιμη. Δε σημειώθηκαν αλλαγές στη μερισματική πολιτική των εταιριών, γεγονός που υποστηρίχθηκε από τη διαπίστωση ότι οι εταιρίες οι οποίες προχώρησαν σε διάσπαση των μετοχών τους συνέχισαν να αυξάνουν τα μερίσματα τους σταθερά.

Τέλος, η Υπόθεση περί «ζινιάλου» δεν υποστηρίζεται, αφού παρά το γεγονός ότι υπάρχει αύξηση στην εμπορευσιμότητα, η αποδοτικότητα των μετοχών πριν το υπό μελέτη γεγονός είναι μικρότερη από ότι μετά.

3.17 Ruslan Y. Goyenko, Graig W. Holden, Andrey D. Ukhov (2005)

Σε μια από τις πιο πρόσφατες έρευνες²¹ παρουσιάζονται οι τρεις κύριες θεωρίες για τις διασπάσεις (The signaling theory, The trading theory, The optimal tick size theory), ώστε να εξεταστεί η επίδραση των διασπάσεων των μετοχών στη μακροχρόνια ρευστότητα. Το αρχικό δείγμα της έρευνας αναφερόταν στις διασπάσεις μετοχών που σημειώθηκαν μεταξύ 1964 – 1997 και οι οποίες αντλήθηκαν από τις CRSP, NYSE/AMEX tapes. Το τελικό δείγμα κάλυπτε την περίοδο 1963-2003 καθώς οι διασπάσεις που συμπεριλήφθηκαν στην έρευνα κάλυπταν τα παρακάτω κριτήρια:

- i) Τα στοιχεία για την κεφαλαιοποίηση, την εκτιμώμενη ρευστότητα και τη 12μηνια συσσωρευμένη απόδοση ήταν διαθέσιμα στο τέλος το αμέσως προηγούμενου μήνα που έγινε η διάσπαση της μετοχής.

²¹ "Do stock splits improve liquidity?", Working Paper Series, May 2005

- ii) Οι διασπάσεις μετοχών αναφέρονταν σε κοινές μετοχές.
- iii) Υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία τουλάχιστον για 72 μήνες μετά τη διάσπαση και 12 μήνες πριν τη διάσπαση.
- iv) Οι διασπάσεις που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια των 72 μηνών μετά την αρχική διάσπαση, αγνοήθηκαν.

Συμπερασματικά, η ρευστότητα για τις εταιρίες που προχώρησαν σε διάσπαση της μετοχής τους είναι χειρότερη από τις εταιρίες του δείγματος ελέγχου, η οποία όμως βελτιώνεται στους επόμενους 60 μήνες μετά τη διάσπαση. Η μεταβλητότητα αυξάνει κατά τον πρώτο μήνα μετά τη διάσπαση της, αλλά στα επόμενα 3 με 4 χρόνια εξομοιώνεται με αυτή των εταιριών που δεν διέσπασαν τη μετοχή τους. Σε γενικές γραμμές η μελέτη παρέχει υποστήριξη και στις τρεις θεωρίες που αναφέρονται στις διασπάσεις μετοχών.

Συμπεράσματα

Οι μελέτες που παρουσιάστηκαν επιχείρησαν να ερμηνεύσουν τις διασπάσεις μετοχών ως χρηματοοικονομική στρατηγική, τα κίνητρα που ωθούν μια εταιρία να εφαρμόσει μια τέτοια στρατηγική και τις συνέπειες αυτού του γεγονότος.

Οι περισσότερες μελέτες συγκλίνουν στο ρόλο των διασπάσεων μετοχών ως τρόπο επαναφοράς της τιμής της μετοχής σε χαμηλότερα επίπεδα διαπραγμάτευσης. Υπό αυτή την έννοια, υπονοείται ότι η διοίκηση της εταιρίας επιθυμεί να κάνει την τιμή της μετοχής της εταιρίας περισσότερο προσιτή και στους μικροεπενδυτές οι οποίοι θεωρούσαν την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής υψηλή για τις οικονομικές τους δυνατότητες.

Απόρροια του παραπάνω είναι η αλλαγή στη μετοχική σύνθεση της εταιρίας, λόγω της μεταβολής των ποσοστών διακράτησης των μετοχών από μεμονωμένους επενδυτές και θεσμικούς. Σαφώς, υπάρχει και το

ενδεχόμενο η αλλαγή στη μετοχική σύνθεση να μην είναι το αποτέλεσμα, αλλά η αιτία για τη διάσπαση των μετοχών. Αυτό συμβαίνει στις περιπτώσεις όπου η διοίκηση της εταιρίας επιθυμεί να μειώσει τον έλεγχο από τους θεσμικούς επενδυτές όταν τα ποσοστά διακράτησης αυτών είναι υψηλά.

Τα αποτελέσματα των ερευνών διαφέρουν ως προς την κατεύθυνση της ρευστότητας μετά την ανακοίνωση και την πραγματοποίηση της διάσπασης μετοχών. Ορισμένες μελέτες έδειξαν ότι αυξάνεται, ως αποτέλεσμα της εισόδου των μικροεπενδυτών μετά τη μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής, ενώ άλλες δείχνουν ότι μειώνεται. Το βέβαιο φαίνεται να είναι η μη κανονική συμπεριφορά της τιμής της μετοχής, ενώ για την εμπορευσιμότητα υπάρχει απόκλιση απόψεων, καθώς βρέθηκε είτε να αυξάνεται είτε να μην επηρεάζεται.

Επιπλέον, τα συμπεράσματα των ερευνών συμφωνούν στην πλειοψηφία τους στην Υπόθεση του Σινιάλου, που αναφέρεται στη δυνατότητα της στρατηγικής της διάσπασης να χρησιμοποιηθεί από τη διοίκηση της εταιρίας για να μεταφέρει στην αγορά πληροφορίες που αφορούν στην εταιρία και ιδιαίτερα την πεποίθηση της για τη θετική πορεία της μελλοντικής κερδοφορίας της.

Στο σημείο αυτό, τίθεται το θέμα περί χειραγώγησης, καθώς η διοίκηση της εταιρίας έχει το συγκριτικό πλεονέκτημα της ιδιωτικής πληροφόρησης και της επιλογής εξωτερίκευσης των πληροφοριών που εκείνη επιθυμεί. Ενδεχομένως για αυτό το λόγο δεν είναι σαφής η πορεία των κερδών μετά τη διάσπαση, καθώς καταγράφονται ρυθμοί αύξησης, αλλά και μείωσης αυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Δ Ε Δ Ο Μ Ε Ν Α

Στην παρούσα μελέτη εξετάζονται οι περιπτώσεις εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίες προέβησαν σε διάσπαση των μετοχών τους και τη δωρεάν διανομή αυτών στο επενδυτικό κοινό, κατά την περίοδο 1990 έως Οκτώβριο 2005.

Για την υπό μελέτη περίοδο συγκεντρώθηκαν τελικώς 34 περιπτώσεις διασπάσεων κοινών μετοχών. Από το αρχικό δείγμα εξαιρέθηκαν 14 περιπτώσεις εταιριών, καθώς είτε δεν υπήρχαν επαρκείς τιμές για την περίοδο εφαρμογής της μεθοδολογίας, είτε δεν κατέστη εφικτό να συγκεντρωθεί η ακριβής ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση στον τύπο.

Η περίοδος εφαρμογής της μεθοδολογίας περιλαμβάνει 150 ημέρες πριν ($t = -150$) και 50 ημέρες μετά ($t = 50$) από το γεγονός της πρώτης ανακοίνωσης ($t = 0$) της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση με θέμα τη διάσπαση των μετοχών της εταιρίας, δηλαδή συνολικά 201 παρατηρήσεις.

Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση των μετόχων συγκεντρώθηκαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και από οικονομικές εφημερίδες. Οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών και του Γενικού Δείκτη για το σύνολο των 201 ημερών συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων DataStream.

Για το τελικό δείγμα των 34 εταιριών εφαρμόστηκε το Υπόδειγμα της «Προσαρμοσμένης με το Δείκτη της Αγοράς Απόδοσης» (Market – adjusted Model), το οποίο παρουσιάζεται αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο. Δευτερογενώς, προκειμένου να απομονωθούν οι περιπτώσεις των έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων όπου μοναδικό θέμα συζήτησης ήταν η διάσπαση των μετοχών της εταιρίας, έγινε διάκριση μεταξύ του συνολικού δείγματος των 34 περιπτώσεων και του «καθαρού» δείγματος των 27 περιπτώσεων.

Στον πίνακα 1 που ακολουθεί, παρατίθεται το συνολικό δείγμα των εταιριών που προέβησαν σε διάσπαση των μετοχών τους, η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης στον τύπο και η μορφή της Γενικής Συνέλευσης, ενώ στον πίνακα 2 παρουσιάζεται το «καθαρό» δείγμα της εργασίας, για την περίοδο 1990 έως Οκτώβριο 2005.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ
ΗΜ/ΝΙΑ 1^{ης} ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΤΥΠΟ – ΜΟΡΦΗ Γ.Σ.
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990 – Οκτ. 2005**

A/A	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΗΜ/ΝΙΑ 1^{ης} ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΤΥΠΟ	ΜΟΡΦΗ Γ.Σ.
1	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	27/5/90	ΤΑΚΤΙΚΗ
2	ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ	18/12/94	ΕΚΤΑΚΤΗ
3	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	24/2/94	ΕΚΤΑΚΤΗ
4	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	3/6/95	ΕΚΤΑΚΤΗ
5	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	12/1/96	ΕΚΤΑΚΤΗ
6	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	4/10/96	ΕΚΤΑΚΤΗ
7	ΤΣΙΠΙΤΑ	20/5/97	ΤΑΚΤΙΚΗ
8	ΑΛΤΕ	16/9/97	ΕΚΤΑΚΤΗ
9	ΣΙΔΕΝΟΡ	17/9/97	ΕΚΤΑΚΤΗ
10	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	21/5/98	ΕΚΤΑΚΤΗ
11	ΙΜΠΕΡΙΟ	8/7/98	ΕΚΤΑΚΤΗ
12	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	23/12/98	ΕΚΤΑΚΤΗ
13	ΜΕΤΚΑ	9/1/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
14	ΑΛΦΑ FINANCE	4/3/99	ΤΑΚΤΙΚΗ
15	ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	4/5/99	ΤΑΚΤΙΚΗ
16	ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ (ΝΟΤΟΣ)	18/5/99	ΤΑΚΤΙΚΗ

17	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	8/6/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
18	ΑΘΗΝΑ ΑΕΒ	10/8/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
19	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	27/8/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
20	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	3/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
21	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	4/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
22	ΠΑΪΡΗΣ	11/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
23	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	21/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
24	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	26/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
25	ΤΣΙΠΙΤΑ	19/10/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
26	ΤΙΤΑΝ	31/10/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
27	ΚΟΡΦΙΑ	7/12/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
28	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	15/2/00	ΕΚΤΑΚΤΗ
29	ΕΤΕΒΑ	3/3/00	ΤΑΚΤΙΚΗ
30	ΤΕΛΕΚΟΜ (ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ)	1/4/00	ΕΚΤΑΚΤΗ
31	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	7/6/00	ΤΑΚΤΙΚΗ
32	ΣΕΑΦΑΡΜ	22/11/00	ΕΚΤΑΚΤΗ
33	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	17/3/05	ΤΑΚΤΙΚΗ
34	ΠΡΟΟΔΟΣ	13/6/05	ΕΚΤΑΚΤΗ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: «ΚΑΘΑΡΟ ΔΕΙΓΜΑ»

ΗΜ/ΝΙΑ 1ης ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΤΥΠΟ – ΜΟΡΦΗ Γ.Σ.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1990 – Οκτ. 2005

Α/Α	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΗΜ/ΝΙΑ 1ης ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΤΥΠΟ	ΜΟΡΦΗ Γ.Σ.
1	ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ	18/12/94	ΕΚΤΑΚΤΗ
2	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	24/2/94	ΕΚΤΑΚΤΗ

3	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	3/6/95	ΕΚΤΑΚΤΗ
4	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	12/1/96	ΕΚΤΑΚΤΗ
5	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	4/10/96	ΕΚΤΑΚΤΗ
6	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	4/10/96	ΕΚΤΑΚΤΗ
7	ΑΛΤΕ	16/9/97	ΕΚΤΑΚΤΗ
8	ΣΙΔΕΝΟΡ	17/9/97	ΕΚΤΑΚΤΗ
9	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	21/5/98	ΕΚΤΑΚΤΗ
10	ΙΜΠΕΡΙΟ	8/7/98	ΕΚΤΑΚΤΗ
11	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	23/12/98	ΕΚΤΑΚΤΗ
12	ΜΕΤΚΑ	9/1/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
13	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	8/6/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
14	ΑΘΗΝΑ ΑΕΒ	10/8/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
15	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	27/8/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
16	ΙΝΤΡΑΚΟΜ	3/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
17	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	4/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
18	ΠΑΪΡΗΣ	11/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
19	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	21/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
20	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	26/9/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
21	ΤΣΙΠΙΤΑ	19/10/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
22	ΤΙΤΑΝ	31/10/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
23	ΚΟΡΦΙΑ	7/12/99	ΕΚΤΑΚΤΗ
24	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	15/2/00	ΕΚΤΑΚΤΗ
25	ΤΕΛΕΚΟΜ (ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ)	1/4/00	ΕΚΤΑΚΤΗ
26	ΣΕΑΦΑΡΜ	22/11/00	ΕΚΤΑΚΤΗ
27	ΠΡΟΟΔΟΣ	13/6/05	ΕΚΤΑΚΤΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύεται η μεθοδολογία που ακολουθείται στην εργασία για την εκτίμηση των μεταβολών των τιμών των μετοχών έπειτα από την ανακοίνωση διάσπασης των μετοχών και τη δωρεάν διανομή αυτών, ενώ γίνεται αναφορά στα πιο δημοφιλή Υποδείγματα που έχουν προταθεί για το σκοπό αυτό.

Συγκεκριμένα, ερευνάται πώς μεταβάλλεται η τιμή των μετοχών γύρω από την ημερομηνία διάχυσης της σχετικής ανακοίνωσης στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το ερευνητικό ενδιαφέρον επικεντρώνεται στις περιπτώσεις δωρεάν διανομής μετοχών στους νυν μετόχους της εταιρίας και δεν εξετάζονται οι περιπτώσεις διανομής σε μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ή σε υπαλλήλους της εταιρίας.

Η ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόθεσης διάσπασης μετοχών της εταιρίας αντλήθηκε, κυρίως, από ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες στις οποίες η εταιρία δημοσίευσε την πρόσκληση σε Γενική Συνέλευση και στην οποία μεταξύ των θεμάτων συμπεριλαμβανόταν η διάσπαση των μετοχών της.

Για τους σκοπούς της έρευνας, ως μέτρο σύγκρισης των μεταβολών των τιμών των μετοχών χρησιμοποιείται η «κανονική» ή «αναμενόμενη» απόδοση των μετοχών, η οποία δύναται να προκύψει από τα Υποδείγματα¹:

- της «αγοράς» (Market Model)
- της «μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης» (Mean – adjusted Model)

¹ Αναλυτικότερη παρουσίαση για τα Υποδείγματα: Stephen J. Brown και Jerold B. Warner "Measuring Security Price Performance", Journal of Financial Economics 8 (1980), 205 – 258.

- της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης» (Market – adjusted Model).

Επιπρόσθετα, εκτιμώνται οι έκτακτες αποδόσεις και ο βαθμός σημαντικότητας αυτών.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΙΣΡΟΗΣ ΝΕΑΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η πορεία της τιμής των μετοχών επηρεάζεται από ένα σύνολο παραγόντων όπου καθένας από αυτούς, μεμονωμένα ή συνδυαστικά, φέρει μερίδιο ευθύνης για την παρατηρούμενη απόδοση της μετοχής. Επομένως, προκειμένου να απομονωθεί η επίδραση της ανακοίνωσης διάσπασης των μετοχών στην τιμή της μετοχής της εταιρίας, πρέπει να υπολογιστεί η «έκτακτη» ή «μη αναμενόμενη» απόδοση (e_{it}) της μετοχής i την ημέρα t .

Έστω:

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

$E(R_{it})$: η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

Η «έκτακτη» ή «μη αναμενόμενη» απόδοση (e_{it}) είναι η διαφορά της απόδοσης της μετοχής i που παρατηρείται κατά την ημέρα t , δηλαδή R_{it} , και της απόδοσης της ίδιας μετοχής, την ίδια ημέρα, στην περίπτωση απουσίας της σχετικής ανακοίνωσης, δηλαδή $E(R_{it})$.

Επομένως,

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

Κατόπιν των παραπάνω, για να υπολογιστεί η «έκτακτη» απόδοση των μετοχών πρέπει να εκτιμηθεί η αναμενόμενη απόδοση με τη βοήθεια των προαναφερθέντων Υποδειγμάτων.

ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Το Υπόδειγμα της Αγοράς είναι από τα πλέον δημοφιλή και προτείνει μια γραμμική σχέση μεταξύ πραγματικής απόδοσης της μετοχής και της αγοράς². Εκφράζεται ως εξής:

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

όπου,

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

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

β_i = ο συντελεστής Βήτα ή εναλλακτικά ο συστηματικός κίνδυνος του αξιογράφου

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

e_{it} = υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t που ακολουθεί

Κανονική Κατανομή με Μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση.

$i = 1, \dots, N$

$t = 1, \dots, N$

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς ουσιαστικά είναι ένα χαρτοφυλάκιο/δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία

² Brealey, Myers, Allen "Corporate Finance" McGraw – Hill International Edition, Eighth Edition, p.1.001.

τους στην αγορά, όπως ο Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Εν προκειμένω, λόγω μειονεκτημάτων ο Γ.Δ.Τ.Χ.Α.Α. δεν επαρκεί και στο παρόν Υπόδειγμα χρησιμοποιείται ο «Σταθμικός – με αγοραίες αξίες Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς»³

Ο συντελεστής Βήτα είναι ένα μέτρο ευαισθησίας που εκφράζει τη σχέση επικινδυνότητας της μετοχής σε σύγκριση με την επικινδυνότητα της αγοράς. Εναλλακτικά, είναι ο πιο απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς μέσα σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά⁴, η οποία θεωρείται ότι προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ο οποίος εξ' ορισμού έχει συντελεστή βήτα ίσο με τη μονάδα. Ο συντελεστής βήτα ορίζεται ως το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής i και της απόδοσης της αγοράς με τη διακύμανση της απόδοσης της αγοράς.

Δηλαδή,

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

Εξ ου δε τε ρ ω σ η των μεταβολών της αγοράς που προκαλούνται από την ανακοίνωση αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου

Συνήθως, η εκτίμηση του Υποδείγματος της αγοράς γίνεται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, παρέχοντας εκτιμήσεις των συντελεστών άλφα και βήτα. Σε αυτή την περίπτωση η εξίσωση (2) διαμορφώνεται:

³ Για τον υπολογισμό του Δείκτη βλέπε Τραυλός (1992).

⁴ Νικόλαος Δ. Φίλιππας «Επενδύσεις» Εκδόσεις Κων/νος Σμπίλιας, 2005, σελ.341

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

όπου,

$[\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}]$ = η «κανονική» - «αναμενόμενη» απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

$\hat{\epsilon}_{it}$ = η «έκτακτη» - «μη αναμενόμενη» απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

Ως εκ τούτου, η εκτιμώμενη «έκτακτη» απόδοση φαίνεται να είναι η παρατηρηθείσα απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t μειωμένη κατά την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t , όπως αυτή εκτιμήθηκε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Αυτή ακριβώς η αναμενόμενη απόδοση $[\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}]$ εξουδετερώνει την δυνητική επίδραση των διακυμάνσεων της αγοράς, αλλά όχι και τις επιρροές άλλων παραγόντων – γεγονότων, εξαιρουμένης της ανακοίνωσης διάσπασης των μετοχών.

Εξουδετέρωση των μεταβολών της αγοράς που προκαλούνται από άλλους παράγοντες

Προκειμένου για την εξουδετέρωση των επιδράσεων που τυχόν προκαλούνται στις τιμές των μετοχών από άλλους παράγοντες εκτός από το υπό μελέτη γεγονός της ανακοίνωσης αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου μέσω διάσπασης μετοχών, επιστρατεύεται ο διαστρωματικός μέσος όρος των εκτάκτων αποδόσεων των μετοχών.

Έτσι, υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση ως εξής:

$$A\bar{R}_t = \bar{e}_t = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{e}_{it}}{N} \quad (4)$$

όπου,

t = περίοδος γεγονότος

N = ο αριθμός των μετοχών του δείγματος την ημέρα t

Το πρόβλημα του «ετεροχρονισμού»

Το πρόβλημα του ετεροχρονισμού αναφέρεται στη διαφορετική χρονική στιγμή κατά την οποία δίνεται η ανακοίνωση προς δημοσίευση με τις ώρες διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Ως εκ τούτου, εγείρει την ανάγκη υπολογισμού του αθροιστικού μέσου των εκτάκτων αποδόσεων των μετοχών για χρονικό διάστημα δύο ημερών [$CAR(t_1, t_2)$, Cumulative Abnormal Returns].

Έτσι,

$$[CAR(t_1, t_2)] = \sum_{t=t_1}^{t_2} A\bar{R}_t \quad (5)$$

Αναλυτικότερα, η πιθανότητα η ανακοίνωση από την εταιρία να δοθεί στη δημοσιότητα ακριβώς ή λίγο πριν από την έναρξη των εργασιών του Χρηματιστηρίου είναι μηδαμινή. Αυτό που συνήθως συμβαίνει είναι να δοθεί τη μια μέρα ($t=-1$) και να δημοσιευθεί την επόμενη ($t=0$), οπότε η αντίδραση της αγοράς θα φανεί μια μέρα μετά. Σε αυτό ακριβώς το σημείο, εάν η πληροφορία κοινοποιηθεί πριν το πέρας των συναλλαγών, η αντίδραση της αγοράς στην εισροή της νέας πληροφορίας φαίνεται νωρίτερα από ότι στην περίπτωση όπου η ανακοίνωση δίνεται προς

δημοσίευση μετά τη λήξη των εργασιών του Χρηματιστηρίου, οπότε η αγορά αντιδρά στη νέα πληροφορία με μια μέρα καθυστέρηση.

ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Στο πλαίσιο του Υποδείγματος της Μέσης Προσαρμοσμένης Απόδοσης χρησιμοποιείται ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων (\bar{R}_i) για την περίοδο προσδιορισμού, προκειμένου να υπολογιστεί η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i και κατόπιν η μέση έκτακτη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t ως εξής:

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - \bar{R}_i \quad (6)$$

$$\text{όπου } \bar{R}_i = \frac{\sum_{t=-51}^{-150} R_{it}}{100}$$

Τέλος, υπολογίζονται η μέση έκτακτη απόδοση ($A\bar{R}_i$) και ο αθροιστικός μέσος των εκτάκτων αποδόσεων [$CAR(t_1, t_2)$] για το δείγμα των N μετοχών.

ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Στο Υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης με το Δείκτη της Αγοράς Απόδοσης η έκτακτη απόδοση της μετοχής i είναι η απόδοση της μετοχής μειωμένη κατά την αντίστοιχη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t , ήτοι:

$$\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (7)$$

Υποθέσεις:

1. Οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές του δείγματος σε κάθε περίοδο t , αλλά όχι απαραίτητα σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή.
2. Χρήση «Σταθμικού – με αγοραίες αξίες – Δείκτη Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς».

Στη συνέχεια, προκειμένου να διαπιστωθεί η ευαισθησία των αποτελεσμάτων που βρήκαμε με τη μεθοδολογία που επιλέχθηκε, συγκρίνονται η μέση έκτακτη απόδοση (\overline{AR}_t) και ο αθροιστικός μέσος των εκτάκτων αποδόσεων [$CAR(t_1, t_2)$] για το δείγμα των N μετοχών.

ΕΠΙΛΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Στην παρούσα εργασία, για την εξέταση των μεταβολών των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης περί διάσπασης των μετοχών της εταιρίας, προτιμήθηκε η μέθοδος της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης» για τους εξής λόγους:

1. Στο «Υπόδειγμα της Αγοράς» διαπιστώνονται αστάθειες στις παραμέτρους που υπολογίζονται με τη χρήση αυτού.
2. Το Υπόδειγμα της «μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης» αποδυναμώνεται λόγω του ότι οι τιμές των μετοχών συχνά εμφανίζουν μεγάλες μεταβολές αδικαιολόγητα.
3. Οι ιδιορρυθμίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

4. Οι μεταβολές που έλαβαν χώρα στην αγορά ταυτόχρονα με την επιρροή της ανακοίνωσης περί διάσπασης των μετοχών και τη δωρεάν διανομή αυτών στο δείγμα και τις οποίες το υπόδειγμα της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης» λαμβάνει υπόψη, σε αντίθεση με το υπόδειγμα της «μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης».

Για τον στατιστικό έλεγχο των αποδόσεων και τη σημαντικότητα αυτών χρησιμοποιούνται οι στατιστικοί συντελεστές t (t – statistics):

$$\text{Στατιστικός } t(AR) = \frac{\overline{AR}_t}{S(AR_t)} \quad (8)$$

$$\text{Στατιστικός } t = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * S(AR_t)} \quad (9)$$

όπου,

$S(AR_t)$: Η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων εκτάκτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού, δηλαδή 100 ημέρες από την περίοδο $t = -150$ έως την περίοδο $t = -51$ σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης $t = 0$.

$T = t_2 - t_1 + 1$: με t_1, t_2 η πρώτη και η τελευταία ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση αντίστοιχα.

Στη μελέτη επιλέχθηκε η περίοδος προσδιορισμού για κάθε εταιρία το διάστημα $t = -150$ έως $t = -50$ (σύνολο 100 παρατηρήσεων) και η περίοδος γεγονότος το διάστημα $t = -20$ έως $t = 20$ (σύνολο 41 παρατηρήσεων) από

την ημέρα ανακοίνωσης $t = 0$. Αθροιστικά δηλαδή, επιλέχθηκαν 201 ημερήσιες αποδόσεις για κάθε εταιρία.

Τέλος, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις $[CAR(t_1, t_2)]$ υπολογίστηκαν για τις περιόδους $(-1, 0)$, $(-5, 0)$ και $(-10, 0)$, τόσο για το συνολικό δείγμα, όσο και για το «καθαρό» δείγμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης» στο συνολικό δείγμα, αποτελούμενο από 34 εταιρίες και στο «καθαρό» δείγμα, αποτελούμενο από 27 εταιρίες. Η διάκριση μεταξύ συνολικού και «καθαρού» δείγματος γίνεται για να απομονωθεί το γεγονός της διάσπασης των μετοχών, ως μοναδικό θέμα συζήτησης στη Γενική Συνέλευση των μετόχων.

Αφού συγκεντρώθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών των εταιριών που αποτελούσαν το δείγμα και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, για 150 ημέρες πριν ($t = -150$) και 50 ημέρες μετά ($t = 50$) από την ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση στον τύπο, $t = 0$, υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις για κάθε μια εταιρία και για το Γενικό Δείκτη, (σύνολο δηλαδή 201 ημερήσιων αποδόσεων). Έπειτα, υπολογίστηκαν οι έκτακτες αποδόσεις για κάθε μια εταιρία και του χαρτοφυλακίου, καθώς επίσης οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις $[CAR(t_1, t_2)]$ για τις περιόδους $(-1, 0)$, $(-5, 0)$ και $(-10, 0)$ για το συνολικό και το «καθαρό» δείγμα, σύμφωνα με τους τύπους (7) και (5) του προηγούμενου κεφαλαίου αντίστοιχα, δηλαδή:

Έκτακτη απόδοση της μετοχής i :

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Για την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, χρησιμοποιήθηκε η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Αθροιστικός Μέσος των εκτάκτων αποδόσεων των μετοχών για χρονικό διάστημα δύο ημερών $[CAR(t_1, t_2)]$:

$$[CAR(t_1, t_2)] = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{EA}_t$$

Τέλος, υπολογίστηκε ο συντελεστής t (t – statistics) για την περίοδο του γεγονότος η οποία περιλαμβάνει 41 παρατηρήσεις (-20 έως 20) παρατηρήσεις από την $t = 0$), σύμφωνα με τους τύπους (8) και (9) αντίστοιχα, του προηγούμενου κεφαλαίου, δηλαδή:

$$\text{Στατιστικός } t(EA) = \frac{\overline{EA}_t}{S(EA_t)}$$

$$\text{Στατιστικός } t = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * S(EA_t)}$$

Στους πίνακες 3 και 4 που ακολουθούν παρατίθενται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας, δηλαδή οι ημερήσιες Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις του χαρτοφυλακίου (EA), οι Στατιστικοί Συντελεστές t [$t(EA)$] για τις αντίστοιχες έκτακτες αποδόσεις, οι θετικές και αρνητικές παρατηρήσεις των ημερήσιων μέσων έκτακτων αποδόσεων και το ποσοστό των θετικών παρατηρήσεων για το σύνολο του χαρτοφυλακίου, για την περίοδο του γεγονότος, δηλαδή για περίοδο είκοσι ημερών, πριν και μετά, (-20, +20), την ημερομηνία ανακοίνωσης της διάσπασης ($t=0$), καθώς και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις $[CAR(t_1, t_2)]$ και οι Στατιστικοί Συντελεστές t [$t(CAR,)$], για τις περιόδους (-1, 0), (-5, 0) και (-10, 0), για το συνολικό δείγμα ($N = 34$) και για το «καθαρό» δείγμα ($N = 27$) αντίστοιχα, για την περίοδο 1990 – Οκτώβριο 2005. Το διακριτικό (*) αναφέρεται στις περιπτώσεις στατιστικής σημαντικότητας για τιμές μεγαλύτερες του 1,8.

Συγκεκριμένα, για το συνολικό δείγμα (πίνακας 3), η έκτακτη απόδοση του χαρτοφυλακίου μια ημέρα πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης ($t = -1$) είναι 0,93%, δηλαδή στατιστικά ασήμαντη [$t(EA) = 1,22$]. Το ίδιο συμβαίνει και μια ημέρα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης, όπου οι τιμές είναι ακόμη μικρότερες, με έκτακτη απόδοση 0,28%, [$t(EA) = 0,54$]. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο $(-1,0)$ είναι 1,14% επίσης στατιστικά ασήμαντη, με επίπεδο κριτικής τιμής $t[CAR(-1,0)] = 1,58$. Αντίθετα, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις περιόδους $(-5,0)$ και $(-10,0)$ είναι 3,67% και 8,97% αντίστοιχα, είναι στατιστικά σημαντικές $\{t[CAR(-5,0)] = 2,96$ και $t[CAR(-10,0)] = 5,33\}$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ						
Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (ΕΑ), Στατιστικοί Συντελεστές t {t(ΕΑ)} για περίοδο είκοσι ημερών, πριν και μετά (-20, +20) την ημερομηνία ανακοίνωσης της διάσπασης (t=0) από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α.. Μέγεθος Δείγματος N = 34, Περίοδος 1990 - Οκτ. 2005.						
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΕΑ	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΘΕΤΙΚΩΝ (%)	t(ΕΑ)
-20	34	0,0062	16	18	47,05	1,2291
-19	34	0,0160	24	10	70,58	3,1529*
-18	34	0,0098	17	17	50,00	1,9365*
-17	34	0,0069	21	13	61,76	1,3696
-16	34	-0,0012	17	17	50,00	-0,2457
-15	34	0,0053	17	17	52,94	1,0454
-14	34	0,0035	14	20	41,17	0,6823
-13	34	0,0141	21	13	61,76	2,7848*
-12	34	0,0092	18	16	52,94	1,8135*
-11	34	0,0057	18	16	52,94	1,1201
-10	34	0,0025	15	19	44,11	0,4854
-9	34	0,0229	28	6	82,35	4,5176*
-8	34	0,0068	21	13	61,76	1,3372
-7	34	0,0112	20	14	58,82	2,2148*
-6	34	0,0096	20	14	58,82	1,8957*
-5	34	0,0071	18	16	52,94	1,3958
-4	34	-0,0016	18	16	52,94	-0,3097
-3	34	0,0105	22	12	64,70	2,0768*
-2	34	0,0093	21	13	61,76	1,8415*
-1	34	0,0062	21	13	61,76	1,2222
0	34	0,0052	21	13	61,76	1,0242
1	34	0,0028	18	16	52,94	0,5453
2	34	0,0068	18	16	52,94	1,3360
3	34	0,0057	21	13	61,76	1,1274
4	34	0,0101	23	11	67,64	1,9843*
5	34	0,0040	19	14	55,88	0,7923
6	34	-0,0003	16	18	47,05	-0,0620
7	34	0,0100	21	13	61,76	1,9698*
8	34	-0,0010	17	17	50,00	-0,1995
9	34	-0,0026	15	19	44,11	-0,5132
10	34	-0,0014	14	20	41,17	-0,2669
11	34	0,0044	18	16	52,94	0,8608
12	34	0,0046	17	17	50,00	0,9091
13	34	0,0103	19	15	55,88	2,0346*
14	34	-0,0023	16	18	47,05	-0,4591
15	34	0,0026	22	12	64,70	0,5035
16	34	0,0122	21	13	61,76	2,4046*
17	34	0,0099	13	21	38,23	1,9597*
18	34	0,0106	20	14	58,82	2,0866*
19	34	-0,0035	19	15	55,88	-0,6977
20	34	-0,0005	20	14	58,82	-0,1022
CAR(-1,0)	0,0114	t(CAR(-1,0))	1,5885			
CAR(-5,0)	0,0367	t(CAR(-5,0))	2,9602			
CAR(-10,0)	0,0897	t(CAR(-10,0))	5,3373			

Για το «καθαρό» δείγμα (πίνακας 4), οι έκτακτες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου μια ημέρα πριν και μια ημέρα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης είναι επίσης στατιστικά μη σημαντικές με τιμές 0,86% και 0,04% αντίστοιχα, ενώ τα επίπεδα της κριτικής τιμής $t(EA)$ είναι 1,42 και 0,06 αντίστοιχα. Οι τιμές μία ημέρα μετά την πρώτη ανακοίνωση στον τύπο είναι μικρότερες. Επιπρόσθετα, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο (-1,0) είναι στατιστικά μη σημαντική με τιμή 1,52% $\{t[CAR(-1,0)] = 1,77\}$, ενώ για τις περιόδους (-5,0) και (-10,0) είναι στατιστικά σημαντικές με τιμές 4,2%, $t(CAR(-5,0)) = 2,83$ και 9,87%, $t(CAR(-10,0)) = 4,91$.

Επομένως, η ανακοίνωση διάσπασης των μετοχών της εταιρίας φαίνεται ότι δεν επηρεάζει σημαντικά την τιμή της μετοχής γύρω από την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης. Αντίθετα, στατιστικά σημαντική μεταβολή παρατηρείται το πενήμερο και το δεκαήμερο που προηγείται της πρώτης ανακοίνωσης στον τύπο, τόσο στην περίπτωση του συνολικού δείγματος, όσο και στην περίπτωση του «καθαρού» δείγματος. Αυτό αποδίδεται στο ενδεχόμενο να υπήρχε εσωτερική πληροφόρηση σε μερίδα επενδυτών, δηλαδή ορισμένοι επενδυτές να γνώριζαν ότι η εταιρία προτίθεται να διασπάσει τις μετοχές της λίγες μέρες πριν το ανακοινώσει στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: ΚΑΘΑΡΟ ΔΕΙΓΜΑ Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις Κοινών Μετοχών (ΕΑ), Στατιστικοί Συντελεστές t t(ΕΑ) για περίοδο είκοσι ημερών, πριν και μετά (-20, +20) την ημερομηνία ανακοίνωσης της διάσπασης (t=0) από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α.. Μέγεθος Δειγματος N = 34, Περίοδος 1990 - Οκτ.2005.						
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΕΑ	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΘΕΤΙΚΩΝ (%)	t(ΕΑ)
-20	27	0,0044	13	14	48,14	0,7254
-19	27	0,0204	21	6	77,78	3,3722*
-18	27	0,0117	15	12	55,56	1,9315*
-17	27	0,0104	17	10	62,96	1,7238
-16	27	0,0017	12	15	44,45	0,2766
-15	27	0,0007	13	14	48,14	0,1083
-14	27	-0,0005	11	16	40,74	-0,0880
-13	27	0,0132	16	11	59,26	2,1803*
-12	27	0,0089	14	13	51,85	1,4690
-11	27	0,0056	13	14	48,14	0,9298
-10	27	0,0013	12	15	44,45	0,2227
-9	27	0,0235	22	5	84,47	3,8772*
-8	27	0,0119	18	9	66,67	1,9594*
-7	27	0,0120	15	12	55,56	1,9909*
-6	27	0,0080	15	12	55,56	1,3238
-5	27	0,0073	14	13	51,85	1,1995
-4	27	-0,0018	14	13	51,85	-0,3001
-3	27	0,0098	18	9	66,67	1,6232
-2	27	0,0115	19	8	70,37	1,9058*
-1	27	0,0086	19	8	70,37	1,4294
0	27	0,0065	16	11	59,26	1,0778
1	27	0,0004	13	14	48,14	0,0689
2	27	0,0066	15	12	55,56	1,0869
3	27	0,0093	16	11	59,26	1,5343
4	27	0,0084	17	10	62,96	1,3814
5	27	0,0004	13	14	48,14	0,0670
6	27	-0,0002	12	15	44,45	-0,0280
7	27	0,0082	15	12	55,56	1,3512
8	27	-0,0004	12	15	44,45	-0,0690
9	27	0,0009	14	13	51,85	0,1413
10	27	0,0004	13	14	48,14	0,0623
11	27	0,0058	15	12	55,56	0,9514
12	27	0,0087	14	13	51,85	1,4351
13	27	0,0117	14	13	51,85	1,9268*
14	27	-0,0078	10	17	37,03	-1,2933
15	27	0,0035	17	10	62,96	0,5773
16	27	0,0130	17	10	62,96	2,1531*
17	27	0,0055	10	17	37,03	0,9036
18	27	0,0046	15	12	55,56	0,7613
19	27	-0,0057	14	13	51,85	-0,9409
20	27	0,0044	16	11	59,26	0,7192
CAR(-1,0)	0,0152		t(CAR(-1,0))	1,7728		
CAR(-5,0)	0,0420		t(CAR(-5,0))	2,8314		
CAR(-10,0)	0,0987		t(CAR(-10,0))	4,9175		

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία εξετάζει την αντίδραση των τιμών των μετοχών εταιριών οι οποίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και οι οποίες προέβησαν σε διάσπαση των μετοχών τους και τη δωρεάν διανομή αυτών στο επενδυτικό κοινό.

Η χρονική περίοδος εφαρμογής της έρευνας ήταν από το 1990 έως τον Οκτώβριο 2005. Για την περίοδο αυτή αναζητήθηκε η ημερομηνία της 1ης ανακοίνωσης της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση με θέμα τη διάσπαση των μετοχών στον Τύπο ($t=0$). Για 150 ημέρες που προηγούνται αυτής της ημερομηνίας και για 50 ημέρες που έπονται αυτής, συγκεντρώθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα δεδομένα αντλήθηκαν κυρίως από τον οικονομικό Τύπο και από τη βάση δεδομένων της DataStream.

Από το σύνολο των εταιριών που προέβησαν σε διάσπαση των μετοχών τους κατά το διάστημα ενδιαφέροντος, εξαιρέθηκαν οι περιπτώσεις όπου δεν ήταν εφικτό να αντληθεί η ακριβής ημερομηνία της 1ης ανακοίνωσης ή που δεν υπήρχαν επαρκείς τιμές για τις 201 ημέρες παρατήρησης. Έτσι, το τελικό δείγμα της μελέτης αποτελείται από 34 εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α.. Προκειμένου να απομονωθούν οι περιπτώσεις των έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων, όπου μόνο θέμα ήταν η διάσπαση των μετοχών, δημιουργήθηκε και το «καθαρό» δείγμα, αποτελούμενο από 27 εταιρίες.

Για τα δύο δείγματα που συμμετείχαν στην έρευνα εφαρμόστηκε το Υπόδειγμα της «προσαρμοσμένης με το Δείκτη της αγοράς απόδοσης». Υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις για τις εταιρίες και το Γ.Δ.Χ.Α.Α., ώστε να προκύψουν οι ημερήσιες μέσες έκτακτες αποδόσεις και οι

αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τρεις περιόδους $[(-1,0), (-5,0)$ και $(-10,0)]$. Δευτερογενώς, για να διερευνηθεί η στατιστική σημαντικότητα των παραπάνω, εκτιμήθηκαν οι στατιστικοί συντελεστές t (t - statistics) για 41 ημέρες, είκοσι ημέρες πριν και είκοσι ημέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης και για τις περιόδους $(-1,0)$, $(-5,0)$ και $(-10,0)$.

Οι περισσότερες μελέτες που έχουν γίνει αναφορικά με τις διασπάσεις μετοχών προκειμένου να διερευνηθούν τα κίνητρα των εταιριών που αποφασίζουν να διασπάσουν τις μετοχές τους και την επίδραση που μια τέτοια απόφαση δύναται να έχει στην πορεία της μετοχής της εταιρίας, συγκλίνουν στο ρόλο των διασπάσεων μετοχών ως τρόπο επαναφοράς της τιμής της μετοχής σε χαμηλότερα επίπεδα διαπραγμάτευσης. Δηλαδή, η διοίκηση της εταιρίας αποσκοπεί στο να κάνει την τιμή της μετοχής της εταιρίας περισσότερο προσιτή στους μικροεπενδυτές οι οποίοι θεωρούσαν την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής υψηλή για τις οικονομικές τους δυνατότητες. Έτσι, δύναται να μεταβληθεί και η μετοχική σύνθεση της εταιρίας.

Αναφορικά με τη ρευστότητα και την εμπορευσιμότητα μετοχών οι οποίες διασπάστηκαν, τα αποτελέσματα των ερευνών διαφέρουν. Σύμφωνα με ορισμένες μελέτες φαίνεται να αυξάνονται μετά τη διάσπαση, ενώ κατά άλλες να μειώνονται. Αυτό ενδεχομένως να οφείλεται στις διαφορετικές περιόδους και στις διαφορετικές οικονομίες που αναφέρονταν οι έρευνες (Ευρώπη, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής κ.α.).

Επιπλέον, τα συμπεράσματα των ερευνών συμφωνούν στην πλειοψηφία τους στην Υπόθεση του Σινιάλου, δηλαδή στην υπόθεση που αποδίδει στην εταιρία τη δυνατότητα, μέσω της διάσπασης των μετόχων της να μεταφέρει στην αγορά ευμενείς πληροφορίες που αφορούν στην πορεία της.

Από την εφαρμογή της μεθοδολογίας στην παρούσα εργασία, δε βρέθηκε στατιστικά σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών γύρω από

την ημερομηνία που η πληροφορία για διάσπαση των μετοχών ανακοινώθηκε στον Τύπο. Δηλαδή φαίνεται ότι η ανακοίνωση περί διάσπασης των μετοχών της εταιρίας αφήνει ανεπηρέαστη την πορεία της μετοχής της. Αντίθετα, για πέντε και δέκα ημέρες που προηγούνται της ανακοίνωσης του γεγονότος διαπιστώθηκε στατιστικά σημαντική μεταβολή της τιμής της μετοχής, επιρροή που αποδίδεται στο ενδεχόμενο ορισμένοι επενδυτές να γνώριζαν τις προθέσεις της εταιρίας πριν από την επίσημη πρώτη ανακοίνωση στον Τύπο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Amoruso Anthony, Gaver Jennifer, and Gaver Kenneth, Dec. 1998, "The association between stock splits and post – earnings announcement drift", Working Paper Series.

Asquith Paul, Healy Paul, Palepu Krishna, Jul. 1989, "Earnings and stock splits", The Accounting Review, Vol. 64, No. 3, 387 – 403.

Brealey, Myers, Allen, "Corporate Finance", McGraw – Hill International Edition, Eighth Edition, p.1.001.

Brennan Michael, Copeland Thomas, Mar. 1988, "Stock splits, stock prices and transaction costs", Journal of Financial Economics, 22, 83 – 101, North – Holland.

Brennan M., Copeland T., Sep. 1988, "Beta changes around stock splits: A note", The Journal of Finance, Vol. 43, No 4, 1.009 - 1.013.

Brown Stephen, Warner Jerold, 1980, "Measuring Security Price Performance", Journal of Financial Economics, 8, 205 – 258.

Copeland Thomas, Mar. 1979, "Liquidity changes following stock splits", The Journal of Finance, Vol. 34, No. 1, 115 – 141.

Dennis Patrick, Strickland Deon, May 1, 1998, "The effect of stock splits on liquidity: Evidence from shareholder ownership composition", Working Paper Series.

Dhar Ravi, Goetzmann William, Zhu Ning, Oct. 2002, "The impact of clientele changes: Evidence from stock splits", Working Paper Series.

Goyenko Ruslan, Holden Graig, Ukhov Andrey, May 2005, "Do stock splits improve liquidity?", Working Paper Series.

Huang Gow – Cheng, Liano Kartono, Pan Ming – Shiun, Jan. 2002, "Do stock splits signal future profitability?", Working Paper Series.

Hull John, "Fundamental of Futures and Options Markets", , International Edition, Fifth Edition.

Ikenberry David, Rankine Graeme, Stice Earl, Sep. 1996, "What do stock splits really signal?", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, No. 3, 357 – 375.

Jog Vijay, Zhu PengCheng. Jun. 2004, "Thirty years of stock splits, reverse stock splits and stock dividends in Canada", Working Paper Series.

Johnson Keith , Dec. 1996, "Stock splits and price change", The Journal of Finance, Vol. 21, No.4, 675 – 686.

Kalay A., Loewenstein U., Dec. 1986, "The informational content of the timing of dividend announcements", Journal of Financial Economics 16, 373 – 88.

Lakonishok Josef, Lev Baruh, Sep. 1987, "Stock splits and stock dividends: why, who, and when", The Journal of Finance, Vol. 42, No. 4, , 913-932.

Lamoureux Christopher, Poon Percy, Dec. 1987, "The market reaction to stock splits", The Journal of Finance, Vol. 42, No. 5, 1347-1370.

Leledakis George, Papaioannou George, Travlos Nickolaos, Tsangarakis Nickolaos, Jan. 12, 2005, "Stock splits on the Athens Stock Exchange".

Millar James, Jan. 1977, "Splits or dividend: Do the words really matter?", The Accounting Review, Vol. 52, No. 1, 52-55.

Schultz Paul, Feb. 2000, "Stock splits, Tick Size, and Sponsorship", The Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, 429-450.

Szewczyk Samuel, Tsetsekos George, "Why stock splits? Evidence from Institutional ownership", Working Paper Series.

Wulff Christian, Nov. 1999, "The market reaction to stock splits – Evidence from Germany", Working Paper Series.

Φίλιππας Νικόλαος, 2005, «Επενδύσεις», Εκδόσεις Κων/νος Σμπίλιας, σελ.341.

Ν.2190/1920 «Θεσμικός νόμος περί ανωνύμων εταιριών».

Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν.3152/2003 και την υπ' αριθμ. 4/358/08.11.2005 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ΦΕΚ Β/1635/25.11.2005).

Διαδίκτυο:

www.blackwell_synergy.com

www.blackwellpublishing.com

www.cob.ohio-state.edu/fin/journal/jofsites.htm

www.jstor.org

www.sciencedirect.com

www.ssrn.com

AMERICAN
JOURNAL OF
ECONOMICS
AND
FINANCE