

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

11

ΤΜΗΜΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Θέμα: Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου Χ.Α.Α.
Επιβλέπων Καθηγητής: Επικ. Καθηγ. Νικόλαος Τσαγκαράκης



Χριστοδούλου Θεοδώρα

Οκτώβριος 2007
Πειραιάς

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	54658 + CD
COMP.	36499
ΤΑΞΗ	332 63 ΧΡΙ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	



00154658

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

11

ΤΜΗΜΑ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Θέμα: Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου Χ.Α.Α.
Επιβλέπων Καθηγητής: Επικ. Καθηγ. Νικόλαος Τσαγκαράκης

Χριστοδούλου Θεοδώρα

Οκτώβριος 2007
Πειραιάς

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	54658 + CD
COMP.	36499
ΤΑΞΗ	332 63 ΧΡΙ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	



00154658

Ευχαριστώ θερμά τον καθηγητή μου κ. Νικόλαο Τσαγκαράκη για την πολύτιμη βοήθεια που μου πρόσφερε για την ολοκλήρωση της εργασίας αυτής καθώς και όλους τους καθηγητές του Τμήματος για την συνεργασία τους.

Ευχαριστώ τον σύζυγό μου Σωτήρη και τα παιδιά μου Ηρακλή, Δημήτρη και Παναγιώτα, για την υπομονή μου επέδειξαν τις ώρες που ήμουν μακριά τους.

Επίσης ευχαριστώ τις φίλες μου και τους φίλους μου που με στήριξαν και με βοήθησαν σε αυτή την προσπάθεια: Μέξη Γεωργία, Σιδέρη Λίτσα, Αντύπα Αντώνη και Σταματίου Θωδωρή.

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα.....	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
1.1 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	4
1.1.1 Τα πρώτα χρόνια.....	4
1.1.2 Το Χ.Α.Α. σήμερα.....	8
1.2 Οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου στο Χ.Α.Α.	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο: ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	13
2.1 Οι Κατηγορίες Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου.....	14
2.1.1 Η Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου	14
2.1.2 Η Λογιστική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	24
3.1 Η Δημόσια Εγγραφή.....	25
3.2 Έκδοση Δικαιώματος Αγοράς Μετοχών	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ - ΔΕΙΓΜΑ- ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	39
4.1 Η Μεθοδολογία	40
4.1.1 Το Γενικό Πλαίσιο της Εκτίμησης των Μη – Κανονικών Αποδόσεων.....	40
4.1.2 Το Υπόδειγμα του Μέσου.....	43
4.1.3 Το Υπόδειγμα του Μέσου.....	44
4.1.4 Τα Οικονομικά Υποδείγματα	45
4.2 Η Μέτρηση Των Μη Κανονικών Αποδόσεων	45
4.3 Το Δείγμα της Εμπειρικής Ανάλυσης.....	47
4.4 Αποτελέσματα.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	52
Βιβλιογραφία.....	54

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στόχος της εργασίας αυτής είναι να παρουσιάσει τη Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η ανάλυση θα ξεκινήσει με μια συνοπτική περιγραφή τόσο της ιστορίας του ΧΑΑ όσο και της σημερινής μορφής του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) καθώς και με μια σύντομη περιγραφή των τρόπων αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν αναλυτικά οι τρόποι αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ενώ στη συνέχεια θα ακολουθήσει μια σύντομη επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας.

Το εμπειρικό μέρος της εργασίας θα ξεκινήσει με την παρουσίαση της μεθοδολογίας ανάλυσης των μη κανονικών κερδών (abnormal returns) και θα δοθούν κάποια στοιχεία για τις περιπτώσεις αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου που θα αναλυθούν. Θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης.

Τέλος, θα συνοψίσουμε συγκεντρώνοντας τα βασικά αποτελέσματα της μελέτης.

3.1 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

3.1.1 Τα πρώτα χρόνια

Πόνα υπό το μετοχικό καθεστώς «Η Πρώτη Ελλάδα» στη διασφάλιση των αξιών Ελλήνων και Λατίνων από το 1870 ξεκίνησαν η «Έκδοση των Επαγγελματιών Αθηνών» που χρησιμοποιεί ως τύπος συνάντησης των επαγγελματιών, αλλά κυρίως και ως κεραιολόγιο αθήσεων.

Στο γόρφο αυτό κάθε απόφαση γινόταν διακρατική και επί των ομοιοτήτων των αξιών σε όλη την Ελλάδα που καθόταν η ποιότητα και με τη διάθεση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές. Με την παύση της έκδοσης, η έκδοση έγινε από τη κυβέρνηση και η έκδοση έγινε από την ορισμένη επαγγελματική πύλη μεταβίβαση σε ένα κεντρικό κέντρο επιφανεί με τον Τρ. Επιχειρήσεων που της αξίες σε ένα κεντρικό κέντρο. Και από τότε οι συναλλαγές που κινήθηκαν με τη χρηματιστηριακή αγορά ήταν γρήγορα χρηματιστηριακές και είχαν αναπτυχθεί στη όλη οργανωμένα Χρηματιστήρια που γόρφο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Έτσι αρχίσει να λειτουργεί ένα κεντρικό Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας. Την εποχή που ήταν ο Φίλιππος Γεωργίου, ο πρώτος κεντρικός οργανωτής και ο πρώτος που να κινήσει Χρηματιστήρια.

Οι συνέπειες από αυτά τα κινήματα στα Χρηματιστήρια λογικά προκύπτουν της λειτουργίας του. Στη χώρα μας υπάρχει αυτή η αρχή κεντρικοποίησης. Όταν η Εταιρεία της Σπάρτης μεσολαβεί ως η ελληνική αξία με την μεγαλύτερη ποσότητα ανάκτηση, ο επενδυτικός τίτλος της πόλης δεν περιέλασε να επιστρέψει την Ελλάδα Χρηματιστηρίου.

1.1 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

1.1.1 Τα πρώτα χρόνια

Πάνω από το ιστορικό καφενείο «Η Ωραία Ελλάς» στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου από το 1870 βρισκόταν η «Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών» που χρησίμευε ως τόπος συνάντησης των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων.

Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα γινόταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε. Σταδιακά και με τη διάδοση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές. Με την πάροδο του χρόνου, η λέσχη πάνω από το καφενείο «Η Ωραία Ελλάς», από ψυχαγωγικό κέντρο ορισμένης επαγγελματικής τάξης μετατράπηκε σε «Μετοχοπρατήριο» σύμφωνα με τον Τρ. Ευαγγελίδη που της έδωσε αυτή την ονομασία. Και αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «χαβιαροχανίτες» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών.

Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας. Έμβλημά του ήταν ο Φτερωτός Ερμής, απ' όπου αργότερα εμπνεύστηκε και το έμβλημα του το «επίσημο» Χρηματιστήριο.

Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε. Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου

που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό ομοίων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα.

Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο. Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο, που ιδρύθηκε στον Πειραιά, ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο, ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Το αξιομνημόνευτο της ιδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του. Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους **Χρηματιστήριο** και προχώρησαν ακόμη και στην εκλογή Προέδρου. Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης. Στην αρχή, οι λίγες πράξεις που συνάπτονταν στη Λέσχη δεν ήταν αρκετές για να δημιουργήσουν χρηματιστηριακή ατμόσφαιρα. Στη συνέχεια όμως, όσο αυξανόταν ο κερδοσκοπικός παροξυσμός που είχε καταλάβει το πλήθος, κυρίως μετά από την ίδρυση της Εταιρίας τους Λαυρίου, γινόταν ολοένα και πυκνότερες οι συγκεντρώσεις στο καφενείο και στο χώρο μπροστά από αυτό.

Η ατμόσφαιρα, όπως αναφέρθηκε, άρχισε να θερμαίνεται κατά το Μάιο του 1873, όταν κυκλοφόρησαν 100,000 μετοχές της εταιρείας του Λαυρίου και αποτέλεσαν αποκλειστικό σχεδόν αντικείμενο αγοραπωλησιών στη Λέσχη, το καφενείο και τους δρόμους.

Κύριο αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας, ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Αωνόμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιρειών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Αωνόμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών».

Στη συνέχεια, με την έξαρση της «μεταλλομανίας» και την ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών «Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρία», «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», «Νικίας», «Ο Περικλής» και «Η Κάρυστος».

Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία δεν ήταν τόσο αναπτυγμένη για να δικαιολογήσει τη λειτουργία και άλλων τραπεζών πέραν της Εθνικής Τράπεζας, κατά την περίοδο αυτή, εκτός από τη «μεταλλομανία», παρατηρείται και το φαινόμενο της «τραπεζομανίας». Αυτό εκδηλώνεται με την ίδρυση νέων τραπεζών, οι περισσότερες από τις οποίες δεν κατάφεραν να επιβιώσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι παρακάτω τράπεζες ήταν οι πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών:

- **Εθνική Τράπεζα**

Ιδρύθηκε το 1841, με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 δραχμών και άρχισε τις εργασίες της στις 22 Ιανουαρίου 1842. Η μετοχή της αποτελούσε την ασφαλέστερη επένδυση σε βαθμό ώστε τα ευαγή ιδρύματα μετέτρεπαν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές της Εθνικής.

- **Ναυτική Τράπεζα ο «Αρχάγγελος».**

Ιδρύθηκε με Β.Δ. του 1870 και με αρχικό κεφάλαιο 4.000.000 φράγκα (20.000 μετοχές). Ξεκίνησε ως τράπεζα με ευοίωνες προοπτικές, αλλά περισσότερο λειτούργησε ως Ανώνυμη Ασφαλιστική Εταιρία.

- **Γενική Πιστωτική Τράπεζα**

Προήλθε από την, εντός τριών ημερών, αστραπιαία συνένωση δύο τραπεζών, που ίδρυσαν το 1872 αντίστοιχες ομάδες ομογενών. Το κεφάλαιο ανέρχονταν σε 14.00.000 δραχμές (56.000 μετοχές).

- **Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως**

Το 1873, στην ακμή της «μεταλλομανίας» ιδρύεται η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως, με πρωτοβουλία ομογενών και ντόπιων κεφαλαιούχων και με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 φράγκα (50.000 μετοχές).

Η ίδρυση του ΧΑΑ, ύστερα από μακρόχρονη προεργασία, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου.

Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών. Η ιστορία του Χ.Α.Α. αρχίζει στις 30 Σεπτεμβρίου 1876 όταν επί κυβέρνησης του Αλεξάνδρου Κουμουνδούρου, δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύσταση του.

1.1.2 Το Χ.Α.Α. σήμερα

Κατά τη διάρκεια του 20^{ου} αιώνα το Χ.Α.Α. ακολουθεί τη γενικότερη πορεία τόσο της ελληνικής όσο και της παγκόσμιας οικονομίας. Με αυτό τον τρόπο, επηρεάστηκε από τους δύο παγκόσμιους πολέμους όσο και από την κρίση (κραχ) του 1929.

Μετά το τέλος της δεκαετίας του 1970 το Χ.Α.Α. άρχισε να εκσυγχρονίζεται ώστε να πλησιάσει στα δεδομένα των ανεπτυγμένων χρηματαγορών της δυτικής Ευρώπης. Η συγκεκριμένη ανάγκη ήταν επιτακτική εξαιτίας της ένταξης της χώρας στην ΕΟΚ και στην διαδικασία που τελικά θα οδηγούσε (μετά το 1992) στην Ε.Ε. Σημαντικές μεταβολές σε αυτό το σημείο ήταν η λειτουργία συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών καθώς και η λειτουργία ανεξάρτητης Αρχής Κεφαλαιαγοράς.

Κομβικό σημείο στη σύγχρονη ιστορία του Χ.Α.Α. κατέχει το **κραχ του 1999** (ή γεγονότα του 1999) στα οποία ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές.

Η απότομη πτώση του Χρηματιστηρίου ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) και την προοπτική ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Ανάλογη πορεία ακολουθούσαν και τα χρηματιστήρια διεθνώς, λόγω της αισιοδοξίας περί νέας οικονομίας, δηλαδή μόνιμη και

σημαντική άνοδος της παραγωγικότητας χάριν στις επαναστάσεις της πληροφορικής.

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το Χ.Α.Α.. Ακόμα και σε μικρά χωριά υπήρχαν ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών), και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκ περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι είναι περίπου 4,5 εκ. Με τον Γενικό Δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ, πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους.

Η πτώση που ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν "φούσκες", δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρείες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο.

Το Σχήμα 1 παρακάτω δείχνει την πορεία του Γενικού Δείκτη για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.(1998-2001). Σημειώνουμε εδώ ότι η πορεία του Γενικού Δείκτη είναι ηπιότερη από την πορεία πολλών από τις μετοχές οι οποίες διαπραγματευόντουσαν το 1999 σε υψηλές τιμές και οι οποίες στη συνέχεια έχασαν μέχρι και το 90% της τότε αξίας τους.

Σχήμα 1: Η πορεία του Γενικού Δείκτη (1998-2001)



Σε γενικές γραμμές, το Χ.Α.Α. άρχισε να ανακάμπτει από την κρίση του 1999 μετά τα μέσα του 2003. Σε αυτό συνέβαλλάν τόσο τα νέα μέτρα που λήφθηκαν τόσο από τη διοίκηση του Χ.Α.Α. όσο και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Ελληνική Πολιτεία γενικότερα. Βέβαια, σημαντικότερος παράγοντας ίσως είναι η περίληψη της ελληνικής χρηματαγοράς στις ανεπτυγμένες αγορές, το ενδιαφέρον των ξένων θεσμικών και μη επενδυτών αλλά και η ανοδική πορεία των διεθνών χρηματιστηρίων η οποία συνεχίζεται μέχρι σήμερα (άνοιξη 2007).

Όσον αφορά την σημερινή πραγματικότητα, συνοπτικά αναφέρουμε ότι σήμερα στο Χ.Α.Α. είναι εισηγμένες περίπου 360 επιχειρήσεις με συνολική κεφαλαιοποίηση περίπου 85,39 δις. €. Οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν συναλλαγές στο (είτε για δικό τους όφελος είτε παρέχοντας υπηρεσίες σε τρίτους) είναι χρηματιστηριακές εταιρίες,

πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες) και εταιρείες που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες. Οι άδειες συναλλαγών στις συγκεκριμένες επιχειρήσεις έχει χορηγηθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος αλλά και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Μόνο οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις μπορούν να πραγματοποιήσουν συναλλαγές μέσω του Αυτοματοποιημένου Ηλεκτρονικού Συστήματος Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) του Χ.Α.Α..

1.2 Οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου στο Χ.Α.Α.

Παρακάτω θα ασχοληθούμε με τη μελέτη των τιμών των μετοχών για τις οποίες έχουμε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στο ΧΑΑ κατά την περίοδο 2000-2005. Το βασικό μας ενδιαφέρον θα επικεντρωθεί στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων αγοράς μετοχών.

Αυτό που επιχειρείται είναι μια λεπτομερής εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των έκτακτων ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών γύρω από την ημερομηνία που ανακοινώνεται η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Ειδικότερα αναλύονται :

Οι μη κανονικές ημερήσιες αποδόσεις κοινών μετοχών, επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. κατά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης.

Οι παράγοντες που ερμηνεύουν την αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Γίνεται έλεγχος υποθέσεων που βασίζονται στις υπάρχουσες θεωρίες, οι οποίες προβλέπουν τις πιθανές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης.

Μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γίνει με τη χρήση των παρακάτω μεθόδων:

- **Δημόσια εγγραφή**

Στη συγκεκριμένη περίπτωση, μια επιχείρηση – που επιθυμεί να συγκεντρώσει κεφάλαια για υλοποιήσει το επενδυτικό της πρόγραμμα ή την όποια άλλη στρατηγική της – μεταφέρει μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της από τους παλιούς προς τους νέους μετόχους. Η τιμή της μετοχής καθορίζεται από το ύψος των επιθυμητών κεφαλαίων και τα κεφάλαια που τελικά θα συγκεντρωθούν.

- **Έκδοση δικαιώματος αγοράς μετοχών**

Σε αυτή την περίπτωση, η τιμή των νέων μετοχών είναι προκαθορισμένη. Με την έκδοση δικαιωμάτων δεν παρατηρείται το φαινόμενο της μεταβίβασης πλούτου με την προϋπόθεση βέβαια ότι τα δικαιώματα θα ασκηθούν από τους παλαιούς μετόχους.

Παρακάτω θα αναλύσουμε την περίπτωση της έκδοσης δικαιωμάτων επειδή αυτή είναι η βασική μέθοδος αύξησης κεφαλαίου των ήδη εισηγμένων επιχειρήσεων. Αντίθετα, η δημόσια εγγραφή συνήθως χρησιμοποιείται από επιχειρήσεις που πρωτοεισέρχονται στο Χ.Α.Α.

Στο Κεφάλαιο αυτό αναλύεται οι προϋποθέσεις οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν το Μετοχικό του Κεφάλαιο. Έξωθεν καθορίζεται η διαδικασία και εκτελούνται μια διαδικασία για να αυξηθεί το Μετοχικό της Κεφάλαιο έναν χρηματοδοτικό διαπόρισμα προεπιλεγής και γίνεται αναφορά στον Ανάδοχο Έκδοσης. Κάθε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μιας επιχείρησης πρέπει πρώτα να εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) και στη συνέχεια να επικυρωθεί από τη Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) των μετόχων. Η καλύτερη ανάλογη για τη μετοχή του Κατοκτιστού. Το Μετοχικό Κεφάλαιο μιας επιχείρησης δύναται από το γινόμενο της «απόδοσης» της μετοχής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο: ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Μετοχικό Κεφάλαιο = (Αριθμός Μετοχών) × Αξία Μετοχών

Για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου πρέπει να αυξηθεί η ποσότητα αξία της μετοχής ή να αυξηθεί η αξία της μετοχής και οι δύο είναι παράμετροι. Τέλος, το Μετοχικό Κεφάλαιο θα αυξηθεί αν η μία παράμετρος αυξηθεί και η άλλη παραμείνει σταθερή ή και τα δύο να γινόντουσαν να είναι μεγαλύτερα από τα άλλα. Η αύξηση της ποσότητας μετοχών. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε σε δύο βασικές κατηγορίες αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου από μετόχους να αυξήσει μια επιχείρηση.

2.1 Οι Αξιοκρατικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου

2.1.1 Η Προσφορά Αξιοκρατική Μετοχικού Κεφαλαίου

Μια περίπτωση που είναι την αύξηση του Μετοχικού της Κεφάλαιου καλείται τους μετόχους να αγοράσουν μετοχές στους υποκαταστήματα ή σε νέους μετόχους, με σκοπό την αύξηση κεφαλαίων είναι πραγματική αύξηση

Στο Κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιαστούν οι μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν το Μετοχικό του Κεφάλαιο. Επίσης περιγράφεται η διαδικασία που ακολουθεί μία επιχείρηση για να αυξήσει το Μετοχικό της Κεφάλαιο όταν χρησιμοποιεί δικαιώματα προτίμησης και γίνεται αναφορά στον Ανάδοχο Έκδοσης. Κάθε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μιας επιχείρησης πρέπει πρώτα να εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) και στη συνέχεια να επικυρωθεί από τη Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) των μετόχων με συγκρότηση ανάλογη για τη μεταβολή του Καταστατικού. Το Μετοχικό Κεφάλαιο μιας επιχείρησης δίνεται από το γινόμενο της ονομαστικής αξίας της μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών που η εταιρία έχει εκδώσει, δηλαδή:

$$\text{Μετοχικό Κεφάλαιο} = \text{Ονομαστική Αξία Μετοχής} \times \text{Αριθμός Μετοχών}$$

Για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου πρέπει να αυξηθεί η ονομαστική αξία της μετοχής ή ο αριθμός των μετοχών ή και οι δύο αυτοί παράμετροι. Τέλος, το Μετοχικό Κεφάλαιο θα αυξηθεί αν η μία παράμετρος αυξηθεί και η άλλη μειωθεί κατά τέτοιο τρόπο που το γινόμενο να είναι μεγαλύτερο απ' ό,τι ήταν πριν τις οποιεσδήποτε μεταβολές. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τις δύο βασικές κατηγορίες αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου που μπορεί να επιλέξει μια επιχείρηση.

2.1 Οι Κατηγορίες Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου

2.1.1 Η Πραγματική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Μια επιχείρηση που κατά την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου εκδίδει νέες μετοχές, τις οποίες διαθέτει στους υπάρχοντες ή σε νέους μετόχους, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων κάνει πραγματική αύξηση

Μετοχικού Κεφαλαίου. Δηλαδή, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται αφού στην τρέχουσα αξία της (αξία της επιχείρησης πριν την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου) προσθέτονται τα μετρητά που συγκεντρώθηκαν από την πώληση των νέων μετοχών. Κυριότεροι λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση αναζητά νέα κεφάλαια είναι η ανάγκη πραγματοποίησης νέων επενδύσεων για επέκταση και εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεών της, κάλυψη αναγκών σε κεφάλαια κίνησης, εισαγωγή της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), κ.α. Η επιχείρηση που αυξάνει το Μετοχικό της Κεφάλαιο με καταβολή μετρητών (πραγματική αύξηση) θα χρησιμοποιήσει μια από τις παρακάτω μεθόδους.

- Δημόσια Εγγραφή
- Έκδοση Δικαιωμάτων Αγοράς Μετοχών.

Η επιλογή της μιας ή της άλλης μεθόδου δεν είναι ελεύθερη αλλά περιορίζεται από τον Ν.2190/1920 και έχει σαφείς συνέπειες σχετικά με τον καθορισμό της τιμής έκδοσης και την εξασφάλιση των συμφερόντων των παλιών και νέων κατόχων μετοχών.

2.1.1.1 Η Δημόσια Εγγραφή

Όταν το Μετοχικό Κεφάλαιο αυξάνεται με καταβολή μετρητών, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής, οι νέες μετοχές μπορούν να αγοραστούν τόσο από παλιούς μετόχους όσο και από νέους επενδυτές. Έργο του αναδόχου έκδοσης νέων μετοχών είναι να συμβουλεύει τις επιχειρήσεις (εκδότες μετοχών) και να αναλαμβάνει τις νομικές, τεχνικές και άλλες γραφειοκρατικές διατυπώσεις που απαιτούνται για τη νέα έκδοση. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει και τη διάθεση των νέων μετοχών στην προκαθορισμένη τιμή καθώς επίσης και την

κάλυψη του κινδύνου σε περίπτωση που οι μετοχές μείνουν αδιάθετες γεγονός που θα συμβεί αν η τρέχουσα τιμή των παλιών πέσει κάτω από την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών στο χρονικό διάστημα που γίνονται οι εγγραφές. Μ' αυτόν τον τρόπο ο ανάδοχος εγγυάται ότι η επιχείρηση θα συγκεντρώσει τα κεφάλαια που αναμένει από την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου. Επιπλέον η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών καθορίζεται από τον ανάδοχο μετά από σχετική μελέτη. Αν η τιμή αυτή είναι μικρότερη από της «πραγματική» αξία της μετοχής της εταιρίας οι αγοραστές των νέων μετοχών κερδίζουν σε βάρος των παλιών μετόχων. Αντίθετα αν η τιμή είναι μεγαλύτερη οι παλιοί μέτοχοι κερδίζουν σε βάρος των αγοραστών των νέων μετοχών και τότε είναι ενδεχόμενο να μη διατεθούν όλες οι μετοχές. Δηλαδή, σε καμία από τις δύο περιπτώσεις η τιμή έκδοσης δεν αντανακλά την «πραγματική» (αγοραία) αξία της επιχείρησης που αναλογεί στο Μετοχικό Κεφάλαιο. Επομένως, είναι ανάγκη να υπάρχει μηχανισμός έκδοσης νέων μετοχών που να εξασφαλίζει τη διάθεση των τίτλων σε «δίκαιες τιμές».

2.1.1.2 Η Έκδοση Δικαιωμάτων Αγοράς Μετοχών

Όταν γίνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων η επιχείρηση δίνει τη δυνατότητα στους υπάρχοντες μετόχους να αγοράσουν νέες μετοχές σε μια προκαθορισμένη τιμή. Συνήθως η τιμή αυτή, δηλαδή η τιμή άσκησης του δικαιώματος, είναι χαμηλότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών ώστε να περιοριστεί το ενδεχόμενο μη-άσκησης των δικαιωμάτων από τους μετόχους γεγονός που θα συμβεί αν στο μεταξύ μειωθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Ο αριθμός των μετοχών που μπορούν να αγοράσουν οι μέτοχοι είναι ανάλογος με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν σε μια δεδομένη ημερομηνία. Η ημερομηνία αυτή ονομάζεται «ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος». Οι μετοχές που μεταβιβάζονται

(αγοράζονται ή πωλούνται) πριν την ημερομηνία αποκοπής, λέγεται ότι μεταβιβάζονται «με το δικαίωμα» ενώ οι μεταβιβάσεις που γίνονται μετά από αυτήν την ημερομηνία λέγεται ότι γίνονται «χωρίς το δικαίωμα». Την ημερομηνία αποκοπής την ορίζει η Γ.Σ. όταν αποφασίζει την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Αν οι μέτοχοι δεν ασκήσουν τα δικαιώματά τους έχουν την ευχέρεια να τα πουλήσουν στην τρέχουσα τιμή τους διατηρώντας έτσι τον πλούτο τους και εμποδίζοντας τη μεταβίβασή του από τους παλιούς στους νέους μετόχους. Η θεωρητική αξία ενός δικαιώματος σύμφωνα με τους Brealey & Myers (1991) είναι ίση με:

$$R = \frac{P - S}{N + 1} = \frac{T - S}{N}$$

N: Αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτείται για να αγορασθεί μια νέα μετοχή.

T: Τιμή μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος

P: Η τιμή της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος.

S: Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών.

Σε μια αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά μιας νέας μετοχής, η τιμή αγοράς και η περίοδος εγγράφων για συμμετοχή καθορίζονται από τη Γ.Σ. των μετόχων. Πρέπει να σημειωθεί ότι αν η χρηματιστηριακή τιμή γίνει μικρότερη από την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών, πριν τη λήξη της προθεσμίας εγγράφων, οι μέτοχοι δε θα κάνουν χρήση του δικαιώματός τους αφού θα μπορούν να αγοράσουν τις μετοχές σε χαμηλότερη τιμή στο Χρηματιστήριο. Για τον περιορισμό αυτού του κινδύνου (μη άσκησης όλων των δικαιωμάτων) πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν αναδόχους έκδοσης οι οποίοι συνήθως είναι

Τράπεζες (underwriters). Η χρησιμοποίησή τους, αν και συνηθίζεται, δεν είναι υποχρεωτική στην περίπτωση αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων. Πολλές φορές, επειδή το κόστος για τις υπηρεσίες του αναδόχου μπορεί να αποδειχτεί υψηλό, οι εταιρίες καθορίζουν την τιμή της νέας μετοχής σε τέτοιο επίπεδο που να είναι σχεδόν απίθανο να φθάσει η χρηματιστηριακή τιμή κατά την περίοδο εγγραφών εξασφαλίζοντας έτσι τη διάθεση των νέων μετοχών. Δηλαδή, μια πολύ χαμηλή τιμή διάθεσης της νέας μετοχής αυξάνει την αξία του δικαιώματος και μειώνει την πιθανότητα, όταν λήξουν οι εγγραφές συμμετοχής, η τιμή της μετοχής να είναι χαμηλότερη από την τιμή εγγραφής.

2.1.2 Η Λογιστική Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Στην περίπτωση της αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών έχουμε «πραγματική – ουσιαστική» αύξηση αφού η πραγματική αξία της επιχείρησης αυξάνεται κατά το ύψος των νέων κεφαλαίων που εισρέουν σ' αυτήν.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της επιχείρησης όμως είναι δυνατόν να αυξηθεί και με άλλο τρόπο. Για παράδειγμα, η Γενική Συνέλευση της επιχείρησης μπορεί να αποφασίσει αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και χωρίς την καταβολή μετρητών οπότε μετά την πραγματοποίησή της δε θα επέλθει καμιά μεταβολή στα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας.

Η αύξηση που γίνεται με τον τρόπο αυτό ονομάζεται λογιστική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη μέθοδο αυτή αποφασίζονται είτε από τη Γ.Σ., διότι εξυπηρετούν την επιχείρηση, είτε επιβάλλονται από αλλαγές στο νομοθετικό πλαίσιο.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο σπάνια ταυτίζεται με τα Ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης. Συνήθως αποτελεί τμήμα των Ιδίων Κεφαλαίων που περιλαμβάνουν, εκτός των άλλων, αποθεματικά, αδιανέμητα κέρδη, ποσά προς κεφαλαιοποίηση, διαφορές αποτιμήσεων, κλπ. Στη λογιστική αύξηση η επιχείρηση μετατρέπει σε Μετοχικό Κεφάλαιο μέρος των Ιδίων Κεφαλαίων όπως είναι τα αποθεματικά, τα κέρδη προς διανομή και η διαφορά προσαρμογής που προκύπτει από την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Με άλλα λόγια γίνεται κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών ή των κερδών ή της υπεραξίας ή τέλος και συνδυασμός αυτών.

Τέλος, λογιστική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου μπορεί να γίνει με κεφαλαιοποίηση χρεών. Στην τελευταία αυτή περίπτωση η επιχείρηση εκδίδει μετοχές που διανέμει στους πιστωτές της. Η λογιστική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου πραγματοποιείται με την έκδοση νέων μετοχών που διανέμονται δωρεάν στους παλιούς μετόχους ή με την αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής ή τέλος με συνδυασμό και των δύο αυτών μεταβολών. Όμως, όποιο τρόπο και αν επιλέξει η επιχείρηση δε θα υπάρξει καταβολή μετρητών από μέρος των μετόχων, δηλαδή δε θα προστεθεί αξία στην επιχείρηση. Στην αύξηση αυτή μπορούν να συμμετέχουν μόνο οι παλιοί μέτοχοι ανάλογα με τον αριθμό μετοχών που κατέχουν. Κάθε λογιστική αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου είναι απλά αναγνώριση ότι υπάρχει υπεραξία ή έγινε κεφαλαιοποίηση, δηλαδή, μια αλλαγή της διάρθρωσης των Ιδίων Κεφαλαίων που πραγματοποιείται με μετακίνηση κονδυλίων από ένα λογαριασμό σε άλλο. Έτσι, δεν υπάρχουν πραγματικές ροές μετρητών αλλά μόνο λογιστικές ανακατατάξεις μεταξύ των λογαριασμών που περιλαμβάνονται στα Ίδια Κεφάλαια ή σε άλλη κατηγορία λογαριασμών.

Οι συνηθέστεροι τρόποι λογιστικής αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου είναι:

- **Κεφαλαιοποίηση κερδών**
- **Κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων περιουσιακών στοιχείων**
- **Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών**

2.1.2.1 Η Κεφαλαιοποίηση Κερδών

Ένας ακόμη τρόπος αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης είναι και η κεφαλαιοποίηση κερδών. Στη συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε τη διανομή νέων μετοχών αντί μερίσματος. Οι βασικοί λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να επιλέξει τη συγκεκριμένη στρατηγική αναφέρονται συνοπτικά παρακάτω:

- **Αποφυγή Εκροής Μετρητών εκτός επιχείρησης**

Η επιθυμία της επιχείρησης να αποφύγει την εκροή μετρητών. Είναι ένα φαινόμενο συνηθισμένο σε επιχειρήσεις που έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες και στις οποίες η εκροή μετρητών για την πληρωμή μερίσματος θα μειώνει τα διαθέσιμα κεφάλαια για την υλοποίησή τους. Χρησιμοποιείται όμως και από επιχειρήσεις με σκοπό την κάλυψη οικονομικών δυσκολιών.

- **Τόνωση της ζήτησης των δυνητικών μετόχων**

Η προσαρμογή της τιμής της μετοχής σε επίπεδο όπου η διοίκηση της εταιρίας πιστεύει ότι αυξάνεται το ενδιαφέρον (ζήτηση) των επενδυτών.

- **Η αύξηση του αριθμού των μετόχων**

Όταν αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών ενδέχεται να αυξηθεί και ο αριθμός των μετόχων διότι αναφέραμε η αύξηση του αριθμού μειώνει την τιμή κάνοντας, πιθανόν, πιο προσίτη τη μετοχή και σε νέες κατηγορίες μετόχων.

- **Εμφάνιση αυξημένου μετοχικού κεφαλαίου**

Η επιθυμία να εμφανίσουν στον Ισολογισμό αυξημένο Μετοχικό Κεφάλαιο και μεταξύ άλλων να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των Τραπεζών και ομολογιούχων σε περιπτώσεις σύναψης δανείου.

2.1.2.2 Η Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων

Το Μετοχικό Κεφάλαιο είναι μέγεθος τυπικά σταθερό αλλά είναι φανερό ότι με την πάροδο του χρόνου η αξία του παύει να εκφράζει την οικονομική πραγματικότητα εφόσον βασικά στοιχεία του Ενεργητικού, και κυρίως τα πάγια, εξακολουθούν να εμφανίζονται με τις ιστορικές τιμές κτήσης τους ενώ, ιδίως σε περιόδους έντονου πληθωρισμού, η αγοραία αξία τους μεταβάλλεται. Η αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων γίνεται με νομοθετική ρύθμιση και οδηγεί σε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου που όμως δε είναι πραγματική αλλά απλά αποτελεί λογιστική διόρθωση του μεγέθους του η οποία τείνει να το επαναφέρει στην πραγματική του διάσταση.

Οι Νόμοι που εκδίδονται κατά καιρούς καθορίζουν την έκταση της αναπροσαρμογής, τις λεπτομέρειες των υπολογισμών, τη φορολογική μεταχείριση και την τύχη των διαφορών που προκύπτουν. Επίσης, οι Νόμοι καθορίζουν πώς θα γίνει η κεφαλαιοποίηση με έκδοση νέων μετοχών ή με αύξηση της ονομαστικής αξίας ή με μικτό τρόπο. Μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι η δημοσιοποίηση στο ευρύ κοινό της νέας αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων με την αναπροσαρμογή και τη δωρεάν διανομή νέων μετοχών δε δημιουργεί κέρδος για την επιχείρηση ή τους μετόχους αφού οι τιμές των μετοχών αντανακλούν την πραγματική αξία της επιχείρησης και όχι αυτή που παρουσιάζουν οι

λογιστικές καταστάσεις. Επιπλέον, μπορεί να προκαλέσει επιβάρυνση στην επιχείρηση επειδή οι αναπροσαρμογές συνοδεύονται από καταβολή φόρου που επιβαρύνει το μέτοχο ή την εταιρία, αλλά και επειδή η έκδοση νέων μετοχών δημιουργεί έξοδα διανομής που επιβαρύνουν την επιχείρηση. Δηλαδή, τα παραπάνω αποτελούν επιχειρήματα που θα δικαιολογούσαν πιθανή μείωση της τιμής των μετοχών. Όμως, οι αναπροσαρμογές περιουσιακών στοιχείων συνοδεύονται και από αναπροσαρμογές των αποσβέσεων του (χρησιμοποιείται ο ίδιος συντελεστής με τον οποίο αναπροσαρμόστηκαν τα περιουσιακά στοιχεία) αυξάνοντας την προς απόσβεση αξία γεγονός που μειώνει τους συνολικούς φόρους και αυξάνει τις χρηματικές ροές. Απ' αυτήν την άποψη αναμένεται η ανακοίνωση αναπροσαρμογής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων να επηρεάσει θετικά την τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Δηλαδή οι αναπροσαρμογές, ανάλογα με τους όρους που θέτουν οι Νόμοι που τις επιβάλλουν, επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων θετικά (αύξηση αποσβέσεων) αλλά ταυτόχρονα και αρνητικά (φορολογία υπεραξίας, κόστος έκδοσης και διάθεσης νέων μετοχών), κάνοντας δύσκολη τη διατύπωση οριστικών συμπερασμάτων για τον τρόπο που επηρεάζονται οι τιμές των μετοχών.

2.1.2.3 Η Κεφαλαιοποίηση των Αποθεματικών

Όταν η αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου γίνει με την κεφαλαιοποίηση αποθεματικών η εταιρία αποφασίζει να μετατρέψει τα συσσωρευμένα αποθεματικά σε Μετοχικό Κεφάλαιο.

Η απόφαση αυτή δεν περιέχει ταμειακές μεταβολές αλλά μόνο λογιστικές εγγραφές που μεταφέρουν ποσά από τους λογαριασμούς αποθεματικών στο λογαριασμό καταβεβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο. Η μέθοδος αυτή

χρησιμοποιείται συνήθως όταν θέλουν οι επιχειρήσεις να εμφανίσουν στον Ισολογισμό αυξημένο Μετοχικό Κεφάλαιο για να ικανοποιήσουν πιθανές απαιτήσεις Τραπεζών και ομολογιούχων στην περίπτωση σύναψης δανείου.

Ένας ακόμα λόγος χρησιμοποίησης της μεθόδου αυτής είναι η λογιστική βελτίωση της ρευστότητας. Είναι πιθανό το ύψος των αποθεματικών να περιορίζεται από το Καταστατικό και να είναι υποχρεωτική η διανομή των κερδών πέρα από αυτό το όριο.

Για να διατηρήσει η επιχείρηση την επιθυμητή ρευστότητα μπορεί να καταφύγει σε κεφαλαιοποίηση αποθεματικών. Αυτή πραγματοποιείται με αύξηση της ονομαστικής αξίας ή έκδοση νέων μετοχών ίσης ονομαστικής αξίας με τις υπάρχουσες που διανέμονται δωρεάν στους μετόχους ή συνδυασμό αυτών.

Στο Κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιαστούν συνοπτικά βασισμένες εργασιές με θέμα την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δημόσια Έγγραφη ή και με έκδοση Δευτερεύουσας Αγοράς Μετοχών.

3.1 Η Δημόσια Έγγραφη

Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια έγγραφη υλοποιείται τόσο στους μετόχους της κυρίαρχης όσο και σε νέους επενδυτές χωρίς να γίνεται διάκριση μεταξύ των δύο. Στις Η.Π.Α. η μέθοδος της δημόσιας έγγραφης χρησιμοποιείται συχνά αποκλειστικά για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου των επιχειρήσεων ενώ στη χώρα μας η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται μόνο όταν γίνεται έκδοση των μετοχών μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Οι Asquith & Hilditch (1981) παρουσιάζουν μια μελέτη που εστιάζει στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης πριν και μετά την έκδοση νέων μετοχών. Εξέτασαν εκδόσεις κινών μετοχών από το 1950 έως το 1980 και ανακάλυψαν ότι οι μετοχές που εκδόθηκαν στην αγορά μεταξύ 1950-1980. Οι βασικές προεκλήψεις για να συμπεριληφθούν στην μελέτη είναι οι ακόλουθες:

- Οι μετοχές να έχουν κωδικοποιηθεί στο Χρηματιστήριο (NYSE).
- Η έκδοση των μετοχών να είναι δημόσια (ήδη).
- Η μελέτη να αφορά μετοχές που η έκδοση επιδόθηκε στο μητρώο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (Securities and Exchange Commission, SEC).
- Είναι δύσκολη η εύρεση κινών μετοχών στην Ελλάδα επειδή δεν υπάρχει κεντρικό στατιστικό σύστημα άλλων χωρών όπως στις Η.Π.Α. (Asquith & Hilditch, 1981).

Στο Κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιαστούν συνοπτικά επιστημονικές εργασίες με θέμα την αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή ή/και με έκδοση Δικαιώματος Αγοράς Μετοχών .

3.1 Η Δημόσια Εγγραφή

Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή απευθύνεται τόσο στους μετόχους της επιχείρησης όσο και σε νέους επενδυτές χωρίς να γίνεται διάκριση μεταξύ των δύο. Στις Η.Π.Α. η μέθοδος της δημόσιας εγγραφής χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά για την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου των επιχειρήσεων ενώ στη χώρα μας η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται μόνο όταν γίνεται εισαγωγή των μετοχών μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο.

Οι **Asquith & Mullins (1986)** ερευνούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης η έκδοση νέων μετοχών. Εξετάζουν εκδόσεις κοινών μετοχών από βιομηχανικές επιχειρήσεις και επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών στην περίοδο 1963-1981. Οι βασικές προϋποθέσεις για να συμπεριληφθούν οι επιχειρήσεις στο δείγμα τους είναι:

- Οι μετοχές των επιχειρήσεων ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο (NYSE).
- Η διάθεση των μετοχών έγινε με δημόσια εγγραφή, χρησιμοποιήθηκε ανάδοχος και η έκδοση εγκρίθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (**Securities and Exchange Commission, SEC**)
- Έγινε έκδοση μόνο κοινών μετοχών (την ίδια στιγμή δεν υπήρχε προσφορά οποιουδήποτε άλλου χρεογράφου της ίδιας επιχείρησης).

- Η ανακοίνωση διάθεσης των μετοχών δημοσιεύτηκε στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).

Εξετάζουν 266 βιομηχανικές επιχειρήσεις και 265 επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών. Η αντίδραση της αγοράς υπολογίστηκε με τη χρήση της μεθοδολογίας των μη κανονικών αποδόσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι:

- Η ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών συνοδεύεται από σημαντική μείωση της χρηματιστηριακής τιμής.
- Η μέση μη κανονική απόδοση δύο ημερών είναι -3% για εκδόσεις στην πρωτογενή αγορά.
- Η μέση μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης για όλες τις εκδόσεις βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι $-2,7\%$ και στατιστικά σημαντική.
- Η μείωση της τιμής την ημέρα της ανακοίνωσης έχει σημαντική σχέση με το ύψος του νέου κεφαλαίου που εκδίδεται. Ενώ η μέση μη κανονική απόδοση για επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας ήταν $-0,9\%$ (και στατιστικά σημαντική), δε βρέθηκε να υπάρχει σχέση μεταξύ της χρονικής στιγμής έκδοσης των μετοχών και της απόδοσής τους

Τα αποτελέσματά τους συμφωνούν με τις υποθέσεις: α) ότι οι εκδόσεις μετοχών θεωρούνται από τους επενδυτές σαν «κακή είδηση» και β) ότι η καμπύλη ζήτησης για μετοχές μιας εταιρίας έχει αρνητική κλίση.

Οι **Masulis & Korwar (1986)** ερευνούν τη μεταβολή της τιμής των κοινών μετοχών όταν ανακοινώνεται πώληση νέων μετοχών με τη βοήθεια αναδόχου. Εξετάζουν την περίοδο 1963-1980 και οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στο δείγμα τους ικανοποιούν τα παρακάτω κριτήρια:

Η κοινή μετοχή της εταιρίας είναι εισηγμένη σε κάποιο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE ή AMEX).

- Η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης δημοσιεύεται στον οικονομικό τύπο (**Wall Street Journal**).
- Δεν υπάρχει ταυτόχρονη ανακοίνωση διάθεσης προνομιούχων μετοχών.
- Οι εκδότες χρησιμοποιούν ανάδοχο και οι αυξήσεις με τη μέθοδο των δικαιωμάτων συμμετοχής εξαιρούνται.
- Εξαιρούνται οι περιπτώσεις διάθεσης μετοχών στη δευτερογενή αγορά αν δε γίνεται ταυτόχρονη διάθεση και στην πρωτογενή.

Για την επεξεργασία των ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών χρησιμοποιούν το υπόδειγμα της αγοράς (**market model**) και διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι κατά μέσο όρο παρατηρείται στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της κοινής μετοχής (-3,6%) όταν οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η μείωση της τιμής είναι μεγαλύτερη όταν η αύξηση γίνεται από βιομηχανικές επιχειρήσεις παρά όταν γίνεται από επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών.

Παρατηρείται μείωση της τιμής της μετοχής όταν ανακοινώνεται ταυτόχρονα πώληση μετοχών στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά. Μείωση παρατηρείται και όταν γίνεται ταυτόχρονη διάθεση μετοχών και ομολογιών. Οι αποδόσεις των μετοχών έχουν θετική συσχέτιση με τη μεταβολή της μόχλευσης και αρνητική συσχέτιση με την προηγούμενη απόδοση (RUNUP).

Οι **Mikkelson & Partch (1986)** εξετάζουν την επίδραση στις τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και ερευνούν το είδος των πληροφοριών που οι αυξήσεις μεταδίδουν στους επενδυτές. Χρησιμοποιούν ημερήσια στοιχεία αποδόσεων μετοχών και εξετάζουν βιομηχανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο (η επιλογή είναι τυχαία) που στο διάστημα 1972-1982 έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όταν ανακοινώνεται έκδοση κοινών μετοχών κατά μέσο όρο υπάρχει στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής των μετοχών. Από την άλλη, όταν ανακοινώνεται πώληση προνομιούχων μετοχών η μέση μεταβολή είναι μικρή και όχι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Εκδόσεις (κοινών μετοχών) που έχουν ολοκληρωθεί συνοδεύονται από θετικές μέσες αποδόσεις στο διάστημα μεταξύ ανακοίνωσης και έκδοσης και με αρνητικές όταν πραγματοποιείται η έκδοση.

Οι **Kunimura & Severn (1990)** εξετάζουν την έκδοση νέων μετοχών στην Ιαπωνία και πώς επηρεάζονται οι τιμές τους μετά την έκδοση. Οι αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου γίνονται με δημόσια εγγραφή και από το 1973 γίνεται διάκριση των εκδόσεων κατά μέγεθος, συχνότητα και διαφορά μεταξύ τιμής έκδοσης και τρέχουσας τιμής. Χρησιμοποιώντας μηνιαίες αποδόσεις και τη μεθοδολογία ανάλυσης μη κανονικών κερδών, διαπίστωσαν μη κανονικές αποδόσεις 1,4% τον πρώτο μήνα (ο μήνας που αρχίζει η έκδοση) και ασήμαντες μη κανονικές αποδόσεις στους επόμενους μήνες.

Ο Πίνακας 1 παρακάτω παρουσιάζει συνοπτικά τα αποτελέσματα της σύνοψης της βιβλιογραφίας:

Πίνακας 1: Σύνοψη της Βιβλιογραφίας – Δημόσια Εγγραφή

Συγγραφέας	Περίοδος	Χώρα	Αποτέλεσμα
Asquith & Mullins (1986)	1963-1981	ΗΠΑ	<ul style="list-style-type: none"> - Η ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών συνοδεύεται από σημαντική μείωση της χρηματιστηριακής τιμής. - Η μέση μη κανονική απόδοση δύο ημερών είναι -3% για εκδόσεις στην πρωτογενή αγορά. - Η μέση μη κανονική απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης για όλες τις εκδόσεις βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι -2,7% και στατιστικά σημαντική. - Η μείωση της τιμής την ημέρα της ανακοίνωσης έχει σημαντική σχέση με το ύψος του νέου κεφαλαίου που εκδίδεται.
Masulis & Korwar (1986)	1963-1980	ΗΠΑ	<ul style="list-style-type: none"> - Στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της κοινής μετοχής όταν οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. - Η μείωση της τιμής είναι μεγαλύτερη όταν η αύξηση γίνεται από βιομηχανικές επιχειρήσεις παρά όταν γίνεται από επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών.
Mikkelson & Partch (1986)	1972-1982	ΗΠΑ	<ul style="list-style-type: none"> - Η ανακοίνωση έκδοσης κοινών μετοχών συνεπάγεται στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής των μετοχών. - Η ανακοίνωση πώλησης προνομιούχων μετοχών συνεπάγεται μικρή μέση μεταβολή και όχι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.
Kunimura & Severn (1990)	1973-1987	Ιαπωνία	<ul style="list-style-type: none"> - Θετικές μη κανονικές αποδόσεις τον πρώτο μήνα μετά την έκδοση. - Μη στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις τους επόμενους μήνες.

3.2 Έκδοση Δικαιώματος Αγοράς Μετοχών

Η έκδοση δικαιώματος αγοράς μετοχών απευθύνεται κυρίως στους μετόχους της επιχείρησης αφού τους παρέχει το δικαίωμα να αγοράσουν μετοχές της επιχείρησης. Πρόκειται για μια μέθοδο αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου η οποία δεν χρησιμοποιείται πολύ στις ΗΠΑ και που συνεπώς δεν έχει γίνει και αντικείμενο μελέτης από πολλούς ερευνητές.

Ο **Nelson (1965)** εξετάζει όλες τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης που έκαναν οι εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE) στο διάστημα 1946-1957. Εξετάζει τη μεταβολή γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος και όχι την ημερομηνία κατά την οποία ανακοινώνεται η αύξηση. Βρίσκει ότι οι τιμές έξι μήνες μετά την αποκοπή του δικαιώματος δεν ήταν σημαντικά διαφορετικές απ' ότι οι τιμές έξι μήνες πριν την αποκοπή (μεταβολή $-0,2\%$).

Ο **Scholes (1972)** ερευνά τις εκδόσεις μετοχών στη δευτερογενή αγορά (δηλαδή και τις αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης) των Η.Π.Α. Διερευνά την «υπόθεση συμπίεσης της τιμής» (price pressure hypothesis) που βασίζεται στην υπόθεση ότι η καμπύλη ζήτησης των μετοχών μιας επιχείρησης δεν είναι πλήρως ελαστική αλλά έχει αρνητική κλίση. Χρησιμοποιεί μηνιαίες αποδόσεις μετοχών και εξετάζει την ημερομηνία έκδοσης. Με το υπόδειγμα της αγοράς εξετάζει 696 εκδόσεις που έγιναν στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE) μεταξύ 1926-1966 και διαπιστώνει:

- Θετικές μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο μέχρι την έκδοση.
- Πτώση της τιμής, κατά μέσο όρο 0,3% το μήνα της έκδοσης.
- Δεν υπάρχουν μη κανονικά κέρδη την περίοδο μετά την έκδοση.

Η μεταβολή της τιμής κατά το μήνα έκδοσης ήταν ανεξάρτητη του μεγέθους της και έδειξε ότι δεν ισχύει η «υπόθεση της συμπίεσης της τιμής».

Ο **Smith (1977)** σε μια παρόμοια μελέτη εξετάζει 853 εκδόσεις μετοχών με τη χρήση δικαιωμάτων που έγιναν στο διάστημα 1926-1975. Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς και μηνιαίες αποδόσεις διαπίστωσε ότι για χρονικές περιόδους μέχρι και ένα χρόνο πριν από την έκδοση παρατηρούνται μη κανονικές αποδόσεις 8-9% ενώ δεν παρατηρούνται αντίστοιχες αποδόσεις μετά την έκδοση.

Αν και δεν έκανε έλεγχο για συμπίεση της τιμής, τα αποτελέσματά του έδειξαν μικρή μείωση 1,4% στο διάστημα των δύο μηνών πριν την ημερομηνία έκδοσης και ακολούθησε αύξηση ίδιου ύψους τους δύο μήνες μετά την έκδοση. Το γεγονός αυτό ίσως υποδηλώνει την ύπαρξη μικρής συμπίεσης τιμών.

Από την άλλη πλευρά, οι **White & Lusztig (1980)** ερευνούν την αντίδραση της τιμής των μετοχών γύρω από την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων. Εξετάζουν την περίοδο 1962-1972. Χρησιμοποιούν ημερήσιες αποδόσεις και ελέγχουν την περίπτωση ταυτόχρονων ανακοινώσεων με άλλα σημαντικά γεγονότα. Τα αποτελέσματά τους αποκαλύπτουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης. Η μέση μη κανονική

απόδοση δύο ημερών ήταν $-1,03\%$.

Ο **Kothare (1991)** ερευνά την επίδραση των ανακοινώσεων έκδοσης νέων μετοχών με τη χρήση δικαιωμάτων από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (NYSE ή AMEX) στην περίοδο 1970-1987. Ξεπερνά μειονεκτήματα προηγούμενων εργασιών εξετάζοντας περισσότερες επιχειρήσεις (150), μεγαλύτερη περίοδο και χρησιμοποιώντας ημερήσιες αποδόσεις μετοχών. Στο δείγμα συμμετέχουν μόνο αυξήσεις που ικανοποιούν τα εξής κριτήρια:

- Η επιχείρηση αυξάνει μόνο το κοινό Μετοχικό της Κεφάλαιο.
- Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της αύξησης δημοσιεύονται στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal)/
- Δεν υπάρχουν άλλα σημαντικά γεγονότα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης.
- Υπάρχουν διαθέσιμες οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών.

Το βασικό αποτέλεσμα της συγκεκριμένης έρευνας είναι ότι η ανακοίνωση αύξησης με δικαιώματα προτίμησης μειώνει τις τιμές των μετοχών. Η μέση μη κανονική απόδοση είναι $-1,54\%$.

Οι **Eckbo & Masulis (1992)** εξετάζουν τις μεταβολές της τιμής όταν οι επιχειρήσεις εκδίδουν νέο Μετοχικό Κεφάλαιο με τη χρήση δικαιωμάτων. Διακρίνουν τις αυξήσεις με βάση το βαθμό συμμετοχής του αναδόχου σε:

- Αυξήσεις χωρίς τις υπηρεσίες αναδόχου (**pure rights**).
- Αυξήσεις που χρησιμοποιούνται όλες οι υπηρεσίες αναδόχου (**commitment offerings**).

- Αυξήσεις που χρησιμοποιούν ορισμένες από τις υπηρεσίες αναδόχου (**stand by agreements**).

Ερευνούν την περίοδο 1963-1981 και χρησιμοποιούν ημερήσιες αποδόσεις. Οι εταιρίες που συμμετέχουν στο δείγμα τους ικανοποιούν τα εξής κριτήρια:

- Είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. (**NYSE** ή **AMEX**).
- Η ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης σχετικά με την αύξηση έχει δημοσιευτεί στον οικονομικό τύπο (**Wall Street Journal**).
- Δεν προσφέρονται ταυτόχρονα στην αγορά ομολογίες ή προνομιούχες μετοχές.
- Γίνεται διάκριση όσων αυξήσεων έγιναν με τη βοήθεια αναδόχου με βάση τα ενημερωτικά φυλλάδια.

Διαπιστώνουν ότι όταν ανακοινώνεται αύξηση Μετοχικού κεφαλαίου και δε χρησιμοποιείται ανάδοχος η μέση απόδοση των μετοχών είναι θετική και στατιστικά σημαντική (δεν υπάρχουν στοιχεία για αρνητικές αποδόσεις). Στις περιπτώσεις όμως που χρησιμοποιούνται οι υπηρεσίες αναδόχου διαπιστώθηκε ότι οι αποδόσεις είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές.

Ο **Marsh (1979)** επικεντρώνει το ενδιαφέρον του αποκλειστικά σε αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων που έγιναν στο Ηνωμένο Βασίλειο στο διάστημα 1962-1975. Εξετάζει την αποτελεσματικότητα της αγοράς και ειδικότερα το φαινόμενο μείωσης των τιμών (**price pressure effect**) γι' αυτό και ενδιαφέρεται για την περίοδο μετά την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης. Τα

αποτελέσματα έδειξαν ότι:

- Υπάρχουν μεγάλες μη κανονικές αποδόσεις πριν την ανακοίνωση αύξησης όπως διαπίστωσαν και οι **Scholes (1972)** και **Smith (1977)**.
- Υπάρχουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο μετά την ανακοίνωση της αύξησης.
- Ο υπολογισμός των αποδόσεων δε φαίνεται να επηρεάζεται από το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται.
- Δεν υπάρχει σχέση μεταξύ αποδόσεων και μεγέθους έκδοσης.

Οι **Kim & Lee (1990)** ερευνούν τις επιπτώσεις από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων στο διάστημα 1984-1988 που έγιναν στην Κορέα. Οι αυξήσεις ήταν συνολικά 239 και υπολογίστηκαν μη κανονικές αποδόσεις για 25 μήνες γύρω από το μήνα που έγινε η ανακοίνωση (μήνας «0»). Χρησιμοποιούν μηνιαίες αποδόσεις, μεθοδολογία «event study» και το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης (market adjusted model). Διαπιστώνουν ότι η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών με δικαιώματα οδηγεί σε σημαντική αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Οι μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές (3,2%) γεγονός που είναι αντίθετο με τα αντίστοιχα αποτελέσματα στις ΗΠΑ.

Ο **Kang (1990)** εξετάζει πώς μεταβάλλονται οι τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνονται αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων. Ερευνά 89 αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου που έγιναν στο διάστημα 1984-1987. Η επιλογή των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στο δείγμα έχει γίνει με βάση τα εξής κριτήρια:

- Δεν πρέπει να έχει συμβεί άλλο γεγονός εκτός από την αύξηση με δικαιώματα για διάστημα 100 ημερών γύρω από την ανακοίνωση.
- Αν η επιχείρηση έκανε περισσότερες από μία αυξήσεις στο ίδιο έτος επιλέγεται η πρώτη αύξηση μόνο.
- Για να αποφευχθεί το πρόβλημα των περιορισμένων συναλλαγών επιλέγει επιχειρήσεις με υψηλό όγκο συναλλαγών.

Χρησιμοποιεί τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων και αναλύει ημερήσιες αποδόσεις. Συμπεραίνει ότι οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν περισσότερο από τη μέση μεταβολή της αγοράς για τις επιχειρήσεις εκείνες που ανακοίνωσαν αύξηση.

Ο **Τσαγκαράκης (1996)** εξέτασε την έκδοση δικαιωμάτων στην Ελλάδα για την περίοδο 1981-1990 και βρήκε στατιστικά σημαντική αύξηση στις αποδόσεις των μετοχών κατά την ημέρα της ανακοίνωσης της έκδοσης. Στην έρευνα αυτή εξετάστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Εξετάζονται 59 περιπτώσεις αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χ.Α.Α..

Εφαρμόζοντας τη μέθοδο των διαστρωματικών παλινδρομήσεων μεταξύ των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων δύο και έντεκα ημερών και διάφορων ανεξάρτητων μεταβλητών διαπιστώθηκε ότι η εξίσωση παλινδρόμησης έχει ερμηνευτική δύναμη μόνο όταν εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις έντεκα ημερών.

Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών μεταβάλλονται προς όμοια κατεύθυνση με το άθροισμα των μέσων

έκτακτων αποδόσεων την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης αύξησης. Αντίθετα, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις αυξάνονται όταν μειώνεται η δανειακή επιβάρυνση και το άθροισμα των αποδόσεων της αγοράς την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης αύξησης και όταν η επιχείρηση εκδίδει ταυτόχρονα κοινές και προνομιούχες μετοχές αντί μόνο κοινές.

Ο **Marsden (2000)** εξέτασε την έκδοση δικαιωμάτων στην Νέα Ζηλανδία κατά την περίοδο 1976-1994. Στην περίοδο αυτή η έκδοση δικαιωμάτων οδήγησε σε σημαντική μείωση των τιμών των μετοχών. Οι αρνητικές αντιδράσεις των μετοχών ήταν μεγαλύτερες όταν υπήρχε ανάδοχος κατά την έκδοση σε σχέση με τις εκδόσεις όπου δεν υπήρχε ανάδοχος. Επίσης μεγαλύτερες αρνητικές επιδράσεις στις τιμές των μετοχών υπήρχαν όσο μεγαλύτερο ήταν το μέγεθος της έκδοσης (νέες μετοχές). Στο δείγμα του συμπεριέλαβε 88 εκδόσεις δικαιωμάτων, από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Ζηλανδίας, τα αποτελέσματα που είχε η έρευνα αυτή συμφωνούν με τα αντίστοιχα των **Eckbo & Masulis (1992)**.

Οι **Kabir & Roosenboom (2002)** εξετάζουν την έκδοση δικαιωμάτων στην Ολλανδία (Amsterdam Exchanges) για την περίοδο 1984 – 1995. Διαπιστώνουν μια στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της μετοχής τόσο όταν η εταιρεία ανακοινώνει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου όσο και κατά την περίοδο της εγγραφής.

Τέλος, ο **Adaoglu (2005)** εξετάζει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην Τουρκία (Istanbul Stock Exchange) για την περίοδο 1994-1999. Τα αποτελέσματα του δεν διαφέρουν από τις υπόλοιπες έρευνες. Και εδώ παρατηρείται σημαντική αρνητική μη κανονική απόδοση.

Ο Πίνακας 2 παρακάτω παρουσιάζει συνοπτικά τα αποτελέσματα της σύνοψής της βιβλιογραφίας:

Πίνακας 2: Σύνοψη της Βιβλιογραφίας – Δικαίωμα Αγοράς Μετοχών

Συγγραφέας	Περίοδος	Χώρα	Αποτέλεσμα
Nelson (1965)	1946-1957	ΗΠΑ	Οι τιμές έξι μήνες μετά την αποκοπή του δικαιώματος δεν ήταν σημαντικά διαφορετικές απ' ότι οι τιμές έξι μήνες πριν την αποκοπή
Scholes (1972)	1926-1966	ΗΠΑ	- Θετικές μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο μέχρι την έκδοση. - Πτώση της τιμής, κατά μέσο όρο 0,3% το μήνα της έκδοσης. - Δεν υπάρχουν μη κανονικά κέρδη την περίοδο μετά την έκδοση
Smith (1977)	1926-1975	ΗΠΑ	- Για χρονικές περιόδους μέχρι και ένα χρόνο πριν από την έκδοση παρατηρούνται μη κανονικές αποδόσεις 8-9%. - Δεν παρατηρούνται αντίστοιχες αποδόσεις μετά την έκδοση.
White & Lusztig (1980)	1962-1972	ΗΠΑ	Αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές την ημερομηνία ανακοίνωσης της αύξησης.
Kothare (1991)	1970-1987	ΗΠΑ	Η ανακοίνωση αύξησης με δικαιώματα προτίμησης μειώνει τις τιμές των μετοχών.
Eckbo & Masulis (1992)	1963-1981	ΗΠΑ	- Η μέση απόδοση των μετοχών είναι θετική και στατιστικά σημαντική όταν δεν χρησιμοποιείτε ανάδοχος. - Η μέση απόδοση των μετοχών είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική όταν χρησιμοποιείτε ανάδοχος.
Marsh (1979)	1962-1975	Ηνωμένο Βασίλειο	- Υπάρχουν μεγάλες μη κανονικές αποδόσεις πριν την ανακοίνωση αύξησης - Υπάρχουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις την περίοδο μετά την ανακοίνωση της αύξησης. - Ο υπολογισμός των αποδόσεων δε φαίνεται να επηρεάζεται από το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται. - Δεν υπάρχει σχέση μεταξύ αποδόσεων και μεγέθους έκδοσης.
Kim & Lee (1990)	1984-1988	Κορέα	- Η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών με δικαιώματα οδηγεί σε σημαντική

			αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. - Θετικές μη κανονικές αποδόσεις.
Kang (1990)	1984-1987	Ιαπωνία	Οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν περισσότερο από τη μέση μεταβολή της αγοράς για τις επιχειρήσεις εκείνες που ανακοίνωσαν αύξηση.
Τσαγκαράκης (1996)	1981-1990	Ελλάδα	- Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών μεταβάλλονται προς όμοια κατεύθυνση με το άθροισμα των μέσων έκτακτων αποδόσεων την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης αύξησης. - Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις αυξάνονται όταν μειώνεται η δανειακή επιβάρυνση και το άθροισμα των αποδόσεων της αγοράς την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης αύξησης και όταν η επιχείρηση εκδίδει ταυτόχρονα κοινές και προνομιούχες μετοχές αντί μόνο κοινές.
Marsden (2000)	1976-1994	Νέα Ζηλανδία	Οι αρνητικές αντιδράσεις των μετοχών ήταν μεγαλύτερες όταν υπήρχε ανάδοχος κατά την έκδοση σε σχέση με τις εκδόσεις όπου δεν υπήρχε ανάδοχος
Kabir & Roosenboom (2002)	1984-1995	Ολλανδία	- Στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της μετοχής τόσο όταν η εταιρεία ανακοινώνει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου όσο και κατά την περίοδο της εγγραφής.
Adaoglu (2005)	1994-1999	Τουρκία	Σημαντική αρνητική μη κανονική απόδοση

Στο Κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιαστεί το Γενικό Πλαίσιο της Εκτίμησης των Μη – Κανονικών Αποδόσεων, το δείγμα περιπτώσεων αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και η εμπειρική ανάλυσή του.

4.1 Η Μεθοδολογία

4.1.1 Το Γενικό Πλαίσιο της Εκτίμησης των Μη – Κανονικών Αποδόσεων

Η εμπειρική ανάλυση θα βασισθεί στην ανάλυση των μη κανονικών αποδόσεων της επιχείρησης όπως αυτή περιγράφεται από τους **Brown & Warner (1983)** και **(1985)**. Ουσιαστικά εξετάζονται οι μεταβολές των μη κανονικών αποδόσεων της μετοχής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρίας να εκδώσει νέες μετοχές.

Κάτω από την Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (**Efficient Market Hypothesis**) κάθε επίδραση από την ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών θα πρέπει να λάβει χώρα την ημέρα της ανακοίνωσης μόνο και όχι τις επόμενες ημέρες. Αυτό συμβαίνει γιατί σύμφωνα με την Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών η αγορά αντιδρά άμεσα σε κάθε νέα πληροφόρηση και την ενσωματώνει (άμεσα) στις τιμές. Συνεπώς θετικές μη κανονικές αποδόσεις θα μπορούσαν να παρατηρηθούν μόνο την ημέρα της ανακοίνωσης και όχι μετά από αυτή. Οποιαδήποτε παραβίαση της συγκεκριμένης Υπόθεσης θα οδηγούσε στην ύπαρξη μη κανονικών αποδόσεων γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της έκδοσης νέων μετοχών.

Το κρίσιμο ερώτημα που προκύπτει εδώ είναι πώς ορίζονται οι μη

κανονικές αποδόσεις. Ξεκινώντας να δώσουμε απάντηση στο συγκεκριμένο ερώτημα θα ορίσουμε πρώτα τις μη κανονικές αποδόσεις ως εξής:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

όπου:

$A_{i,t}$: η μη κανονική απόδοση της μετοχής i την μέρα t

$R_{i,t}$: η πραγματική απόδοση της μετοχής τη συγκεκριμένη ημέρα (από τα ιστορικά στοιχεία της μετοχής)

$E(R_{i,t})$: η κανονική απόδοση της μετοχής υπολογισμένη με βάση κάποιο οικονομικό ή στατιστικό υπόδειγμα (MacKinlay(1997)).

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της μεθόδου εκτίμησης του $E(R_{i,t})$ θα αναφέρουμε πρώτα ότι χωρίσουμε την περίοδο ενδιαφέροντος μας σε δύο γενικές κατηγορίες:

- **Στην περίοδο του γεγονότος**

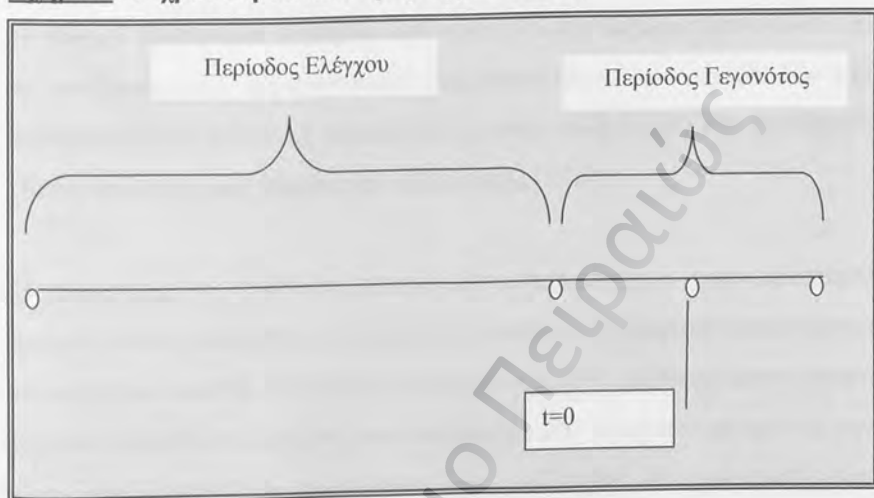
Η συγκεκριμένη περίοδος περιλαμβάνει την ημερομηνία του γεγονότος στο οποίο βασίζεται η ανάλυση (στην περίπτωση μας την ημερομηνία ανακοίνωσης της έκδοσης των νέων μετοχών) καθώς και μια χρονική περίοδο κάποιων ημερών πριν και μετά το συγκεκριμένο γεγονός (για παράδειγμα πέντε (5) ημέρες πριν και πέντε(5) ημέρες μετά το συγκεκριμένο γεγονός).

- **Στην περίοδο ελέγχου**

Η συγκεκριμένη περίοδος περιλαμβάνει το χρονικό διάστημα το οποίο αρχίζει κάποιες (πολλές) ημέρες πριν την αρχή της περιόδου του γεγονότος και τελειώνει την ημέρα πριν την έναρξη της περιόδου του γεγονότος. Για την περίοδο ελέγχου απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα

εκτίμησης ώστε η μέση απόδοση που θα υπολογιστεί να είναι η αντιπροσωπευτικότερη για την πορεία της μετοχής. Το Σχήμα 2 παρακάτω δείχνει τις δύο διαφορετικές περιόδους.

Σχήμα 2: Η χρονική τοποθέτηση της ανάλυσης



Το κρίσιμο ερώτημα εδώ είναι πως θα υπολογιστεί η κανονική απόδοση της μετοχής $E(R_{i,t})$. Για να γίνει αυτό μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε κάποιο υπόδειγμα. Σύμφωνα με τον **MacKinlay(1997)** η κανονική απόδοση μπορεί να εκτιμηθεί με βάση κάποιο στατιστικό ή οικονομικό υπόδειγμα. Τα υποδείγματα που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία δομούνται πάνω σε στατιστικές υποθέσεις που αφορούν τη συμπεριφορά των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων ενώ δεν βασίζονται σε συγκεκριμένες οικονομικές υποθέσεις.

Από την άλλη πλευρά, τα οικονομικά υποδείγματα στηρίζονται σε υποθέσεις που πηγάζουν από την οικονομική θεωρία. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι σε αυτή την περίπτωση δεν έχουμε και στατιστικές υποθέσεις οι οποίες πρέπει να ισχύουν.

Συνεπώς το βασικό πλεονέκτημα των οικονομικών υποδειγμάτων σε σχέση με τα αντίστοιχα στατιστικά δεν είναι η απουσία στατιστικών υποθέσεων. Είναι η ευκαιρία να υπολογιστούν ποιο ακριβής εκτιμητές της κανονικής απόδοσης με τη χρήση οικονομικών περιορισμών.

Η βασική στατιστική υπόθεση των στατιστικών υποδειγμάτων είναι ότι οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων είναι ότι ακολουθούν μια πολυμεταβλητή κανονική κατανομή και είναι ανεξάρτητα και ταυτόνομα (**independently and identically distributed, i.i.d**).

Η συγκεκριμένη υπόθεση αν και από στατιστικής – οικονομετρικής πλευράς είναι πολύ ισχυρή είναι ικανή ώστε τα στατιστικά υποδείγματα να ορίζονται σωστά. Παρόλο που η συγκεκριμένη υπόθεση είναι ισχυρή και στην πράξη οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μην είναι ανεξάρτητες και ταυτόνομες έχει αποδειχθεί ότι εμπειρικά είναι λογική και ότι τα αποτελέσματα που δίνει είναι σωστά ακόμη και αν υπάρχουν αποκλίσεις από αυτή.

4.1.2 Το Υπόδειγμα του Μέσου

Σύμφωνα με τους **Brown & Warner (1980)** και **(1985)** αλλά και τον **MacKinlay(1997)** αν υποθέσουμε ότι ο μέσος της απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου i είναι μ_i τότε το υπόδειγμα του σταθερού μέσου είναι:

$$R_{i,t} = \mu_i + \zeta_{i,t} \text{ με}$$

$$E(\zeta_{i,t}) = 0 \text{ και } \text{var}(\zeta_{i,t}) = \sigma_{\zeta_i}^2$$

όπου:

$R_{i,t}$: είναι η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου στην περίοδο t

$\zeta_{i,t}$: ο διαταρακτικός όρος με μέσο μηδενικό και διακύμανση $\sigma_{\zeta_i}^2$.

Παρόλο που το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι το απλούστερο έχει δειχθεί από πολλούς μελετητές – μεταξύ των οποίων και οι **Brown & Warner (1980)** και **(1985)** – ότι τα αποτελέσματα που δίνει είναι ικανοποιητικά και δεν διαφέρουν από άλλα περισσότερο πολύπλοκα στατιστικά υποδείγματα.

4.1.3 Το Υπόδειγμα του Μέσου

Το υπόδειγμα της αγοράς είναι ένα στατιστικό υπόδειγμα που συνδέει την απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για κάθε περιουσιακό στοιχείο i το υπόδειγμα της αγοράς είναι:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{με}$$

$$E(\varepsilon_{i,t}) = 0 \quad \text{και} \quad \text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

όπου:

$R_{i,t}$: η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου i στην περίοδο t

$R_{m,t}$: η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς στην περίοδο t .

$\varepsilon_{i,t}$: ο διαταρακτικός όρος με μέσο μηδέν.

$\alpha_i, \beta_i, \sigma_{\varepsilon_i}^2$: οι παράμετροι του υποδείγματος της αγοράς.

Το υπόδειγμα της αγοράς αποτελεί μια δυναμική βελτίωση σε σχέση με το υπόδειγμα του σταθερού μέσου. Αφαιρώντας το μέρος εκείνο της απόδοσης που σχετίζεται με τη μεταβολή της απόδοσης του

χαρτοφυλακίου της αγοράς τότε η διακύμανση της μη κανονικής απόδοσης μειώνεται.

4.1.4 Τα Οικονομικά Υποδείγματα

Τα οικονομικά υποδείγματα μπορούν να θεωρηθούν ως επιπλέον περιορισμοί στα στατιστικά υποδείγματα έτσι ώστε να οδηγήσουν σε περισσότερο περιορισμένες κανονικές αποδόσεις. Τέτοια υποδείγματα μπορεί να είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) ή το Αντισταθμιστικό Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (APT).

4.2 Η Μέτρηση Των Μη Κανονικών Αποδόσεων

Προσπαθώντας να ολοκληρώσουμε την περιγραφή του υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων θα περιγράψουμε παρακάτω τη διαδικασία υπολογισμού τους με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς.

- **Εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς για την περίοδο ελέγχου**
Εκτιμούμε το υπόδειγμα τις αγορές χρησιμοποιώντας τη σχέση

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{με}$$

$$E(\varepsilon_{i,t}) = 0 \quad \text{και} \quad \text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Το βασικό σημείο εδώ είναι η εκτίμηση των παραμέτρων $\alpha_i, \beta_i, \sigma_{\varepsilon_i}^2$.

- **Υπολογισμός της κανονικής απόδοσης για την περίοδο γεγονότος**
Χρησιμοποιώντας τις παραμέτρους α_i, β_i που υπολογίζουμε στο προηγούμενο βήμα υπολογίζουμε την κανονική απόδοση για την περίοδο γεγονότος. Δηλαδή:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

όπου

$R_{m,t}$: η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την περίοδο γεγονόςτος

- Υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων για την περίοδο γεγονόςτος

Χρησιμοποιώντας την κανονική απόδοση για την περίοδο γεγονόςτος $E(R_{i,t})$, την πραγματική απόδοση του περιουσιακού στοιχείου για την περίοδο γεγονόςτος $R_{i,t}$ καθώς και τη σχέση:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Υπολογίζουμε τις μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο γεγονόςτος.

Το κρίσιμο σημείο εδώ είναι πως ελέγχουμε αν οι συγκεκριμένες αποδόσεις που θα υπολογίσουμε είναι στατιστικά σημαντικές. Πρώτα από όλα θα πρέπει να διατυπώσουμε ποιες είναι οι εναλλακτικές υποθέσεις των οποίων θέλουμε να ελέγξουμε την ισχύ.

Η μηδενική υπόθεση (H_0) είναι ότι το γεγονός δεν έχει καμία επίδραση στη συμπεριφορά των αποδόσεων. Η εναλλακτική υπόθεση (H_1) είναι ότι υπάρχει επίδραση στη συμπεριφορά των αποδόσεων εξαιτίας του γεγονότος.

Το στατιστικό που μας επιτρέπει να ελέγξουμε αν ισχύει ή όχι η μηδενική υπόθεση δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$\frac{\bar{A}_t}{\hat{S}(A_t)}$$

όπου:

$$\bar{A}_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} A_{i,t} : \text{η μέση μη κανονική απόδοση}$$

$$\hat{S}(\bar{A}_t) = \sqrt{\left(\sum_{t=1}^{100} (\bar{A} - \tilde{A})^2 \right) / 99} : \text{η διαχρονική τυπική απόκλιση της μέσης}$$

μη κανονικής απόδοσης για την περίοδο ελέγχου.

$$\tilde{A} = \frac{1}{100} \sum_{t=1}^{100} \bar{A}_t : \text{η διαχρονική μέση απόδοση για την περίοδο ελέγχου.}$$

Παραπάνω υποθέτουμε ότι η περίοδος ελέγχου είναι 100 ημέρες.

4.3 Το Δείγμα της Εμπειρικής Ανάλυσης

Η εμπειρική ανάλυση θα βασισθεί στην εξέταση ενός δείγματος 33 περιπτώσεων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου στο Χ.Α.Α. κατά την περίοδο 2000-2005.

Ο Πίνακας 3 παρακάτω δίνει τις συγκεκριμένες περιπτώσεις αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.

Πίνακας 3: Οι Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου στην περίοδο 2000-2005

	Όνομασία Επιχείρησης	Ημερομηνία	Νόμισμα	Τιμή	Κλάδος	Ανάδοχος
1	EFG Eurobank Erg	11/30/05	EUR	27.4	Banks	UBS
2	Diana Shipping I	12/06/05	USD	13.5	Transportation	BEAR,WACH
3	Piraeus Bank SA	11/14/05	EUR	17.4	Banks	JPM/Cazenove
4	Metka SA	10/06/05	EUR	9.2	Metal Fabricate/Ha	DB,HSBCPN
5	National Bank of	10/04/05	EUR	32.9	Banks	CITI,CSFB,NBG IN
6	Motor Oil Hellas	9/16/05	EUR	17.54	Oil & Gas	C,NBG
7	Hellenic Telecom	09/08/05	EUR	17.02	Telecommunic ations	GS,JPM,ML,MS
8	Emporiki Bank of	7/25/05	EUR	26.4	Banks	JPM,UBS
9	Agricultural Ban	07/04/05	EUR	2.3	Banks	UBS
10	OPAP SA	7/18/05	EUR	24.14	Entertainment	C,CSFB,DB,MS, AL
11	Babis Vovos Inte	6/24/05	EUR	12.5	Engineering & Cons	Deutsche Bank
12	Public Power Cor	5/19/05	EUR	20.2	Electric	Citigroup Inc
13	Terna SA	2/14/05	EUR	6.6	Engineering & Cons	NBG Intl Ltd
14	Cosmote Mobile T	01/05/05	EUR	14.9	Telecommunic ations	Lehman Brothers
15	National Bank of	11/12/04	EUR	22.74	Banks	C,CSFB,DB
16	TOP Tankers Inc	11/04/04	USD	15.5	Transportation	Cantor Fitz
17	Babis Vovos Inte	10/18/04	EUR	12	Engineering & Cons	Deutsche Bank
18	Germanos SA	07/08/04	EUR	22.5	Retail	UBS
19	Cosmote Mobile T	2/26/04	EUR	12.18	Telecommunic ations	Lehman Bros Int
20	Regency Entertai	01/05/04	EUR	8.9	Entertainment	Kappa Securitie
21	EFG Eurobank Erg	11/13/03	EUR	13.2	Banks	Deutsche Bank
22	National Bank of	10/09/03	EUR	17.4	Banks	C,ML
23	Piraeus Bank SA	10/10/03	EUR	8	Banks	UBS
24	Alpha Bank AE	09/10/2003	EUR	17.2	Banks	JPM,UBS,ALPH A
25	Public Power Cor	10/25/03	EUR	17.5	Electric	ALPHA,DB,EF G,MS
26	OPAP SA	7/14/03	EUR	9.44	Entertainment	ALPHAF,C,CSF B,E
27	Cosmote Mobile T	4/30/03	EUR	9.16	Telecommunic ations	Citigroup
28	Coca Cola Hellen	12/03/2002	EUR	13.4	Beverages	CSFB (Europe)
29	Public Power Cor	12/12/2002	EUR	12.4	Electric	ALPHA,DB,NB G,UB

30	OPAP SA	7/15/02	EUR	8.44	Entertainment	Schroder Salomo
31	Hellenic Telecom	6/13/02	EUR	16.5	Telecommunications	DB,MS
32	Stelmar Shipping	4/16/02	USD	14	Transportation	Jefferies
33	Elval Aluminium	TBA	EUR		Mining	
34	Hellenic Petrole	2/28/00	GRD	4050	Oil & Gas	CSFB,NBG,SSS B

Πηγή: Bloomberg

Χρησιμοποιώντας τη διαδικασία που χρησιμοποιήσαμε παραπάνω έχουμε μια περίοδο ελέγχου 259 ημερών και μια περίοδο γεγονότος 11 ημερών. Υπολογίζουμε της παραμέτρους του υποδείγματος αγοράς α_i, β_i και στη συνέχεια τις χρησιμοποιούμε για να υπολογίσουμε την κανονική απόδοση στην περίοδο γεγονότος.

Στη συνέχεια υπολογίσουμε την μη κανονική απόδοση για κάθε ημέρα της περιόδου γεγονότος χρησιμοποιώντας τη σχέση $A_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ καθώς και το αντίστοιχο στατιστικό που δίνεται από τη σχέση $\frac{\bar{A}_t}{\hat{S}(A_t)}$ όπως αυτές ορίστηκαν παραπάνω.

4.4 Αποτελέσματα

Ο Πίνακας 4 παρακάτω δείχνει τα συγκεκριμένα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης.

Πίνακας 4: Μη Κανονικές Αποδόσεις

Ημέρα	Μη κανονική Απόδοση	t-stat	Διακύμανση
-10	-0.002709	-1.708	0.00159
-9	-0.001455	-0.917	0.00159
-8	0.000494	0.311	0.00159
-7	0.000170	0.107	0.00159
-6	0.001383	0.871	0.00159
-5	0.00029	0.181	0.00159
-4	-0.00080	-0.501	0.00159
-3	0.00015	0.093	0.00159
-2	0.00129	0.816	0.00159
-1	-0.00037	0.234	0.00159
0	0.000506	-0.319	0.00159
1	0.00418	2.633	0.00159
2	-0.00024	-0.153	0.00159
3	-0.00229	-1.441	0.00159
4	-0.00272	-1.714	0.00159
5	0.00481	3.034	0.00159
6	-0.00349	-0.219	0.00159
7	-0.00105	-0.315	0.00159
8	-0.00427	-0.205	0.00159
9	-0.00531	-0.123	0.00159
10	-0.00606	-0.111	0.00159

Το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα είναι ότι δεν υπάρχουν αρκετά στοιχεία για να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση της μη ύπαρξης μη κανονικών αποδόσεων για την περίοδο (-10,0) ενώ η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται για την πρώτη μέρα (1) μετά την ανακοίνωση της δημόσιας εγγραφής. Για την περίοδο (2,4) η μηδενική υπόθεση δεν μπορεί να απορριφθεί ενώ απορρίπτεται για την περίοδο (5,10) μετά την ανακοίνωση της έκδοσης νέων μετοχών.

Το συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί από την παραπάνω ανάλυση είναι ότι η ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών προκαλεί θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις την επόμενη μέρα της ανακοίνωσης. Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με την Υπόθεση της Αποτελεσματικότητας των Αγορών αφού δείχνει ότι κάποιος μπορεί να αποκομίσει κέρδη ακολουθώντας μια στρατηγική που θα του επιτρέψει να εκμεταλλευτεί τη θετική μη κανονική απόδοση την επόμενη μέρα της ανακοίνωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

5.1 Συμπεράσματα

Η συγκεκριμένη εργασία ξεκίνησε με μια περιγραφή του Χρηματοεγγράφιου Αξιών Αθηνών καθώς και της έννοιας της σύστασης και μετοχικού κεφαλαίου με την ένδειξη δικονομικής κριτικής. Στη συνέχεια κατασκευάστηκε αναλυτικά το θεωρητικό υπόβαθρο ανάλογα των μη κανονικών κεφαλαίων όπως από περιπτώσεις των Brown & Warner (1980) και (1985) και MacLennan (1997). Στη συνέχεια κατασκευάστηκε το υπόβαθρο των μη κανονικών κεφαλαίων αλλά και τα επενδυτικά και οικονομικά αποτελέσματα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό των οικονομικών αποτελεσμάτων βασικές αρχές και μεθόδους. Τέλος κατασκευάστηκε η θεωρητική βάση για την ανάλυση των κεφαλαίων μετοχικού κεφαλαίου όπως ορίστηκαν από τον Κανονισμό 2003/71/ΕΚ και τον Κανονισμό 2003/43/ΕΚ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο τέλος της εργασίας κατασκευάστηκαν οι καταστάσεις ανέλιξης μετοχικού κεφαλαίου με την ένδειξη δικονομικής κριτικής με την εμπεριστατημένη γνώση που αποκτήθηκε στο πλαίσιο της εργασίας. Οι καταστάσεις ανέλιξης μετοχικού κεφαλαίου με την ένδειξη δικονομικής κριτικής κατασκευάστηκαν με την ένδειξη δικονομικής κριτικής με την ένδειξη δικονομικής κριτικής.

5.1 Συμπεράσματα

Η συγκεκριμένη εργασία ξεκίνησε με μια παρουσίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και της έννοιας της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση δικαιώματος αγοράς μετοχών. Στη συνέχεια παρουσιάστηκε αναλυτικά το θεωρητικό υπόβαθρο ανάλυσης των μη κανονικών αποδόσεων όπως αυτό περιγράφεται από τους **Brown & Warner (1980)** και **(1985)** και **MacKinlay (1997)**. Εκεί παρουσιάστηκε τόσο η έννοια των μη κανονικών αποδόσεων αλλά και τα στατιστικά και οικονομικά υποδείγματα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον υπολογισμό τους. Τονίστηκαν επίσης οι βασικές στατιστικές υποθέσεις που θεμελιώνουν τα συγκεκριμένα υποδείγματα. Επίσης, δόθηκαν οι υποθέσεις που θα πρέπει να ελεγχθούν στατιστικά.

Στο τέλος της εργασίας παρουσιάστηκαν οι περιπτώσεις αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση δικαιώματος αγοράς μετοχών ενώ με την εμπειρική μελέτη οδηγήσαμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν θετικές υπεραποδόσεις την πρώτη ημέρα μετά την ανακοίνωση του δικαιώματος έκδοσης μετοχών.

Βιβλιογραφία

- Adaoglou, C., (2005), Market Reaction to “Unsweetened” and “Sweetened” Rights Offerings in an Emerging European Market, *Journal of Multinational Financial Management*.
- Asquith, P., Mullins, D., (1986), Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics* (15)
- Brealey, R., Myers, S., (1991), *Principles of corporate finance*” Sixth edition, Mc Graw-Hill
- Brown, J. S., Warner, B. J., (1980), Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics* (8), pp. 205-258
- Brown, J. S., Warner, B. J., (1985), Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics* (14), pages 3-31
- Echo, B., Masulis, R., (1987), Rights versus underwriter stock offerings: An empirical analysis, Working paper
- Echo, B., Masulis, R., (1992), Adverse selection and the rights offer paradox” *Journal of Financial economics*, volume 32, pages 293-332.
- Elton, E., Gruber, M., *Modern portfolio theory and investment analysis*” Fifth edition.
- Kabir, R., Roosenboom, P., (2002), Can the Stock Market Anticipate Future Operating Performance? Evidence from Equity Right Issues, Erasmus Research Institute of Management
- Kang, H., (1990), Effects of seasoned equity offering in Korea on shareholder’s wealth, *Pacific-Basin capital markets research*, North Holland.

- Kim, E., Lee, Y., (1990), Issuing stocks in Korea, Pacific-Basin capital markets research, north Holland.
- Kothare, M., (1991), Equity financing: An investigation of rights offers anomaly, Working paper
- Kunimura M., Severn, A., The post-issue performance of new issues of Japanese stocks, Pacific-Basin capital markets research, north Holland 1990.
- MacKinlay, A. C., (1997), Event Studies in Economics and Finance, Journal of Economic Literature, Vol. 35 (1) pages 13-39
- Marsden, A., (2000), Shareholder Wealth Effects on Rights Issues: Evidence from the New Zealand Capital Market, Pacific – Basin Finance Journal, Vol.8, pp. 419-442
- Marsh, P., (1979), Equity Rights Issues and the Efficiency of the UK Stock Market, Journal of Finance, Vol.34, (4), pp. 839-862
- Mikkelson, W., Partch, M., (1986), Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process, Journal of Financial Economics, Vol.15, pp. 31-60
- Scholes, M., (1972), The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices, The Journal of Business, Vol. 45, (2), pp. 179-211
- Smith, C. (Jr), (1977), Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwriters Offering, Journal of Financial Economics, Vol.5, pp.50-75
- Tsagkarakis, N., (1996), Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Right Offerings in Greece, Financial Management, Vol. 25 (3), pp.21-32

- White, W. R., Lusztig, A.P., (1980), The Price Effects of Rights Offerings, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, (1), pp. 25-40
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ΧΑΑ 125 χρόνια, Αθήνα
- Ηλεκτρονική Διεύθυνση
<http://www.ase.gr/content/gr/about/publications/>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς