

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

"ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ"

ΓΡΙΒΑ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση των απαραίτητων προϋποθέσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Ιανουάριος, 2010

Εγκρίνουμε τη διατριβή τής Γρίβα Βασιλικής.

Υπεύθυνος Καθηγητής
Τσαγκαράκης Νικόλαος
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Εξεταστής Καθηγητής
Γάτσιος Κωνσταντίνος
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εξεταστής Καθηγητής
Τζαβαλής Ηλίας
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

...../...../2010

Στους γονείς μου

Κωνσταντίνο και Μαρία

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ……6

ΕΙΣΑΓΩΓΗ……..…….....8

ΚΕΦΑΛΑΙΟ1: **ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**…….10

1.1 Πραγματική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου……...10

1.1.1 Δημόσια προσφορά……..……..11

1.1.2 Δικαιώματα προτίμησης……..……..12

1.1.3 Κόστος έκδοσης νέων μετοχών……16

1.1.4 Ιδιωτική τοποθέτηση……..16

1.2Ονομαστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου…….....16

1.2.1 Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών-αδιανέμητων κερδών……..……...17

1.2.2 Κεφαλαιοποίηση δανειακών κεφαλαίων…….……...18

1.2.3 Κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας από την αναπροσαρμογή των παγίων στοιχείων……18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ……...……19

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ……...……...40

3.1 Νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών……...……41

3.2 Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών……...44

3.3 Νόμος και συμπληρωματικός Κανονισμός της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων περί ενημερωτικού δελτίου……..……..52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ……...……54

4.1 Υπολογισμός της αντίδρασης των τιμών των μετοχών σε νέες πληροφορίες..…55

4.1.1 Το υπόδειγμα της αγοράς……...……56

4.1.2 Το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης……..……59

4.1.3 Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης-με το δείκτη της αγοράς-απόδοσης….59

4.1.4 Έλεγχος για στατιστικά σημαντικές αποδόσεις……...…..60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΕΙΓΜΑ……...……...61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ……...68

6.1 Αντίδραση των τιμών των μετοχών στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης και την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο……....68

6.2 Επίδραση της τιμής έκδοσης στην τιμή των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο…….72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ……...……75

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ……..……..77

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη εξετάζει σε πρώτο πλάνο την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης τόσο κατά την ανακοίνωση, όσο και κατά την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Σε δεύτερο πλάνο, μελετάται η επίδραση της τιμής έκδοσης στην τιμή των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής των νεοεκδοθεισών μετοχών. Η έρευνα φορά την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και εκτείνεται στην περίοδο 2005-2009.

Αρχικά, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου προσεγγίζεται σε θεωρητικό επίπεδο όπου αναλύονται όλα τα θέματα που άπτονται των δικαιωμάτων προτίμησης ενώ παράλληλα αντιπαραβάλλονται με τις λοιπές μεθόδους άντλησης κεφαλαίων. Συνεχίζοντας σε θεωρητική βάση, γίνεται μια ανασκόπηση στις σελίδες της διεθνούς βιβλιογραφίας μέσω της οποίας γίνεται σαφής η σύγκρουση των αποτελεσμάτων. Για παράδειγμα, η επίδραση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στις τιμές των μετοχών ήταν θετική στην Αγγλία (*Marsh (1979)*), στην Ελβετία (*Loderer, Zimmerman (1988)*), στην Κίνα (*Wang, et. al. (2006)*), στην Ινδία (*Marisetty, et. al. (2008)*), ενώ αντιθέτως ήταν αρνητική στη Νέα Ζηλανδία (*Marsden (2000)*), στην Ολλανδία (*Kabir, Roosenboom (2002)*), στην Αυστραλία (*Balachandran et. al. (2006)*), στην Τουρκία (*Adaoglu (2006)*). Ύστερα, η εργασία επικεντρώνεται στην Ελλάδα όπου αναφέρεται το θεσμικό πλαίσιο που ορίζει την εξέλιξή της, αντλούμενο τόσο από τη νομοθεσία –εγχώρια και Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων – όσο και από τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στο εμπειρικό κομμάτι τώρα, χρησιμοποιείται η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) ερευνώντας ένα τελικό δείγμα 50 εκδόσεων δικαιωμάτων προτίμησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο αντίκτυπος της ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου είναι θετικός καθώς βρέθηκαν θετικές, στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επίσης, έντονη ήταν η ένδειξη διαρροής πληροφόρησης ή εισχώρησης ανεπίσημων ανακοινώσεων στον τύπο. Όσον αφορά την ημερομηνία εισαγωγής, συμπεραίνεται ότι είναι αδιάφορη καθώς οι μη-κανονικές αποδόσεις ήταν στατιστικά μη-σημαντικές. Επομένως, η πληροφόρηση που σχετίζεται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ενσωματώνεται στην ημερομηνία της ανακοίνωσης. Τέλος, σχετικά με την

τιμή έκδοσης, φαίνεται ότι επηρεάζει τις επενδυτικές κινήσεις όταν βρίσκεται σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με την τρέχουσα τιμή κατά την ημερομηνία εισαγωγής μιας και οι μη-κανονικές αποδόσεις, ούσες στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, είχαν αρνητικό πρόσημο. Η αντίθετη περίπτωση όπου η τρέχουσα τιμή κατά την εισαγωγή είναι μεγαλύτερη της τιμής έκδοσης, χαρακτηρίζεται ως ουδέτερη αφού δεν παρατηρήθηκε κάποια στατιστικά σημαντική μεταβολή στις αποδόσεις.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης κατά την ανακοίνωση και την εισαγωγή των νέων μετοχών στα πλαίσια της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς για την περίοδο 2005-2009. Το ουσιώδες ερώτημα, εν ολίγοις, στο οποίο η μελέτη καλείται να απαντήσει είναι αν η απόφαση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επηρεάζει την αξία των μετοχών, δηλαδή την τιμή τους ή αλλιώς "Είναι προς όφελος των επενδυτών να συμμετέχουν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών;''. Παράλληλα, εξετάζεται αν και με ποιόν τρόπο επιδρά στις τιμές των μετοχών η τιμή έκδοσης κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Διεθνώς η εκτεταμένη έρευνα έχει δώσει αποτελέσματα που δεν καταλήγουν σε μοναδική απάντηση. Ενδεικτικά, οι Marsh (1979), Loderer, Zimmerman (1988), Tsangarakis (1996), Bigelli (1998), Tan, et. al. (2002), Wang, et. al. (2006), Marisetty, et. al. (2008) βρήκαν ότι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης επηρεάζουν θετικά τις τιμές των μετοχών. Αντιθέτως, οι Marsden (2000), Kabir, Roosenboom (2002), Balachandran, et. al. (2006), Adaoglu (2006) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου οδηγούν σε μείωση του πλούτου των μετόχων.

Το προς εξέταση θέμα λοιπόν, αποτελεί ενδιαφέρον αντικείμενο προς διερεύνηση καθότι παρόλο που έχει απασχολήσει κατά καιρούς τη διεθνή βιβλιογραφία, δεν έχει καταστεί δυνατή η σύγκλιση σε ένα ομόφωνο συμπέρασμα. Επίσης, η μόνη εργασία που διεξήγαγε αντίστοιχη έρευνα για την ελληνική αγορά πραγματοποιήθηκε το 1996 και εξέταζε την περίοδο 1981-1990.[1] Φυσικά τα χαρακτηριστικά της ελληνικής χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς έχουν αλλάξει έκτοτε, δημιουργώντας την ανάγκη εκ νέου έρευνας .

Στην εν λόγω διατριβή χρησιμοποιείται η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology). Το υπό εξέταση δείγμα αποτελείται από 66 εταιρίες οι οποίες ανακοίνωσαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με

[1] Βλέπε Tsangarakis (1996).

δικαιώματα προτίμησης κατά την περίοδο 2005-2009 εκ των οποίων όμως - για λόγους που αναφέρονται στη συνέχεια - χρησιμοποιήθηκαν οι 50.[2] Οι μη-αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών των υπό εξέταση εταιριών υπολογίσθηκαν με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς υιοθετώντας την παραδοχή ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς είναι η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Μετά το πέρας της παρούσας μελέτης, θα είναι ελεύθερο προς κρίση αν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης συνιστά την πλέον ενδεδειγμένη επενδυτική απόφαση, λαμβανομένων υπ'όψιν των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που τη διακρίνει, του θεσμικού πλαισίου το οποίο οφείλει να ακολουθεί και των εμπειρικών αποτελεσμάτων που σκιαγραφούν την κατά μέσο όρο απόδοσή της.

Η δομή που έχει επιλεγεί για την ανάπτυξη των ανωτέρω θεμάτων είναι η εξής: Στο Κεφάλαιο 1 περιγράφονται οι διαθέσιμοι τρόποι αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με την έμφαση να δίνεται βεβαίως στα δικαιώματα προτίμησης. Στη συνέχεια, στο Κεφάλαιο 2 λαμβάνει χώρα η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας και στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο. Από το Κεφάλαιο 4 ξεκινά το εμπειρικό κομμάτι με πρώτη την περιγραφή της μεθοδολογίας. Τα χαρακτηριστικά του δείγματος αναλύονται στο Κεφάλαιο 5, ενώ στο Κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που παρήχθησαν. Τέλος, στο Κεφάλαιο 7 αποτυπώνονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από το σύνολο της έρευνας.

[2] Βλέπε Κεφάλαιο 5.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί περιγράφεται η μέθοδος αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης και αναλύονται τα επιμέρους θέματα που έχουν κατά καιρούς απασχολήσει τη βιβλιογραφία. Παράλληλα, γίνεται μνεία στις υπόλοιπες μεθόδους άντλησης κεφαλαίων και παρουσιάζεται η λογιστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Το μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί την κύρια και μόνιμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων που έχουν τη νομική μορφή της Ανώνυμης Εταιρίας (Α.Ε). Το κεφάλαιο αυτό σχηματίζεται από τις εισφορές των μετόχων και ισούται με το γινόμενο της ονομαστικής αξίας των μετοχών που λαμβάνουν ως αντάλλαγμα οι τελευταίοι επί το συνολικό αριθμό τους.[3]

Οι ανάγκες των επιχειρήσεων όμως για ίδια κεφάλαια μεταβάλλονται καθώς η παραγωγική τους δυναμικότητα ή ο κύκλος των δραστηριοτήτων τους επεκτείνεται, κάνοντας την άντληση νέων κεφαλαίων μονόδρομο. Επιπλέον, πολλές φορές απαιτείται προσαρμογή του μετοχικού κεφαλαίου αποκλειστικά ως μέγεθος χωρίς να μεσολαβήσει εισροή χρημάτων προκειμένου να απεικονίζει τη μεγαλύτερη αξία που εν τω μεταξύ ανήλθε η εταιρική περιουσία. Επομένως διακρίνουμε δύο κατηγορίες αυξήσεων:

- Πραγματική αύξηση
- Ονομαστική ή Λογιστική αύξηση

1.1 Πραγματική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Η πραγματική αύξηση συνίσταται στη συγκέντρωση νέων εισφορών για την οποία απαιτείται τροποποίηση του καταστατικού εφόσον δεν προβλέπεται σ'αυτό λόγω της νομικής αρχής της σταθερότητας του εταιρικού κεφαλαίου. Η επιχείρηση

[3] Ονομαστική αξία είναι η αξία της μετοχής η οποία εμφανίζεται επί του τίτλου. Δεν έχει ιδιαίτερη οικονομική σημασία πέραν του γεγονότος ότι οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να διαθέσουν νέες μετοχές σε τιμή χαμηλότερη από αυτή ή όπως χαρακτηριστικά ονομάζεται, «υπό το άρτιο».

για να εξυπηρετήσει το σκοπό της μπορεί να στραφεί είτε στο σύνολο του επενδυτικού κοινού επιλέγοντας μεταξύ των δύο διαθέσιμων μεθόδων, δηλαδή της *δημόσιας προσφοράς* και των *δικαιωμάτων προτίμησης*, είτε μεμονωμένα σε κάποιον θεσμικό επενδυτή πραγματοποιώντας *ιδιωτική τοποθέτηση*.

Στη συνέχεια περιγράφονται οι παραπάνω μέθοδοι με την έμφαση να δίνεται στα δικαιώματα προτίμησης καθόσον συνιστούν το σκοπό εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

1.1.1 Δημόσια προσφορά

Δημόσια προσφορά ονομάζεται η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην οποία μπορεί να συμμετέχει όλο το ενδιαφερόμενο επενδυτικό κοινό χωρίς διακρίσεις μεταξύ υπαρχόντων μετόχων και νέων επενδυτών. Σύμφωνα με αυτήν τη μέθοδο, μια επενδυτική τράπεζα - ή μια ομάδα επενδυτικών τραπεζών – αναλαμβάνει τη διεκπεραίωση της νέας έκδοσης εξασφαλίζοντας την επιτυχία της.[4] Στην ουσία αγοράζει τις νέες μετοχές σε τιμή χαμηλότερη της τιμής έκδοσης και αναλαμβάνει να τις μεταπωλήσει. Η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών ονομάζεται ασφάλιστρο κινδύνου (spread). Αν η τελευταία θεωρεί ότι ο κίνδυνος είναι μεγάλος, μπορεί να τον μειώσει είτε σχηματίζοντας μια ομάδα αναδόχων είτε μη αγοράζοντας τις μετοχές αλλά απλά πουλώντας τις λαμβάνοντας ένα ποσό ως προμήθεια για κάθε πωληθείσα μετοχή.

Η επιχείρηση κατά τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής εκτός από εξασφάλιση χρειάζεται και συμβουλές που άπτονται στο χρονισμό της έκδοσης, την τιμολόγηση της και τα χαρακτηριστικά που της είναι απαραίτητα για να καταστεί «ελκυστική». Όσον αφορά την τιμολόγηση συγκεκριμένα, ο ανάδοχος θέτει την τιμή έκδοσης τόσο χαμηλά έτσι ώστε όχι μόνο να είναι να είναι επιτυχημένη η έκδοση αλλά και ευχαριστημένη η επιχείρηση. Φυσικά, τα όρια τα θέτει η τρέχουσα τιμή της μετοχής, η διακύμανσή της και η τάση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι κατά βάση δύο: Πρώτον, η όλη διαδικασία χρειάζεται αρκετό χρόνο για να προγραμματιστεί και για να τηρηθούν οι προσταγές του νόμου και του Χρηματιστηρίου, αλλά και χρήματα εφόσον οι υπηρεσίες του αναδόχου κοστίζουν. Δεύτερον, οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι

[4] Οι επενδυτικές τράπεζες λειτουργούν ως χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι οι οποίοι προσφέρουν μια μεγάλη ποικιλία υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, αναλαμβάνουν νέες εκδόσεις, διευκολύνουν συγχωνεύσεις και άλλες αναδιοργανώσεις, λειτουργούν ως χρηματιστές τόσο θεσμικών όσο και απλών επενδυτών συναλλασσόμενοι προς όφελός τους.

ζημιώνονται καθώς είναι πολύ πιθανό να χάσουν ένα μέρος του ποσοστού ιδιοκτησίας τους. Επιπλέον, αν η τιμή έκδοσης τεθεί χαμηλότερα από την πραγματική αξία της μετοχής, οι νέοι μέτοχοι κερδίζουν εις βάρος τους.

1.1.2 Δικαιώματα προτίμησης

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης είναι η εναλλακτική διαδικασία άντλησης κεφαλαίων μέσω της αγοράς κατά την οποία η επιχείρηση υποχρεούται να προσφέρει το δικαίωμα αγοράς των νεοεκδοθεισών μετοχών κατά προτεραιότητα στους υπάρχοντες μετόχους. Τα τελευταία δύναται να εξασκηθούν σε συγκεκριμένη τιμή μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα μετά την πάροδο του οποίου λήγουν. Οι μέτοχοι από την πλευρά τους έχουν τις κάτωθι τέσσερις επιλογές:

i. Πώλησης των δικαιωμάτων εισπράττοντας το αντίστοιχο αντίτιμο.

ii. Εξάσκησης των δικαιωμάτων αγοράζοντας τις νέες μετοχές. Βέβαια αυτό μπορεί να συμβεί μόνο στην περίπτωση που οι μέτοχοι έχουν τα απαιτούμενα ρευστά διαθέσιμα και θεωρούν ότι είναι η βέλτιστη για αυτά επένδυση.

iii. Πώλησης τόσων δικαιωμάτων όσων τους παρέχουν τα απαραίτητα κεφάλαια προκειμένου να διατηρήσουν την επένδυσή τους στην επιχείρηση σε όρους αξίας.

iv. Αδιαφορίας αφήνοντας τα δικαιώματα να λήξουν. Σ'αυτήν την περίπτωση οι μέτοχοι χάνουν και τα χρήματα από τη δυνατή πώληση των δικαιωμάτων και το ποσοστό ιδιοκτησίας τους στην επιχείρηση.

Ως μια μέθοδος άντλησης κεφαλαίων, τα δικαιώματα προτίμησης έχουν το πλεονέκτημα ότι είναι φθηνότερα σε σχέση με τη δημόσια προσφορά καθώς στην πλειοψηφία των περιπτώσεων δεν «προσλαμβάνεται» ανάδοχος. Επιπλέον, όταν εξασκούνται πλήρως, δεν αναδύεται το πρόβλημα της διάχυσης ποσοστού ιδιοκτησίας και ελέγχου. Αντιθέτως, δεν είναι κατάλληλα σε περιπτώσεις όπου είναι αναγκαίο να αντληθεί μεγάλη ποσότητα κεφαλαίων, καθώς οι πόροι των μεμονωμένων επενδυτών είναι στην πλειοψηφία τους περιορισμένοι.

Από τεχνικής πλευράς, τα δικαιώματα προτίμησης προσφέρουν τις νέες μετοχές συνήθως με έκπτωση της τάξης του 15-20% κάνοντας τα «ελκυστικά» στους παλαιούς μετόχους. Οι εμπειρικές έρευνες δείχνουν ότι η τρέχουσα τιμή των μετοχών αυξάνεται για να αντανακλάσει την αξία του δικαιώματος που προσφέρει

ολιγοδάπανη αγορά μετοχών. Εντούτοις, μετά την αποκοπή επέρχεται μείωση καθώς η προσφορά παύει να ισχύει.

Στη συνέχεια περιγράφονται συντόμως τα κυριότερα θέματα που άπτονται των δικαιωμάτων προτίμησης.

Αξία δικαιωμάτων και χρηματιστηριακή τιμή μετά την αποκοπή

Η θεωρητική αξία ενός δικαιώματος είναι μια συνάρτηση της τρέχουσας τιμής της μετοχής, της τιμής έκδοσης και του αριθμού των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά μιας επιπλέον μετοχής. Μετά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου αλλά ενόσω η μετοχή πωλείται προσαρτημένη με το δικαίωμα, το τελευταίο αξίζει:

$$R_O = \frac{P_O - S}{N+1}$$

όπου,

R_o : η αξία του δικαιώματος πριν την αποκοπή

P_o : η τιμή της μετοχής πριν την αποκοπή του δικαιώματος

S : η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών

N : ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά μιας νέας μετοχής και ισούται με τον αριθμό των «παλιών» προς τις «νέες» μετοχές

Όταν το δικαίωμα αποκοπεί, θεωρητικά, η τιμή της μετοχής μειώνεται για τους επενδυτές που δε διατηρούν πλέον το δικαίωμα αγοράς επιπλέον μετοχών και ισούται με:

$$P_X = \frac{(P_O * N) + S}{N+1}$$

όπου,

P_x : η τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος

Αντίστοιχα, η αξία του δικαιώματος μετά την αποκοπή ισούται με:

$$R_X = \frac{P_X - S}{N}$$

όπου,

R_x : η αξία του δικαιώματος μετά την αποκοπή

Σαφώς, η πραγματική αξία των δικαιωμάτων ίσως να διαφέρει από τη θεωρητική λόγω του κόστους συναλλαγών, της κερδοσκοπίας και της ανορθόδοξης εξάσκησης ή πώλησης τους. Η δυνατότητα όμως για αρμπιτράζ (arbitrage) μειώνει τις δυνάμεις που προκαλούν την πιθανή απόκλιση.[5]

Φυσικά η παραπάνω διαφορά μπορεί να ανακύψει και ανάμεσα στη θεωρητική και στην πραγματική τιμή των μετοχών μετά την αποκοπή. Αυτό βασικά οφείλεται στις διαφορετικές προσδοκίες των επενδυτών που επηρεάζουν τις προτιμήσεις των συναλλαγών τους και κατ'επέκταση τις χρηματιστηριακές τιμές.

Τιμή έκδοσης

Η τιμή έκδοσης είναι η τιμή στη οποία οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι μπορούν να αγοράσουν μια νεοεκδοθείσα μετοχή. Αν η τρέχουσα τιμή της μετοχής βρεθεί σε χαμηλότερο επίπεδο από την τιμή έκδοσης κατά την ημερομηνία λήξης της προσφοράς, οι τελευταίοι σίγουρα θα προτιμήσουν να την αγοράσουν πιο οικονομικά από τη χρηματιστηριακή αγορά. Επομένως, ο καθορισμός του ύψους της είναι ένα θέμα το οποίο λαμβάνεται ιδιαίτερα υπ'όψιν κατά τον σχεδιασμό της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου καθώς προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό την επιτυχημένη έκβασή της.

Οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι επενεργούν σε μια ενδεχόμενη πτώση στην τιμή είναι ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά μιας νέας μετοχής, η διακύμανση της μετοχής αυτής καθ'αυτής, το κλίμα και οι προσδοκίες της

[5] Όταν η πραγματική τιμή των δικαιωμάτων είναι αρκετά πιο υψηλή από τη θεωρητική, οι μέτοχοι πωλούν τα δικαιώματά τους και αγοράζουν μετοχές από την αγορά ενώ όταν συμβαίνει το αντίθετο οι μέτοχοι αγοράζουν τα δικαιώματα, τα εξασκούν και στη συνέχεια πωλούν τις μετοχές στην αγορά. Και οι δύο αυτές κινήσεις ωθούν τόσο τη θεωρητική όσο και την πραγματική τιμή των δικαιωμάτων στα κανονικά επίπεδα. Αυτή η διαδικασία ονομάζεται αρμπιτράζ.

αγοράς.[6] Συνεπώς, κύριο μέλημα της επιχείρησης είναι να τεθεί σε τέτοιο επίπεδο ώστε να μειωθεί η παραπάνω πιθανότητα. Μια «γενναία» έκπτωση ίσως είναι το κλειδί της επιτυχίας καθώς περιορίζει το ρίσκο ολίσθησης της τιμής και ταυτόχρονα αυξάνει την αξία των δικαιωμάτων.

Δικαιώματα προτίμησης και ανάδοχος

Η επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει ότι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δε θα αποτύχει, μισθώνει τις υπηρεσίες ενός αναδόχου. Εδώ, ο ανάδοχος δεσμεύεται ότι θα αγοράσει τις τυχόν εναπομένουσες μετοχές σε τιμή λίγο μικρότερη από την τιμή έκδοσης. Σαν αντάλλαγμα για το ρίσκο που αναλαμβάνει, αμείβεται με το ποσό μιας προμήθειας.

Στην πράξη, η τιμή έκδοσης τίθεται τόσο χαμηλά που είναι σχεδόν απίθανο το σενάριο της αποτυχίας. Όμως και να προκύψει, το ποσοστό που μένει αδιάθετο, πρώτον, είναι συνήθως της τάξης του 10% και δεύτερον, επιτρέπεται στους άλλους μετόχους να το αγοράσουν στην τιμή έκδοσης. Έτσι, ανακύπτει το ερώτημα του γιατί τα δικαιώματα να είναι ασφαλισμένα.

Μια εξήγηση είναι διότι ο ανάδοχος εκπέμπει στην αγορά θετικό σήμα δίνοντας τη διαβεβαίωση ότι ο κίνδυνος που ίσως εγκυμονείται από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης έχει γίνει αποδεκτός από αυτόν και κατ'επέκταση από τους θεσμικούς επενδυτές. Μια τέτοια πεποίθηση από τη μεριά των μετόχων θα έχει θετική επίδραση όχι μόνο στην εξάσκηση των δικαιωμάτων προτίμησης αλλά και στην τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Δικαιώματα προτίμησης και πλούτος των μετόχων

Υπό την αίρεση ότι οι μέτοχοι εξασκήσουν πλήρως τα δικαιώματα που τους αναλογούν ή τα πωλήσουν ή συνδυάσουν τις δύο αυτές εναλλακτικές κινήσεις, τότε δεν υπάρχει κανένας λόγος να μειωθεί ο πλούτος τους. Αυτό διότι τα μετρητά στον τραπεζικό τους λογαριασμό είναι ισοδύναμα σε όρους πλούτου με τις κοινές μετοχές που μπορούν να αγοραστούν σε αντάλλαγμα. Αν αντιθέτως οκνεύσουν και αφήσουν τα δικαιώματα να λήξουν, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θα τους κοστίσει.

[6] Η πτώση στη θεωρητική τιμή της τιμής της μετοχής μετά την αποκοπή εξαρτάται αντίστροφα από τον αριθμό των δικαιωμάτων που απαιτούνται για την αγορά μιας νέας μετοχής, Ν. Όσο μεγαλύτερο είναι το Ν, τόσο μικρότερη θα είναι η πτώση στην τιμή μετά την αποκοπή.

1.1.3 Κόστος έκδοσης νέων μετοχών

Η στροφή προς το ευρύ επενδυτικό κοινό για άντληση κεφαλαίων δεν είναι απαλλαγμένη από οικονομικές επιβαρύνσεις. Οποιαδήποτε μέθοδος και αν επιλεγεί, χωλαίνει ως προς το κόστος – άμεσο και έμμεσο – που τη συνοδεύει άλλοτε σε μεγαλύτερο και άλλοτε σε μικρότερο βαθμό. Οι κυριότερες κατηγορίες στις οποίες εμπίπτει κόστος είναι οι κάτωθι:

i. Ασφάλιστρο κινδύνου[7]

Είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής στην οποία αγοράζει ο ανάδοχος τη μετοχή και της τιμής που προσφέρεται στο κοινό.

ii. Άλλα άμεσα έξοδα

Είναι έξοδα τα οποία δε σχετίζονται με τις υπηρεσίες του αναδόχου. Περιλαμβάνουν αμοιβές νομικών και φόρους.

iii. Έμμεσα έξοδα

Συνιστώνται από το χρόνο των διοικητικών στελεχών που καταναλώνεται για τον προγραμματισμό και το σχεδιασμό της νέας έκδοσης.

iv. Μη-κανονικές αποδόσεις.

Μετά την ανακοίνωση της έκδοσης συνήθως πέφτει η τιμή της μετοχής κατά 3 με 4 τοις εκατό. Αυτή η πτώση προστατεύει τους μετόχους από την πώληση υπερτιμημένων μετοχών.

v. Υποτίμηση

Όταν οι νέες μετοχές εισάγονται στο Χρηματιστήριο, τις περισσότερες φορές αυξάνεται η αξία τους και πωλούνται πιο ακριβά από όσο ήταν διαθέσιμες κατά την έκδοση.

1.1.4 Ιδιωτική τοποθέτηση

Ένας τρόπος μέσω του οποίου οι επιχειρήσεις μπορούν να αποφύγουν τις παραπάνω χρονοβόρες και δαπανηρές διαδικασίες είναι να στραφούν στην ιδιωτική τοποθέτηση πουλώντας το σύνολο των μετοχών σε ένα μοναδικό θεσμικό επενδυτή ή σε μια μικρή ομάδα τέτοιων επενδυτών. Η διαπραγμάτευση των όρων της προσφοράς γίνεται απευθείας με τον ενδιαφερόμενο και έτσι όχι μόνο ελαχιστοποιείται η ανάγκη για τις υπηρεσίες αναδόχου αλλά και οι όροι ή ο χρονισμός της έκδοσης μπορούν να

[7] Βλέπε σελίδα 11.

αλλάξουν ανά πάσα στιγμή. Επιπλέον, δε γίνονται δημόσια γνωστές πληροφορίες για την επιχείρηση αφού δεν υπόκειται από τον νόμο σε διατυπώσεις δημοσιότητας. Τέλος, η επιχείρηση δεν είναι αναγκασμένη να δανειστεί όλο το ποσό μεμιάς αλλά μπορεί να συμφωνήσει να δανείζεται μέχρι ένα πάγιο ποσό για μια συγκεκριμένη περίοδο.

Από την άλλη πλευρά, το μεγαλύτερο ελάττωμα είναι ότι ο ενδιαφερόμενος επενδυτής δεν μπορεί εύκολα να μεταπωλήσει τις μετοχές. Βέβαια οι εμπλεκόμενοι στις ιδιωτικές τοποθετήσεις συνήθως είναι μεγάλα ιδρύματα τα οποία επενδύουν τεράστια ποσά στη χρηματοδότηση του εταιρικού χρέους και δεν τους απασχολεί σημαντικά αυτό το γεγονός, ιδιαίτερα από τότε που αναπτύχθηκε μια ενεργή αγορά ιδιωτικών τοποθετήσεων.

1.2 Ονομαστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξηθεί με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης και ως λογιστικό μόνο μέγεθος – χωρίς αντίστοιχη αύξηση της εταιρικής περιουσίας – με συνήθη απαρτία και πλειοψηφία η οποία δεν απαιτεί τροποποίηση του καταστατικού. Οι μέθοδοι με τους οποίους επιτυγχάνεται είναι οι εξής:

- Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών – αδιανέμητων κερδών
- Κεφαλαιοποίηση δανειακών κεφαλαίων
- Κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας από την αναπροσαρμογή των παγίων στοιχείων

Η διαδικασία ολοκληρώνεται με την κατά περίπτωση δωρεάν διανομή των νέων μετοχών στους μετόχους ή με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των παλαιών μετοχών.

Παρακάτω περιγράφονται λίαν συντόμως οι ανωτέρω διαθέσιμοι μέθοδοι.

1.2.1 Κεφαλαιοποίηση αποθεματικών – Αδιανέμητων κερδών

Τα αποθεματικά ή τα αδιανέμητα κέρδη μετατρέπονται σε μετοχικό κεφάλαιο και εκδίδονται νέες μετοχές. Η συνολική τους αξία είναι εκ των πραγμάτων ίση με τα

αποθεματικά και τα αδιανέμητα κέρδη που κεφαλαιοποιήθηκαν. Επομένως η καθαρή θέση δε μεταβάλλεται.[8]

1.2.2 Κεφαλαιοποίηση δανειακών κεφαλαίων

Όταν η επιχείρηση αδυνατεί να εξοφλήσει ορισμένα μακροπρόθεσμα δάνεια, έχει την επιλογή έπειτα από τη συγκατάθεση των πιστωτών της, να αποπληρώσει το χρέος της εκχωρώντας σε αυτούς μετοχές ανάλογα με το ύψος του δανείου. Με τη μετατροπή των δανείων σε εταιρικό κεφάλαιο μειώνεται το παθητικό και αυξάνεται η καθαρή θέση της εταιρίας. [9]

1.2.3 Κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας από την αναπροσαρμογή παγίων στοιχείων

Λόγω των συνεχών μεταβολών του γενικού επιπέδου τιμών αλλάζει η αγοραστική δύναμη του χρήματος στην οποία είναι εκφρασμένη η αξία των παγίων στοιχείων.[10] Για να είναι ακριβής η αποτύπωση των στοιχείων αυτών στον ισολογισμό και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, προσαρμόζεται το κόστος και οι συσσωρευμένες αποσβέσεις τους στην τρέχουσα αξία.[11] Στην ουσία δεν αυξάνεται η αξία τους αλλά η βάση στην οποία είναι εκφρασμένη.

[8] Η καθαρή θέση αντιπροσωπεύει το σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τον φορέα της.
[9] Το παθητικό περιλαμβάνει το σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης προς όλους τους χρηματοδότες της, δηλαδή προς τους ιδιοκτήτες και προς τρίτους.
[10] Σύμφωνα με την αρχή του ιστορικού κόστους, τα πάγια στοιχεία και οι αποσβέσεις τους εμφανίζονται στον ισολογισμό στην τιμή κτήσης τους.
[11] Ισολογισμός είναι η λογιστική κατάσταση η οποία εμφανίζει, με αναφορά σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, συνοπτικά, σε χρηματικές μονάδες και με βάση τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές, την περιουσία της επιχείρησης, δηλαδή τα στοιχεία του ενεργητικού της και τις πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για την απόκτησή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η βιβλιογραφία περί αύξησης μετοχικού κεφαλαίου είναι πλούσια και καλύπτει τόσο τα δικαιώματα προτίμησης όσο και τη δημόσια προσφορά. Εντούτοις, για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας θα παρουσιαστούν όσες διαπραγματεύονται θέματα που άπτονται των δικαιωμάτων προτίμησης.

Η κύρια μέριμνα των συγγραφέων που έχουν κατά καιρούς ασχοληθεί με το ως άνω θέμα, είναι η αντίδραση των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης, ενώ η μεθοδολογία που συναντάται συχνότερα είναι η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων. Σαφώς τα αποτελέσματα διαφέρουν όχι μόνο ανάλογα με τη χώρα προέλευσης του δείγματος αλλά και με το χρονικό πλαίσιο που λαμβάνεται υπ'όψιν.

Παρακάτω αναφέρονται περιληπτικά τα ευρήματα που έχουν καταγραφεί στη βιβλιογραφία, κατηγοριοποιημένα ανά χώρες και περαιτέρω ανά βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο φάσμα μελέτης.

Αγγλία

Ο *Marsh (1979)* εξετάζει την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης για την περίοδο 1962-1975 ενώ ταυτόχρονα διερευνά την αποτελεσματικότητα ή μη της αγγλικής αγοράς. Επίσης ελέγχει την ισχύ της «υπόθεσης πίεσης των τιμών» ενάντια στην «υπόθεση υποκατάστασης».[12] [13] Η συγκεκριμένη μελέτη είναι ιδιάζουσα καθώς χρησιμοποιεί δύο εναλλακτικές μεθόδους προκειμένου να εξάγει όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστα αποτελέσματα.

[12] Η «υπόθεση πίεσης των τιμών» ορίζει ότι η πτώση στην τιμή των μετοχών την ημέρα της έκδοσης θα αυξάνεται όσο μεγαλώνει το μέγεθος της έκδοσης.

[13] Η «υπόθεση υποκατάστασης» ορίζει ότι μια αύξηση στον αριθμό των μετοχών δεν μπορεί αυτή καθαυτή να οδηγήσει σε πτώση της τιμής των μετοχών.

Με τη μεθοδολογία δύο σταδίων εξετάζονται 100 εκδόσεις δικαιωμάτων προτίμησης. Στο πρώτο στάδιο εκτιμώνται οι παράμετροι, μια εκ των οποίων είναι οπωσδήποτε ο συστηματικός κίνδυνος, ενώ στο δεύτερο στάδιο οι εκτιμηθείσες παράμετροι χρησιμοποιούνται για να υπολογιστούν οι μη-κανονικές αποδόσεις. Η εναλλακτική μεθοδολογία παίρνει στοιχεία από 254 εκδόσεις δικαιωμάτων προτίμησης και μέσω διαστρωματικής παλινδρόμησης βρίσκει ένα μέσο συντελεστή βήτα. Ο τελευταίος χρησιμοποιείται όπως προηγουμένως για την εκτίμηση των μη-κανονικών αποδόσεων. Είναι σαφές ότι η πρώτη μεθοδολογία μειονεκτεί λόγω της εκτίμησης συντελεστών βήτα από χρονοσειρές άλλων περιόδων. Αν τα beta αλλάζουν στο χρόνο δημιουργείται πρόβλημα. Με τη σειρά της και η εναλλακτική μέθοδος οδηγεί σε σκέψεις, αφού χρησιμοποιώντας ένα μέσο συντελεστή βήτα αγνοεί τις διαφορές στον κίνδυνο μεταξύ των επιχειρήσεων.

Τελικά το αποτέλεσμα δε φαίνεται να επηρεάζεται από την επιλογή της μεθόδου. Βρίσκεται ότι ανακύπτουν θετικές, στατιστικά σημαντικές, μη κανονικές αποδόσεις τόσο κατά την περίοδο πριν την ανακοίνωση έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης όσο και μετά. Επίσης, όλα τα στοιχεία οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η αγορά είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή μορφή.[14] Όσον αφορά τον έλεγχο της υπόστασης των προαναφερόμενων υποθέσεων, δε φαίνεται να υπάρχει διακριτή σχέση μεταξύ των μη-κανονικών κινήσεων των τιμών των μετοχών κατά την έκδοση και του μεγέθους της τελευταίας. Απεναντίας, η καμπύλη ζήτησης για τις μετοχές μιας επιχείρησης δείχνει να είναι εξαιρετικά ελαστική, γεγονός που υποστηρίζει την «υπόθεση υποκατάστασης». Υπάρχουν λοιπόν στενά υποκατάστατα στη μορφή εναλλακτικών μετοχών ίδιου κινδύνου. Άρα, εκτός αν η έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης είναι μεγάλη σε σχέση με τον υπάρχοντα συνολικό αριθμό μετοχών αντίστοιχου κινδύνου, η επίδραση της στην τιμή των μετοχών πρέπει να είναι αμελητέα.

Ο *Ho (2005)* εξετάζει τη μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πριν και μετά την έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης κατά την περίοδο 1989–1997 όπου πραγματοποιήθηκαν 670 νέες εκδόσεις.

[14]Η αγορά ονομάζεται αποτελεσματική όταν οι αγοραίες τιμές προσαρμόζονται άμεσα στις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες.

Προκειμένου να μετρηθούν οι μακροπρόθεσμες μη-κανονικές αποδόσεις, εφαρμόζονται δύο μέθοδοι. Σε πρώτη φάση υπολογίζονται οι 'buy-and-hold' μη-κανονικές αποδόσεις λαμβάνοντας υπ'όψιν τρία σημεία αναφοράς: i) μέγεθος επιχείρησης προς αντίστοιχες επιχειρήσεις ίδιου κλάδου που δεν προσφέρουν δικαιώματα προτίμησης ii) δείκτης «λογιστική προς τρέχουσα αξία» iii) μέγεθος επιχείρησης προς αντίστοιχα χαρτοφυλάκια «λογιστικής προς τρέχουσας αξία».[15] Μετά, υπολογίζονται οι 'calendar-time' μη-κανονικές αποδόσεις με την παλινδρόμηση ενός μοντέλου τριών παραγόντων. Αυτή μέθοδος όμως μειονεκτεί αφού είναι σε θέση να μετρά τις αποδόσεις μόνο μετά την έκδοση δικαιωμάτων και όχι πριν και μετά όπως η 'buy-and-hold'.

Όσον αφορά τις μη-κανονικές αποδόσεις για περίοδο τριών ετών πριν την έκδοση, η μέθοδος 'buy-and-hold' τις αξιολογεί ως θετικές αλλά η στατιστική τους σημαντικότητά διαφέρει ανά σημείο αναφοράς. Πιο συγκεκριμένα, με βάση το μέγεθος «επιχείρηση προς αντίστοιχες επιχειρήσεις ίδιου κλάδου που δεν προσφέρουν δικαιώματα προτίμησης» και το δείκτη «λογιστική προς τρέχουσα αξία», οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι στατιστικά μη-σημαντικές. Το αντίθετο ισχύει με το μέγεθος επιχείρησης προς αντίστοιχα χαρτοφυλάκια «λογιστικής προς τρέχουσας αξία».

Από πλευράς μακροπρόθεσμου ορίζοντα, διαπιστώνονται αρνητικές, στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις για περίοδο τριών ετών μετά την έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης και μάλιστα ανεξαρτήτως σημείου αναφοράς. Η δε μέθοδος 'calendar-time' διαφωνεί κάθετα ως προς τη στατιστική σημαντικότητα. Στην ουσία απορρίπτει την εικασία της ύπαρξης μη-κανονικών αποδόσεων μακροπρόθεσμα.

Αυστραλία

Οι *Balachandran, Faff, Nguyen (2006)* εξετάζουν τις επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων από μια ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα

[15] Η μέθοδος buy-and-hold εξασφαλίζει την πραγματική απόδοση που ένας επενδυτής θα μπορούσε να κερδίσει επενδύοντας ένα ίσο ποσό σε κάθε μετοχή και διατηρώντας τη κατά την περίοδο διακράτησης.

προτίμησης κατά την περίοδο 1995-2002. Έχει ενδιαφέρον καθώς στην Αυστραλία υπάρχουν δύο είδη δικαιωμάτων: αποποιήσιμα και μη-αποποιήσιμα. Στο πρώτο είδος υπάρχει η δυνατότητα εκ μέρους των μετόχων να μη συμμετέχουν στην αύξηση και να πουλήσουν όλα ή μέρος των δικαιωμάτων τους. Απεναντίας, τα μη αποποιήσιμα δεν μπορούν να πωληθούν.

Αρχικά, διενεργούνται μονομεταβλητά τεστ σε σύνολο 176 αποποιήσιμων και μη-αποποιήσιμων δικαιωμάτων προκειμένου να αναδειχθούν τα χαρακτηριστικά της κάθε κατηγορίας. Οι επιχειρήσεις που εκδίδουν αποποιήσιμα δικαιώματα τείνουν να είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος και να έχουν πιο συγκεντρωμένο καθεστώς ιδιοκτησίας. Επίσης, το ακαθάριστο ποσό που συγκεντρώνουν είναι τρεις φορές μεγαλύτερο σε σχέση με τα μη-αποποιήσιμα δικαιώματα. Στη συνέχεια, τα δικαιώματα χωρίζονται εκ νέου σε τέσσερις κατηγορίες: α) αποποιήσιμα με ανάδοχο β)αποποιήσιμα χωρίς ανάδοχο γ) μη-αποποιήσιμα με ανάδοχο δ) μη-αποποιήσιμα χωρίς ανάδοχο. Αυτή τη φορά οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι αυτές που εκδίδουν αποποιήσιμα δικαιώματα με ανάδοχο καθώς και αυτές που συγκεντρώνουν το περισσότερο ακαθάριστο ποσό.

Ο βασικός όμως σκοπός της μελέτης είναι ο αντίκτυπος στον πλούτο των μετόχων. Έτσι, διενεργείται ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων και βρίσκεται ότι - βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον - οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές, στατιστικά σημαντικές για το σύνολο του δείγματος ενώ ανάμεσα στα αποποιήσιμα και στα μη-αποποιήσιμα, τα πρώτα έχουν τη χειρότερη απόδοση. Τα αποποιήσιμα χωρίς ανάδοχο όμως, δείχνουν μια τάση να ανακτούν σιγά σιγά την απόδοσή τους μακροπρόθεσμα σε σχέση με τα αντίστοιχα ασφαλισμένα που διατηρούν την κακή τους επίδοση. Αντίστοιχη ανάκαμψη παρουσιάζεται και στα μη-αποποιήσιμα δικαιώματα με ανάδοχο και χωρίς. Το εντυπωσιακό είναι ότι καταφέρνουν να επιτύχουν μακροχρόνια θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Συνάγεται, λοιπόν, ότι η αγορά παράγει θετικά σήματα αλλά καθυστερημένα.

Γερμανία

Οι Gebhardt, Heiden, Daske (2001) μελετώντας μια αγορά με ιδιαίτερα θεσμικά στοιχεία, ρίχνουν φως στην αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης.

Για την περίοδο 1980–1994 ελέγχονται οι εξής υποθέσεις: Η1) Η επίδραση στην τιμή από την ανακοίνωση έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης αναμένεται μη-αρνητική. Η2) Η τελευταία αναμένεται λιγότερα έντονη για δικαιώματα εκδιδόμενα από χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Η3) Η τιμή έκδοσης παρέχει ένα σήμα στην αγορά. Η3α) Η αγορά συνδέει θετικά την τιμή έκδοσης και την ποιότητα του εκδότη. Η3β) Αν οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δικαιώματα προτίμησης για να δώσουν σήμα για τα μερίσματα, τότε η αναμενόμενη αύξηση του μερίσματος από μια έκδοση δικαιωμάτων συνδέεται θετικά με την αντίδραση της αγοράς. Η4) Αν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θεωρείται καλό νέο, αναμένεται η επίδραση της ανακοίνωσης να συνδέεται αρνητικά με το μέγεθος της επιχείρησης. Η5) Αναμένεται πιο θετική αντίδραση από επιχειρήσεις με αυξημένο ποσοστό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας. Η6) Επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγαλομετόχους ή είναι οικογενειακές, αναμένεται να παρουσιάσουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις,

Έπειτα από ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων σε δείγμα 190 δικαιωμάτων προτίμησης, συνάγεται ότι όντως η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι μη-αρνητική τουλάχιστον για επιχειρήσεις που δεν είναι χρηματοοικονομικές. Όσον αφορά για το αν η τιμή έκδοσης δίνει σήμα στην αγορά, βρίσκεται ότι η ποιότητα του εκδότη δεν μπορεί να εκτιμηθεί με την τιμή έκδοσης αυτή καθαυτή. Η Η3α λοιπόν απορρίπτεται αλλά η Η3β γίνεται αποδεκτή καθώς όσο υψηλότερη είναι η αναμενόμενη αύξηση στα μερίσματα, τόσο υψηλότερες είναι οι μη-κανονικές αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, είναι θετικές, στατιστικά σημαντικές για τις μικρές μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις ενώ για τις αντίστοιχες μεγάλες είναι ελαφρά αρνητικές και στατιστικά μη-σημαντικές. Όσο για τη σχέση διασποράς ιδιοκτησίας και πρόσημου αντίδρασης, φαίνεται ότι ναι μεν οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη διασπορά ιδιοκτησίας τυγχάνουν πιο αρνητικών αντιδράσεων αλλά όχι σε μεγάλο βαθμό καθώς στη Γερμανία οι εκδότες δικαιωμάτων ελέγχονται εκτενώς πριν την αύξηση. Επιπλέον, τα αποτελέσματα δείχνουν σημαντικά υψηλότερες και θετικές μη-κανονικές αποδόσεις για οικογενειακές ή ελεγχόμενες από μεγαλομετόχους επιχειρήσεις σε σχέση με αυτές που διοικούνται από χρηματοοικονομικές εταιρίες. Τέλος, για επιχειρήσεις στις οποίες πρωτεύοντα ρόλο έχουν τα διευθυντικά στελέχη, οι μη-κανονικές αποδόσεις γίνονται αρνητικές στατιστικά σημαντικές έπειτα από μια περίοδο θετικών στατιστικά σημαντικών μη-κανονικών αποδόσεων.

Ελβετία

Οι *Loderer και Zimmerman (1988)* ανέλυσαν την αντίδραση της αγοράς στην είδηση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου κατά την περίοδο 1973–1983. Η ελβετική αγορά έχει ενδιαφέρον καθώς τη διακρίνουν τα εξής χαρακτηριστικά : i) η εγχώρια αγορά κεφαλαίου είναι σχετικά μικρή, ii) η εσωτερική πληροφόρηση δεν απαγορεύεται νομικά, iii) η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου γίνεται σχεδόν πάντα με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης.

Για τη διεξαγωγή αυτής της έρευνας χρησιμοποιείται η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων για 122 εκδόσεις δικαιωμάτων προτίμησης. Με τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων βρίσκεται μια ισχνή, δηλαδή στατιστικά μη-σημαντική, θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα. Παρόλα αυτά, η Ελβετία δεν αντιμετωπίζει μια επικείμενη αύξηση στο κεφάλαιο ως «κακή είδηση». Ωστόσο, για να είναι πιο έγκυρο το αποτέλεσμα, εκτιμάται εκ νέου με τη μέθοδο των ακαθάριστων αποδόσεων. Η θετική αντίδραση όμως παραμένει και αποδίδεται στη νομιμότητα της εσωτερικής πληροφόρησης και στη χρήση των δικαιωμάτων. Η τελευταία προλαμβάνει τη μεταβίβαση πλούτου μεταξύ παλαιών και νέων μετόχων και η νομιμότητα της εσωτερικής πληροφόρησης εγγυάται ότι η αύξηση δε γίνεται λόγω υπερεκτιμημένης μετοχής.

Στη συνέχεια, διαστρωματικά τεστ ρίχνουν φως στο είδος της ζήτησης ως προς την τιμή που αντιμετωπίζει η ελβετική αγορά καθώς και στην ύπαρξη «επίδρασης σήμανσης (signalling)». [16] Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μια αύξηση κατά 1% στον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία προκαλεί μείωση κατά 1 % στις τιμές τους. Αυτό σημαίνει ότι τα διευθυντικά στελέχη πρέπει να λαμβάνουν υπ'όψιν την απείρως ελαστική ζήτηση ως προς την τιμή σαν κόστος όταν αξιολογούν τους εναλλακτικούς τρόπους εξωτερικής χρηματοδότησης. Από την άλλη πλευρά, δε φαίνεται ότι σε μια αναπτυσσόμενη αγορά αυξάνεται η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή για μια συγκεκριμένη μετοχή. Άρα δεν έχει νόημα οι μάνατζερ να προτιμούν ή να επιδιώκουν την έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης σε περιόδους που οι τιμές των μετοχών ακμάζουν. Όσο για την «επίδραση σήμανσης», επιβεβαιώνεται

[16] Η «επίδραση σήμανσης ορίζει ότι μια έκπτωση στην τιμή έκδοσης σε σχέση με την τιμή της μετοχής πριν την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης, εκλαμβάνεται από το επενδυτικό κοινό ως αντανάκλαση της ποιότητας της επιχείρησης.

και αυτή. Σε περίπτωση που δεν επιχειρηθεί να δοθεί λάθος σήμα, η τιμή έκδοσης είναι γραμμική συνάρτηση της διαφοράς μεταξύ της εκτίμησης των στελεχών και της αγοράς. Όταν όμως τα στελέχη θεωρούν ότι η τιμή της μετοχής είναι πιο χαμηλή από όσο πραγματικά αξίζει, τείνουν να δίνουν ψεύτικο σήμα ανεβάζοντας την τιμή έκδοσης. Το επενδυτικό κοινό όμως είναι σε θέση να το αντιλαμβάνεται.

Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Στην Αμερική, τα δικαιώματα προτίμησης ήταν η πιο δημοφιλής μέθοδος αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, πιθανότητα λόγω του χαμηλού επιπέδου άμεσου κόστους που προϋποθέτουν. Μέχρι όμως το τέλος της δεκαετίας του ’70 το σκηνικό είχε αλλάξει τελείως. Ενδεικτικά ο *Smith (1977)* και *οι Eckbo, Masulis (1992)* αναφέρουν ότι κατά την περίοδο 1963-1981 μόλις το 5% των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) και στο Χρηματιστήριο της Αμερικής (AMEX) προέβησαν σε έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης. Το σκηνικό είναι ίδιο μέχρι και σήμερα με τη μέθοδο της δημόσιας προσφοράς να πρωταγωνιστεί, παρόλο που το άμεσο κόστος των δικαιωμάτων προτίμησης στο σύνολο της διαδικασίας της αύξησης είναι μόλις 2% σε σύγκριση με το αντίστοιχο 6% των δημόσιων προσφορών.

Ο *Eckbo (2008)* προσπαθεί να αναδείξει την κατά περίπτωση πιο συμφέρουσα μέθοδο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ορμώμενος από το προαναφερθέν γεγονός της εξάλειψης των δικαιωμάτων προτίμησης μετά από μια εικοσαετία (1935-1955) που ήταν αν μη τι άλλο δημοφιλή και επικρατέστερα. Ένα θέμα που δημιουργεί ερωτηματικά, αφού οι υπηρεσίες αναδόχου είναι ακριβές καθόσον χρεώνει μια προμήθεια εφάπαξ αλλά και ένα ποσό ανά μετοχή που αγοράζει. Μια εξήγηση ίσως να είναι τα έμμεσα κόστη των δικαιωμάτων προτίμησης από την άποψη ότι μπορεί να αποθαρρύνουν κάποιους εκδότες, όχι όμως λόγω του ύψους τους αυτού καθαυτού.

Για να χυθεί φως στην επίδραση του κόστους, χρησιμοποιείται η μέθοδος των καμπυλών κόστους. Οι μεταβλητές που επιλέγονται απεικονίζουν το ποσό της έκδοσης που αναλαμβάνεται από τους υπάρχοντες μετόχους και το συνολικό κόστος αποτελούμενο από τα άμεσα κόστη και την αναμενόμενη μεταφορά πλούτου από τους ήδη υπάρχοντες στους νέους μετόχους. Αν τα δικαιώματα εξασκηθούν στο

σύνολό τους, υπάρχουν μόνο άμεσα κόστη αφού η μεταφορά πλούτου είναι μηδενική. Αντιθέτως, αν οι μέτοχοι είναι αδιάφοροι, ο πλούτος μεταφέρεται τα μέγιστα.

Με βάση τις καμπύλες κόστους προκύπτουν δύο «κανόνες». Αν αναμένονται υψηλά ποσοστά συμμετοχής από τους υπάρχοντες μετόχους, σοφό θα ήταν να επιλεγεί η έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης λόγω του συνδυασμού χαμηλού άμεσου κόστους και μικρής μεταφοράς πλούτου. Όταν η συμμετοχή προβλέπεται κάθε άλλο παρά ένθερμη, κρίνεται πιο συμφέρουσα είτε η επιλογή αναδόχου προκειμένου να πιστοποιήσει την αξία των μετοχών, είτε η στροφή προς εναλλακτικές λύσεις όπως η ιδιωτική τοποθέτηση. Έκτός από «συμβουλές», το μοντέλο καμπυλών κόστους προεικάζει ότι θα πρέπει να παρατηρείται μεγαλύτερη κινητικότητα για την εξάσκηση των δικαιωμάτων από το μέρος των υφιστάμενων μετόχων όταν τα τελευταία είναι απλά παρά όταν είναι ασφαλισμένα από ανάδοχο. Επίσης διαπιστώνει, ότι καθώς το μέγεθος της επιχείρησης αυξάνεται, θα στρέφεται περισσότερο προς τη μίσθωση υπηρεσιών αναδόχου καθώς οι μέτοχοι θα γίνονται όλο και πιο απρόθυμοι στο να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν τα επενδυτικά της σχέδια.

Η *Ursel (2006)* εξετάζει τις αποφάσεις χρηματοδότησης των αμερικανικών επιχειρήσεων και προσπαθεί να εξηγήσει την ανάκαμψη των δικαιωμάτων προτίμησης κατά τη διάρκεια της περιόδου 1983–1999, στα οποία ως επί το πλείστον δεν υπάρχει ανάδοχος. Συγκεκριμένα εξακριβώνει την ορθότητα ή μη των ακολούθων προτάσεων: i)Τα δικαιώματα προτίμησης εκδίδονται χωρίς ανάδοχο από επιχειρήσεις σε φτωχή χρηματοοικονομική κατάσταση. ii)Οι επιχειρήσεις που κάνουν χρήση δικαιωμάτων προτίμησης δυσκολεύονται να προσλάβουν ανάδοχο. iii)Οι ανάδοχοι αναλαμβάνουν χρηματοοικονομικά υγιείς επιχειρήσεις. iv)Κατά μέσο όρο, οι επιχειρήσεις που εκδίδουν δικαιώματα προτίμησης αυξάνουν τις επενδύσεις τους. Οι τελευταίες όμως δεν είναι πάντα επιτυχημένες λόγω υψηλού ρίσκου.

Σε θεωρητική βάση, τα στοιχεία της επιχείρησης που εξηγούν καλύτερα τη χρήση των δικαιωμάτων προτίμησης είναι η χρηματοοικονομική της κατάσταση, το καθεστώς ιδιοκτησίας και ο αντίκτυπος αυτών. Από την άλλη πλευρά, τα θέματα που σχετίζονται με την ύπαρξη ή μη αναδόχου είναι κυρίως δύο. Το πρώτο αναφέρεται ως παράδοξο λόγω του ότι οι επιχειρήσεις όλως περιέργως δεν προσλαμβάνουν έναν ανάδοχο θέτοντας παράλληλα την τιμή έκδοσης σε χαμηλό επίπεδο έτσι ώστε να μη μείνουν αδιάθετες μετοχές τις οποίες ο τελευταίος θα αναγκαστεί να αγοράσει. Το δεύτερο θέμα είναι μια θεωρία σύμφωνα με την οποία οι ανάδοχοι δεν προτίθενται να συνεργαστούν με επιχειρήσεις σε χρηματοοικονομικές δυσκολίες φοβούμενοι πιθανές

μηνύσεις από τους μετόχους σε περίπτωση που χρεοκοπήσουν μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Η έρευνα όμως συνεχίζει σε πρακτικό επίπεδο με στοιχεία 660 εκδόσεων δικαιωμάτων προτίμησης εκ των οποίων τα 365 προέκυψαν από επιχειρήσεις εισηγμένες στο NYSE, 204 στο NASDAQ και 91 στο AMEX. Η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι η ανάλυση probit. Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίζεται η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις μεθόδους αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι ενδεικτικά η χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, η αναμενόμενη εξάσκηση των δικαιωμάτων προτίμησης, η πρόσβαση στις υπηρεσίες αναδόχου. Η όλη διαδικασία λαμβάνει χώρα όχι μόνο για το διάστημα της έκδοσης αλλά και για τα τρία χρόνια που έπονται αυτής.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που εκδίδουν δικαιώματα προτίμησης βρίσκονται συνήθως σε άσχημη οικονομική κατάσταση και αυτός είναι ο λόγος που δεν έχουν πρόσβαση σε υπηρεσίες αναδόχου. Παράλληλα, φοβούμενοι τη χρεοκοπία, δε δίνουν σημασία στην προβλεπόμενη εξάσκηση των δικαιωμάτων από τους υπάρχοντες μετόχους. Όπως θα ήταν αναμενόμενο, δεν ανησυχούν για τη μεταφορά πλούτου από τους παλιούς στους νέους μετόχους καθώς ο πλούτος προς μεταφορά είναι λιγοστός. Παρ'όλα αυτά, σε βάθος τριετίας, οι υπό έκδοση επιχειρήσεις καταφέρνουν να γλιτώσουν τη χρεοκοπία επιτυγχάνοντας 25% αύξηση των επενδύσεών τους και σημαντική μείωση του χρέους τους.

Ιαπωνία

Ο *Cai (1998)* αναλύει τη μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών μετά την έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης κατά την περίοδο 1971–1986. Αν και πλέον η επικρατούσα μέθοδος αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στην Ιαπωνία είναι η δημόσια εγγραφή, τα δικαιώματα προτίμησης ενδείκνυνται για την παρούσα ανάλυση καθώς προκαλούν πολύ λιγότερες αλλαγές στην ιδιοκτησιακή δομή. Παρέχεται λοιπόν πρόσφορο έδαφος για σύνδεση μεταξύ οργανωτικών δομών και απόδοσης της επιχείρησης στο πλαίσιο της εισροής νέων κεφαλαίων.

Η μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι η buy-and-hold συνδυασμένη με την κατασκευή των σημείων αναφοράς μέγεθος επιχείρησης, δείκτης «λογιστική προς τρέχουσα αξία», μέγεθος επιχείρησης και δείκτης «λογιστική προς τρέχουσα αξία»,

χαρτοφυλάκια αντίστοιχων επιχειρήσεων εβρισκόμενων στον ίδιο κλάδο. Αν και το ακριβές μέγεθος της απόδοσης εξαρτάται από το σημείο αναφοράς που χρησιμοποιείται, οι ελεγθείσες επιχειρήσεις σημειώνουν υποαποδόσεις και στα τέσσερα σημεία αναφοράς για τα πέντε χρόνια που έπονται της έκδοσης. Πιο συγκεκριμένα, οι χειρότερες παρουσιάζονται μετά τον πρώτο και τρίτο χρόνο.

Έπειτα το δείγμα χωρίζεται σε ομάδες βασισμένες στα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων όπως το μέγεθος. Κατά μέσο όρο, η καθοδική τάση επιβεβαιώνεται στα περισσότερα χρόνια και σχεδόν σε όλες τις ομάδες. Οι επιχειρήσεις με τον υψηλότερο δείκτη «λογιστική προς τρέχουσα αξία» αποδίδουν χείριστα χωρίς να φαίνεται να τις επηρεάζει το μέγεθος της επιχείρησης.

Η τελευταία προσπάθεια αφορά τη συσχέτιση υποαπόδοσης και καθεστώτος ιδιοκτησίας. Το δείγμα χωρίζεται εκ νέου σε ομάδες που αντικατοπτρίζουν το ποσοστό ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές και ανώτερα διευθυντικά στελέχη. Παρόλο που κάποιος θα περίμενε ότι οι επιχειρήσεις που διοικούνται κατά βάση από θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι τυγχάνουν καλύτερης πληροφόρησης θα απόδιδαν καλύτερα, τα αποτελέσματα δείχνουν το αντίθετο. Ακριβώς το ίδιο συμβαίνει και με τη θεωρία ότι η μειωμένη ιδιοκτησία από διευθυντικά στελέχη ευθύνεται για την κατρακύλιση της απόδοσης. Η εμπειρία έδειξε ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά ποσοστά ιδιοκτησίας της διεύθυνσης υποαποδίδουν τόσο όσο και οι επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό.

Ινδία

Οι *Marisetty, Marsden, Veeraraghavan (2008)* εξετάζουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση δικαιωμάτων προτίμησης σε μια αγορά όπου τα κύρια χαρακτηριστικά είναι η σχετικά υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας και η παρουσία πολλών οικογενειακών επιχειρήσεων.

Οι υποθέσεις που ελέγχονται σε ένα δείγμα 67 δικαιωμάτων προτίμησης κατά την περίοδο 1997–2005 είναι οι εξής: Η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση δικαιωμάτων προτίμησης Η1) δε διαφέρει κατά μέσο όρο σημαντικά από το μηδέν, δε σχετίζεται Η2) με το βαθμό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας Η3) με το επίπεδο θεσμικής ιδιοκτησίας Η4) με το επίπεδο ατομικής ιδιοκτησίας Η5) με το αν η επιχείρηση είναι οικογενειακή. Για να υπολογιστούν οι μη-κανονικές αποδόσεις

χρησιμοποιείται το μονομεταβλητό υπόδειγμα της αγοράς, ενώ για να εντοπιστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την αντίδραση της αγοράς, χρησιμοποιείται μοντέλο διαστρωματικής παλινδρόμησης με μεταβλητές όπως συγκέντρωση ή τύπος ιδιοκτησίας. Έπειτα, συντελεστές συσχέτισης ελέγχουν τη σχέση των ερμηνευτικών μεταβλητών με την μη-κανονική απόδοση.

Οι υποθέσεις Η1, Η2, Η3 γίνονται αποδεκτές, ενώ οι Η4, Η5 απορρίπτονται. Πιο αναλυτικά, βρίσκεται θετική αλλά στατιστικά μη-σημαντική αντίδραση των τιμών των ινδικών μετοχών στην ανακοίνωση έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης. Επισημαίνεται ότι η αντίδραση είναι πιο αρνητική για τις οικογενειακού τύπου επιχειρήσεις σε σχέση με αυτές που η ατομική ιδιοκτησία επικρατεί. Επίσης, δε βρίσκονται στοιχεία που να συνδέουν τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και το βαθμό ύπαρξης θεσμικών επενδυτών με την αντίδραση των τιμών των μετοχών. Αυτό ίσως να οφείλεται στο γεγονός ότι ανεξάρτητοι επενδυτές φοβούνται ότι οι «οικογενειακοί» θα εξάγουν πλούτο σε βάρος τους. Αντιθέτως, όταν το ποσοστό ατομικής ιδιοκτησίας είναι υψηλό, οι κανόνες της αγορά επιβάλλουν στα διευθυντικά στελέχη να ελέγχονται εκτενέστερα. Κατά συνέπεια, τα δικαιώματα των μετόχων προάγονται.

Ισπανία

Οι *Llorca, Martin-Ugedo (2004)* αναλύουν τη μακροπρόθεσμη απόδοση των επιχειρήσεων που εκδίδουν δικαιώματα προτίμησης καθώς και τη μακροπρόθεσμη απόδοση αυτών στον πλούτο των μετόχων. Η έρευνα διεξάγεται κατά την περίοδο 1989–1996 και κατά βάση ομοιάζει με αυτές που εξάγουν βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα.

Αρχικά, υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις για 44 εκδόσεις δικαιωμάτων προτίμησης ως η διαφορά μεταξύ των πραγματικών και των αναμενόμενων αποδόσεων. Επειδή όμως ο απώτερος στόχος της μελέτης είναι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών σε βάθος πέντε ετών, οι μη-κανονικές αποδόσεις ανάγονται σε μακροπρόθεσμες με τον εξής τρόπο: Κατά τον υπολογισμό τους επιλέγονται διαφορετικά σημεία αναφοράς όπως το χαρτοφυλάκιο της αγοράς ή η επιχείρηση ηγέτης αλλά και διαφορετικός χρονικός ορίζοντας. Επίσης, εξετάζονται

τα χαρακτηριστικά των υπό έκδοση επιχειρήσεων για να εξακριβωθεί αν κάποιο από αυτά επηρεάζει τη μετέπειτα επίδοσή τους.

Για τα επόμενα τρία χρόνια μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα, η απόδοση όλων των επιχειρήσεων ανεξαιρέτως είναι φτωχή με το χειρότερο επίπεδο να αγγίζεται στο τέλος του δεύτερου χρόνου που έπεται της έκδοσης. Δεδομένης της υποαπόδοσης, δε βρίσκεται κάποιο χαρακτηριστικό των επιχειρήσεων που θα μπορούσε να συμβάλλει σε αυτήν όπως παραδείγματος χάρη το μέγεθος. Γι'αυτό η έρευνα προχωρά ένα βήμα παρακάτω ελέγχοντας αν και σε ποιο βαθμό μειώνεται ο συστηματικός κίνδυνος και η μόχλευση ή αν αυξάνεται η ρευστότητα μετά την έκδοση. Ξανά όμως η απάντηση είναι αρνητική μιας και αυτές οι συνιστώσες δεν παρουσιάζουν σημαντικές αλλαγές. Συμπερασματικά, φαίνεται ότι η υποαπόδοση είναι γεγονός αλλά οι παράγοντες που την προκαλούν δε είναι δυνατό προς το παρόν να διασαφηνιστούν.

Ιταλία

Η μελέτη *του Bigelli (1998)* ασχολείται με την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης και το ποσοστό εξάσκησης αυτών από τους μεγαλομετόχους. Επίσης, είναι η πρώτη που αναλύει την αύξηση του μερίσματος που προέρχεται από την «επίδραση quasi-split».[17]

Η περίοδος που εξετάζεται είναι από το 1980 έως το 1994 στην οποία αρχικά διενεργείται ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων σε δείγμα 82 δικαιωμάτων προτίμησης προκειμένου να αξιολογηθεί η αντίδραση της αγοράς. Έπειτα, σε μεγαλύτερο δείγμα όπου συμπεριλαμβάνονται 428 ενέργειες όπως μερίσματα ή έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης, εκτιμάται η πραγματική αύξηση στη μερισματική απόδοση λόγω της «επίδρασης quasi-split». Τέλος, για να απεικονιστεί και η συμμετοχή στην έκδοση των μετόχων με το μεγαλύτερο μερίδιο, κατασκευάζεται ένας δείκτης που ορίζεται ως η αναλογία νέων μετοχών ασφαλισμένες από ανάδοχο προς την αναλογία νέων μετοχών προνομιακά προσφερόμενων στους μετόχους.

[17] Επίδραση quasi-split ονομάζεται η μειωτική επενέργεια στην τιμή της μετοχής που προέρχεται από μια έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης στα οποία η τιμή έκδοσης είναι χαμηλότερη της χρηματιστηριακής.

Η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων δείχνει θετική, στατιστικά μη-σημαντική αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης για το σύνολο του δείγματος. Όταν το τελευταίο χωρίζεται σε παρατηρήσεις στις οποίες προέκυψε αύξηση της μερισματικής απόδοσης μέσω της «επίδρασης quasi-split» και σε αυτές όπου η «επίδραση» ήταν αδιάφορη ή δεν υπήρξε καν, το αποτέλεσμα, όπως αναμενόταν, δείχνει ευνοϊκότερη αντίδραση για το πρώτο μέρος. Όσον αφορά τη σχέση μερισμάτων και δικαιωμάτων προτίμησης, βρίσκεται ότι είναι θετική. Οι ιταλικές επιχειρήσεις αποφασίζουν να αυξήσουν τα μερίσματα μέσω δικαιωμάτων ίσως γιατί προβλέπουν ότι η από κοινού ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (κακό νέο) και η αναμενόμενη αύξηση μερισμάτων (καλό νέο), θα επιδράσει θετικά στην τιμή της μετοχής. Τέλος, σχετικά με τους μεγαλομετόχους, βρίσκεται ότι είναι αν μη τι άλλο ενεργητικοί, γεγονός που δείχνει ότι η έκδοση δε διεξάγεται λόγω υπερτίμησης. Εξαλείφεται λοιπόν το φαινόμενο θετικής μεταφοράς πλούτου από τους παλιούς στους νέους μετόχους.

Κίνα

Οι *Wang, Wei, Pruitt (2006)* ελέγχουν τόσο τη βραχυπρόθεσμη όσο και τη μακροπρόθεσμη αντίδραση των τιμών των μετοχών στην έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης σε μια χρηματιστηριακή αγορά με πολύ μικρή ιστορία. Η περίοδος που εξετάζεται έγκειται ανάμεσα στο 1994 και το 1999 όπου ανέκυψαν 432 εκδόσεις δικαιωμάτων προτίμησης.

Αρχικά, η έρευνα επικεντρώνεται στη βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά. Βρίσκονται οι αποδόσεις των μετοχών οι οποίες προσαρμόζονται βάσει του συστηματικού τους κινδύνου, δηλαδή του συντελεστή βήτα όπως ο τελευταίος υπολογίστηκε μέσω του μοντέλου της αγοράς με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων. Η κινεζική υποδοχή των δικαιωμάτων είναι ολωσδιόλου θετική αφού οι μη-κανονικές αποδόσεις των μετοχών είναι θετικές, στατιστικά-σημαντικές.

Ο επόμενος στόχος είναι να αξιολογηθεί και η μακροπρόθεσμη συμπεριφορά πριν και μετά την έκδοση. Γι'αυτό κατασκευάζονται τρία διαφορετικά σημεία αναφοράς: το μέγεθος της επιχείρησης, ο δείκτης «λογιστική προς τρέχουσα αξία» και το μέγεθος επιχείρησης-δείκτης «λογιστική προς τρέχουσα αξία». Όσον αφορά την απόδοση των μετοχών των υπό έκδοση επιχειρήσεων, είναι και εδώ θετική.

Φαίνεται ότι υπεραποδίδουν σε σχέση με την αγορά. Θετικό ομοίως είναι το κλίμα και για την περίοδο μετά την έκδοση. Ασχέτως σημείου αναφοράς, οι επιχειρήσεις που εξέδιδαν δικαιώματα πάντα υπεραπέδιδαν σε σχέση με αντίστοιχες εισηγμένες που δεν έκαναν χρήση των δικαιωμάτων τους. Άρα οι μετοχές των επιχειρήσεων που αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο στην Κίνα με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης σαφώς υπερέχουν της αγοράς τόσο πριν όσο και μετά έκδοση.

Κορέα

Οι *Dhatt, Kim, Mukherji (1996)* ορμώμενοι από παρελθούσες μελέτες όπου έβρισκαν μεγάλες θετικές μη-κανονικές αποδόσεις για αρκετούς μήνες γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης, εξετάζουν ένα μεγάλο δείγμα 791 δικαιωμάτων κατά την περίοδο 1977–1991. Από θεωρητικής πλευράς, το θετικό αποτέλεσμα εξηγείται από το γεγονός ότι η ιδιοκτησία των κορεάτικων επιχειρήσεων είναι συγκεντρωμένη στα χέρια λίγων μετόχων και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου γίνεται σχεδόν πάντα με δικαιώματα τα οποία οι μέτοχοι κατά κανόνα εξασκούν. Επίσης, οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι μοχλευμένες σε μεγάλο βαθμό, οπότε η είδηση μείωσης του δανεισμού μέσω Ιδίων Κεφαλαίων εκλαμβάνεται ως θετικό νέο.

Σε πρακτικό επίπεδο, χωρίζεται η δεκαπενταετία σε δύο υποπεριόδους, 1977-1987 όπου η τιμή έκδοσης ήταν η ονομαστική τιμή και 1988–1991 όπου η τιμή έκδοσης σχετιζόταν με τη χρηματιστηριακή τιμή. Αρχικά, προκειμένου να αναγνωριστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αντιδράσεις της αγοράς, διερευνώνται οι σχέσεις μη-κανονικών αποδόσεων και μεταβλητών όπως ποσοστιαία μεταβολή στο λόγο «ίδια προς ξένα κεφάλαια», ποσοστό της τιμής έκδοσης σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή. Στη συνέχεια, με τη μέθοδο ‘buy-and-hold’ βρίσκεται η σημαντικότητα των μηνιαίων μη-κανονικών αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα συνιστώνται σε θετικές, στατιστικά σημαντικές, μη-κανονικές αποδόσεις τον μήνα ανακοίνωσης, αρνητικές, στατιστικά σημαντικές κατά την $1^{η}$ υποπερίοδο του επόμενου μήνα και στατιστικά μη-σημαντικές κατά τη $2^{η}$ υποπερίοδο. Το νέο λοιπόν περί αύξησης κεφαλαίου είναι θετικό και γίνεται θετικότερο για επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μείωση στη μόχλευση, για εκδόσεις μεγάλου μεγέθους και υψηλής τιμής έκδοσης σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή.

Επίσης, οι αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις του επόμενου μήνα είναι μικρότερες από τις προηγούμενες θετικές, δηλώνοντας ότι τα δικαιώματα δεν οδηγούν από μόνα τους σε μείωση του πλούτου των μετόχων. Τέλος, οι διαφορές στη στατιστική σημαντικότητα των δύο υποπεριόδων, δείχνει ότι η συσχέτιση της τιμής έκδοσης με τη χρηματιστηριακή παράγει πιο αξιόπιστα αποτελέσματα για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Νέα Ζηλανδία

Ο *Marsden (2000)* εξετάζει την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης κατά τη διάρκεια μιας ενδιαφέρουσας περιόδου. Στα έτη 1976–1994 οι μέτοχοι συμμετείχαν κατά μέσο όρο θερμά στην έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης. Ίσως αυτό το στοιχείο να εξηγεί γιατί η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται ακόμα από τις νεοζηλανδικές επιχειρήσεις. Σημειωτέον ότι η αγορά στη Νέα Ζηλανδία είναι μικρή, με διαφορετικό οικονομικό, πολιτικό και θεσμικό πλαίσιο.

Το υπό εξέταση δείγμα εμπεριέχει 88 δικαιώματα προτίμησης εκ των οποίων τα 62 είναι ασφαλισμένα από ανάδοχο και τα 26 είναι ανασφάλιστα. Η μεθοδολογία που ακολουθείται αρχικά, είναι η διενέργεια μιας γραμμικής παλινδρόμησης προκειμένου να βρεθεί η αναμενόμενη εξάσκηση των δικαιωμάτων προτίμησης από τους ήδη υπάρχοντες μετόχους αφού αυτή θα καθορίσει την απόφαση για πρόσληψη αναδόχου. Έπειτα, υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις για να αξιολογηθεί η αντίδραση των τιμών των μετοχών και τέλος, για να αναδειχθούν οι παράγοντες που καθορίζουν το μέγεθος της αντίδρασης κατά την ανακοίνωση, διεξάγεται διαστρωματική παλινδρόμηση

Εκ του αποτελέσματος φαίνεται ότι η αντίδραση είναι αρνητική αλλά στατιστικά μη-σημαντική. Η τελευταία γίνεται πιο αρνητική για δικαιώματα με ανάδοχο αλλά και για σχετικά μεγάλο μέγεθος έκδοσης. Όσο για τη στήριξη της έκδοσης από τους υπάρχοντες μετόχους, βρίσκεται ότι καθορίζεται από τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και την έκπτωση στην τιμή έκδοσης. Όσο μεγαλώνουν αυτοί οι δύο παράγοντες, τόσο αυξάνεται η συμμετοχή. Στην περίπτωση κατά την οποία οι μέτοχοι αναμένεται να είναι αδιάφοροι ως προς την αύξηση, είναι πολύ

πιθανό τα διευθυντικά στελέχη να αποφασίσουν ότι η κατοχύρωση των δικαιωμάτων από ανάδοχο είναι απαραίτητη.

Ολλανδία

Οι *Kabir, Roosenboom (2002)* ασχολούνται κυρίως με τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης, με θέματα που τη συνοδεύουν αλλά και με θεωρίες που προσπαθούν να την εξηγήσουν.

Η μέθοδος που ακολουθείται είναι η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων με δείγμα 58 δικαιωμάτων προτίμησης κατά την περίοδο 1984-1995. Αφού προσαρμοστούν όλες οι μετοχές την πρώτη φορά βάσει του συστηματικού τους κινδύνου και τη δεύτερη φορά βάσει του γενικού δείκτη, βρίσκεται μια στατιστικά σημαντική πτώση στην τιμή της μετοχής κατά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ασχέτως τρόπου εκτίμησης των μη-κανονικών αποδόσεων. Επισημαίνεται ότι στην περίπτωση που η ανακοίνωση συμπέσει με άλλα γεγονότα όπως αύξηση κερδών ή συγχώνευση, τότε το μέγεθος της πτώσης της τιμής ίσως να μην οφείλεται εξ'ολοκλήρου στα δικαιώματα. Γι'αυτό εξαιρούνται οι ανωτέρω περιπτώσεις από το δείγμα, αλλά πάλι το αποτέλεσμα δείχνει την ίδια πτώση. Ένας ακόμη παράγοντας που θα μπορούσε να επηρεάσει την αντίδραση, είναι η δυνατότητα των επιχειρήσεων να αναλάβουν νέα επενδυτικά σχέδια. Όμως η πτώση πάλι πρωταγωνιστεί αν και σε μικρότερο βαθμό.

Στη συνέχεια ρίχνεται φως στην περίοδο συναλλαγής των δικαιωμάτων προτίμησης στο χρηματιστήριο. Φαίνεται ότι τα τελευταία είναι αντικείμενο έντονης αγοραπωλησίας που φτάνει στο ναδίρ προς το τέλος της περιόδου εξάσκησης. Ταυτόχρονα γίνεται αντιληπτό ότι η πτώση στην τιμή της μετοχής ξεκινά και εξελίσσεται καθ'όλη τη διάρκεια αγοραπωλησίας των δικαιωμάτων.

Τέλος, εξετάζεται αν ισχύουν οι κατά καιρούς θεωρίες για τη μείωση της απόδοσης των μετοχών λόγω της έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης υιοθετώντας μοντέλα διαστρωματικής παλινδρόμησης με διαφορετικές κάθε φορά ερμηνευτικές μεταβλητές. Η «θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης» επιβεβαιώνεται. Επιχειρήσεις στις οποίες τα διευθυντικά στελέχη είναι πολύ καλύτερα πληροφορημένα σε σχέση με τους μετόχους, γνωρίζουν τις πιο μεγάλες πτώσεις στην απόδοση. Το ίδιο συμβαίνει και με τη «θεωρία της υπερεπένδυσης». Τωόντι

επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πιθανότητα υπερεπένδυσης ρευστών διαθεσίμων σε σχέδια που ικανοποιούν μόνο τη ματαιοδοξία των μάνατζερ, τυγχάνουν χειρότερης απόδοσης. Αντιθέτως, δεν επιβεβαιώνεται η «υπόθεση της ευκαιρίας». Μια καλή κατάσταση στην οικονομία γενικότερα δε φαίνεται να σχετίζεται με την απόδοση των μετοχών. Επομένως οι επιχειρήσεις δεν προγραμματίζουν της αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου σε περιόδους ανόδου του οικονομικού κύκλου.

Σιγκαπούρη

Σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που θέτει το Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης, μια εισηγμένη επιχείρηση μπορεί να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μόνο μέσω έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης ή μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης. Οι *Tan, Chug, Tong (2002)* εξετάζουν τον αντίκτυπο που έχει μια έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης στον πλούτο των μετόχων και αναγνωρίζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών.

Η περίοδος συλλογής των στοιχείων είναι από τον Ιανουάριο του 1988 έως το Δεκέμβριο του 1996 όπου πραγματοποιήθηκαν 65 εκδόσεις δικαιωμάτων προτίμησης. Για να αξιολογηθεί η αντίδραση κατά την ανακοίνωση διεξάγεται ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων ενώ για να βρεθούν οι παράγοντες που την επηρεάζουν γίνεται πολλαπλή παλινδρόμηση με μεταβλητές όπως ρευστότητα, διακύμανση, ανακοίνωση ευκαιριών επένδυσης.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα καταλήγουν σε θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Αυτό σημαίνει ότι μια τέτοια ανακοίνωση είναι συνυφασμένη με την αίσθηση ενός καλού νέου. Όσο μεγαλύτερη είναι η κλίμακα των δικαιωμάτων προτίμησης, τόσο πιο θετικά εκλαμβάνονται τα νέα για τις προοπτικές των επιχειρήσεων. Αν πάλι ανακοινωθούν ταυτόχρονα και ευκαιρίες επένδυσης, το καλό της είδησης ενδυναμώνεται. Οι επιχειρήσεις λοιπόν, δεν προσπαθούν να συμπέσει η ανακοίνωση έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης με περίοδο υπερεκτίμησης της τιμής της μετοχής αλλά ούτε και επιτρέπουν διαρροή πληροφόρησης προκειμένου να επωφεληθούν οι κερδοσκόποι. Σχετικά με την τιμή έκδοσης, δεν υπάρχουν στοιχεία που να τη σχετίζουν με την αντίδραση της τιμής της μετοχής. Άρα, η τιμή έκδοσης αν μη τι άλλο δεν εκλαμβάνεται ως δείγμα ποιότητας της επιχείρησης.

Τουρκία

Ο *Adaoglu (2006)* ερευνά την αντίδραση της αγοράς στα απλά και στα προνομιούχα δικαιώματα προτίμησης κατά την περίοδο ανακοίνωσης στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης.[18] Καταβάλλεται προσπάθεια να εξεταστούν τα κίνητρα και τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που τα χρησιμοποιούν σε μια αναδυόμενη ευρωπαϊκή αγορά όπου i) το καθεστώς ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων είναι συγκεντρωτικό, ii) η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου γίνεται σχεδόν πάντα με δικαιώματα προτίμησης τα οποία συνοδεύονται συνήθως από μπόνους, δεν έχουν ανάδοχο, αναλαμβάνονται πλήρως, ως ποσοστό του ήδη καταβεβλημένου κεφαλαίου είναι σημαντικά μεγαλύτερα σε σχέση με το αντίστοιχο ποσοστό σε αναπτυγμένες αγορές iii) υπάρχει μια ενιαία διαδικασία διάχυσης των πληροφοριών iv) η αγορά διακατέχεται από βραχυπρόθεσμους επενδυτές και είναι ιδιαίτερα ευμετάβλητη v) υπάρχει το πρόβλημα του διαρκούς πληθωρισμού.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται για να βρεθεί η αντίδραση της αγοράς είναι το standard μοντέλο αγοράς του οποίου οι μεταβλητές εκτιμώνται με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων για την περίοδο 1994–1999. Παρατηρούνται 97 δικαιώματα προτίμησης εκ των οποίων τα 22 είναι απλά και τα 75 προνομιούχα. Ταυτόχρονα για τη ίδια περίοδο, προκειμένου να βρεθούν και τα χαρακτηριστικά των εν λόγω επιχειρήσεων, μετρώνται δείκτες όπως «αγοραία προς λογιστική αξία», «λειτουργικά έσοδα προς λογιστική αξία πωλήσεων».

Τελικά βρίσκεται ότι τα απλά δικαιώματα προτίμησης προκαλούν αρνητική αντίδραση για λόγους όμως διαφορετικούς από αυτούς που ισχύουν στις αναπτυγμένες χώρες. Στην Κωνσταντινούπολη, δε λαμβάνεται υπ'όψιν από μέρους των μετόχων πιθανή υπερεκτίμηση της μετοχής αλλά δυσοίωνη πληροφόρηση. Δηλαδή οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν απλά δικαιώματα χρειάζονται το εισρέον κεφάλαιο λόγω έλλειψης ρευστών διαθεσίμων αλλά και για να μειώσουν το επίπεδο μόχλευσης. Επιπλέον, τείνουν να παραλείπουν τα μερίσματα τόσο κατά την περίοδο έκδοσης δικαιωμάτων προτίμησης όσο και μετά από αυτή. Από την άλλη πλευρά, τα προνομιούχα δικαιώματα προκαλούν θετική αντίδραση αλλά προσωρινή. Η αιτία βρίσκεται πάλι στο είδος της πληροφόρησης. Οι επιχειρήσεις που προσφέρουν προνομιούχα δικαιώματα έχουν καλύτερη απόδοση, ρευστότητα και επενδυτικές

[18] Προνομιούχα ονομάζονται τα δικαιώματα προτίμησης τα οποία ταυτόχρονα προσφέρουν μπόνους.

ευκαιρίες. Όμως, αυτή η θετική τάση υπάρχει μόνο για το χρόνο της έκδοσης, εξού και το στατιστικά μη-σημαντικό του αποτελέσματος.

Ελλάδα

Ο *Tsangarakis (1996)* ερευνά την αντίδραση των τιμών των κοινών μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης κατά την περίοδο 1981-1990. Εκείνη τη δεκαετία, η ελληνική κεφαλαιαγορά διακρινόταν από τα κατωτέρω χαρακτηριστικά που συμβάλλουν στην εξήγηση του πρόσημου της αντίδρασης: i) Δεν υπήρχε δευτερογενής αγορά για τα δικαιώματα προτίμησης. Επομένως μια αύξηση στο κεφάλαιο δε μείωνε τον πλούτο των μετόχων. ii) Η πλειοψηφία των μετοχών των εισηγμένων εταιριών ήταν στα χέρια του κράτους ή λίγων μετόχων. Αν οι τελευταίοι συμμετείχαν ήταν καλό νέο για την αγορά καθώς θα έπρεπε να εισφέρουν ένα μεγάλο ποσό χρημάτων. iii) Δεν υπήρχαν κυβερνητικά ομόλογα, οπότε η μόνη πηγή άντλησης κεφαλαίων ήταν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης. iv) Οι ελληνικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις δεν ήταν τυποποιημένες με βάση κάποιο λογιστικό πρότυπο, ούτε ήταν υποχρεωτικό να δημοσιοποιούνται.

Κατά τη διάρκεια της μελέτης ανέκυψαν 59 ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εκ των οποίων οι 38 αναφέρονταν αποκλειστικά σε κοινές μετοχές. Για καθεμία από αυτές τις μετοχές βρίσκονται από το μοντέλο της αγοράς οι μη-κανονικές αποδόσεις με τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Προκειμένου να εντοπιστούν όσο το δυνατόν περισσότεροι παράγοντες που καθορίζουν τις μη-κανονικές αποδόσεις, διεξάγεται και ανάλυση διαστρωματικών δεδομένων με παλινδρομήσεις μεταβλητών όπως διακύμανση, μέγεθος επιχείρησης, συγκέντρωση ιδιοκτησίας.

Τελικά φαίνεται ότι το ελληνικό επενδυτικό κοινό «καλωσορίζει» την επερχόμενη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης καθώς θεωρεί ότι ανακαλύφθηκαν επενδυτικά σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία. Ταυτόχρονα όμως αντιλαμβάνεται ότι οι ταμειακές ροές της εκάστοτε επιχείρησης είναι περιορισμένες. Πιο αναλυτικά, πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Αυτό ίσως να οφείλεται σε εσωτερική πληροφόρηση ή σε διαρροή πληροφοριών από το Διοικητικό

Συμβούλιο. Το ίδιο συμβαίνει και ανήμερα της ανακοίνωσης. Βέβαια, τώρα, οι αποδόσεις συνδέονται αρνητικά με τη διάχυση ιδιοκτησίας και θετικά με το ποσό του κεφαλαίου που αυξάνεται σε σχέση με το ήδη υπάρχον κεφάλαιο. Με την παρέλευση αυτής της ημερομηνίας όμως, οι μη-κανονικές αποδόσεις γίνονται στατιστικά μη-σημαντικές.

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα των εργασιών που αναλύθηκαν παραπάνω.

Πίνακας 1.

Ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας για την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης.

Ο πίνακας δείχνει τα αποτελέσματα παρελθουσών ερευνών με θέμα την επίδραση της ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης χωρισμένα ανά συγγραφέα, χώρα, εξεταζόμενη περίοδο, βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη επίδραση.

Συγγραφέας	**Χώρα**	**Περίοδος**	**Βραχυπρόθεσμη επίδραση**	**Μακροπρόθεσμη επίδραση**
Marsh (1979)	Αγγλία	1962-1975	θετική	-
Ho (2005)	Αγγλία	1989-1997	-	αρνητική
Balach.,Faff, Nguyen (2006)	Αυστραλία	1995-2002	αρνητική	θετική
Gebh.,Heid., Daske (2001)	Γερμανία	1980-1994	θετική	-
Loderer,Zimmerman (1988)	Ελβετία	1973-1983	θετική	-
Cai (1998)	Ιαπωνία	1971-1986	-	αρνητική
Maris.,Marsd., Veerar.(2008)	Ινδία	1997-2005	θετική	-
Llorca,Martin-Ugedo (2004)	Ισπανία	1989-1996	-	αρνητική
Bigelli (1998)	Ιταλία	1980-1994	θετική	-
Wang,Wei,Pruitt (2006)	Κίνα	1994-1999	θετική	θετική
Dhatt,Kim,Mukherji (1996)	Κορέα	1977-1991	θετική	-
Marsden (2000)	Ν.Ζηλανδία	1976-1994	αρνητική	-
Kabir,Roosenboom (2002)	Ολλανδία	1984-1995	αρνητική	-
Tan,Chug,Tong (2002)	Σιγκαπούρη	1987-1996	θετική	-
Adaoglu (2006)	Τουρκία	1994-1999	θετική (προνομ.) αρνητική (απλά)	-
Tsangarakis (1996)	Ελλάδα	1981-1990	θετική	-

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Κάθε πτυχή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ρυθμίζεται εξαντλητικά τόσο για την εξασφάλιση της ομαλούς διεκπεραίωσης της, όσο και για την ασφάλεια των συναλλαγών. Σε αυτήν την ενότητα παρουσιάζονται τα πρότυπα στα οποία είναι υποχρεωμένες οι επιχειρήσεις να συγκλίνουν σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, τον Κανονισμό της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Μέσω αυτών σκιαγραφείται όλο το χρονικό της εταιρικής πράξης για τα ελληνικά δεδομένα.

3.1 Νόμος περί ανωνύμων εταιριών

Ο νόμος 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών ορίζει τις προϋποθέσεις και τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να εξελίσσεται η διαδικασία από τη στιγμή που λαμβάνεται η απόφαση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου έως ότου πιστοποιηθεί η καταβολή.

Ιθύνοντες απόφασης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαδικασία λήψης αυτής.

Στο καταστατικό είναι δυνατόν να ορισθεί ότι κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει το δικαίωμα με απόφασή του, που λαμβάνεται με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο. Η πιο πάνω εξουσία μπορεί να εκχωρείται στο Διοικητικό Συμβούλιο και με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης. Στην περίπτωση αυτή, το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι το ποσό του κεφαλαίου που είναι καταβεβλημένο κατά την ημερομηνία που χορηγήθηκε στο Διοικητικό Συμβούλιο η εν λόγω εξουσία. Η τελευταία μπορεί να ανανεώνεται από τη Γενική Συνέλευση για χρονικό διάστημα

που δεν υπερβαίνει την πενταετία για κάθε ανανέωση και η ισχύς της αρχίζει μετά τη λήξη της κάθε πενταετίας.

Η αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να ασκηθεί παράλληλα με αυτήν της Γενικής Συνέλευσης. Συγκεκριμένα, στο καταστατικό είναι δυνατόν να ορισθεί ότι κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας, η Γενική Συνέλευση έχει το δικαίωμα να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο, μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών συνολικά μέχρι το πενταπλάσιο του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου. Η Γενική Συνέλευση που αποφασίζει αύξηση κεφαλαίου μπορεί να εξουσιοδοτήσει το Διοικητικό Συμβούλιο να αποφασίσει αυτό για την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών ή και για το επιτόκιο και τον τρόπο προσδιορισμού του, σε περίπτωση έκδοσης μετοχών με δικαίωμα απόληψης τόκου, εντός χρονικού διαστήματος που ορίζει η Γενική Συνέλευση και το οποίο δεν μπορεί να υπερβεί το ένα (1) έτος. Στην περίπτωση αυτή, η προθεσμία καταβολής του κεφαλαίου αρχίζει από τη λήψη της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου, με την οποία καθορίζεται η τιμή διάθεσης των μετοχών ή και το επιτόκιο ή ο τρόπος προσδιορισμού του, κατά περίπτωση.

Το τελικό αρμόδιο όργανο, όποιο και αν είναι αυτό, στην απόφαση για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον το ποσό της αύξησης του κεφαλαίου, τον τρόπο κάλυψής της, τον αριθμό και το είδος των μετοχών που θα εκδοθούν, την ονομαστική αξία και την τιμή διάθεσης αυτών καθώς και την προθεσμία κάλυψης.

Οι μόλις λεχθείσες αποφάσεις των υπευθύνων για αυξήσεις του κεφαλαίου δεν αποτελούν τροποποίηση του καταστατικού. Κατ' εξαίρεση, όταν τα αποθεματικά της εταιρίας υπερβαίνουν το ένα τέταρτο (1/4) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, για την αύξηση αυτού απαιτείται απόφαση της γενικής συνέλευσης και ανάλογη τροποποίηση του σχετικού με το μετοχικό κεφάλαιο άρθρου του καταστατικού.

Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και δικαίωμα προτίμησης

Σε κάθε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, που δε γίνεται με εισφορά σε είδος ή με έκδοση ομολογιών με δικαίωμα μετατροπής τους σε μετοχές, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο ή το ομολογιακό δάνειο, υπέρ των μετόχων κατά το χρόνο της έκδοσης, ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο. Το καταστατικό μπορεί να επεκτείνει το

δικαίωμα προτίμησης και σε περιπτώσεις αύξησης με εισφορές σε είδος ή με έκδοση ομολογιών με δικαίωμα μετατροπής τους σε μετοχές. Το καταστατικό μπορεί επίσης να προβλέπει ότι αν η εταιρία έχει ήδη εκδώσει μετοχές περισσότερων κατηγοριών, στις οποίες τα δικαιώματα ψήφου ή συμμετοχής στα κέρδη ή τη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης είναι διαφορετικά μεταξύ τους, είναι δυνατή η αύξηση του κεφαλαίου με μετοχές μιας μόνο από τις κατηγορίες αυτές. Στην περίπτωση αυτή, το δικαίωμα προτίμησης παρέχεται στους μετόχους των άλλων κατηγοριών μόνο μετά τη μη άσκηση του δικαιώματος από τους μετόχους της κατηγορίας στην οποία ανήκουν οι νέες μετοχές.

Το δικαίωμα προτίμησης ασκείται εντός της προθεσμίας, την οποία όρισε το όργανο της εταιρίας που αποφάσισε την αύξηση. Η προθεσμία αυτή, με την επιφύλαξη τήρησης της προθεσμίας καταβολής του κεφαλαίου, δεν μπορεί να είναι μικρότερη των δεκαπέντε (15) ημερών. Στην περίπτωση που η Γενική Συνέλευση εξουσιοδοτήσει το Διοικητικό Συμβούλιο για τις λεπτομέρειες της αύξησης, η προθεσμία για την εξάσκηση του δικαιώματος προτίμησης δεν αρχίζει πριν από τη λήψη της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου για τον προσδιορισμό της τιμής διάθεσης των νέων μετοχών. Στην περίπτωση του δεύτερου και του τρίτου εδαφίου της ανωτέρω παραγράφου, η προθεσμία άσκησης του δικαιώματος από τους λοιπούς μετόχους ορίζεται, ομοίως, από το όργανο της εταιρείας που αποφάσισε την αύξηση. Η προθεσμία αυτή δεν μπορεί να είναι μικρότερη των δέκα (10) ημερών και αρχίζει από την επομένη της ημέρας, κατά την οποία λήγει η προθεσμία για τους μετόχους της κατηγορίας στην οποία ανήκουν οι νέες μετοχές. Μετά το τέλος των προθεσμιών αυτών, οι μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί, σύμφωνα με τα παραπάνω, διατίθενται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας ελεύθερα σε τιμή όχι κατώτερη της τιμής που καταβάλλουν οι υφιστάμενοι μέτοχοι. Σε περίπτωση κατά την οποία το όργανο της εταιρίας που αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου παρέλειψε να ορίσει την προθεσμία για την εξάσκηση του δικαιώματος προτίμησης, την προθεσμία αυτή ή την τυχόν παράτασή της, ορίζει με απόφαση του το Διοικητικό Συμβούλιο.

Η πρόσκληση για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, στην οποία μνημονεύεται υποχρεωτικά και η προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να ασκηθεί αυτό το δικαίωμα, δημοσιεύεται με επιμέλεια της εταιρείας στο τεύχος ανώνυμων εταιριών και εταιριών περιορισμένης ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως. Στο καταστατικό μπορεί να προβλέπεται ευρύτερη δημοσιότητα. Η πρόσκληση και η γνωστοποίηση της προθεσμίας εξάσκησης του δικαιώματος προτίμησης, κατά τα

ανωτέρω, μπορούν να παραλειφθούν, εφόσον στη Γενική Συνέλευση παρέστησαν μέτοχοι που εκπροσωπούν το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου και έλαβαν γνώση της προθεσμίας που τάχθηκε για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης ή δήλωσαν την απόφαση τους για την από αυτούς άσκηση ή μη του δικαιώματος προτίμησης. Η δημοσίευση της πρόσκλησης μπορεί να αντικατασταθεί με συστημένη επιστολή «επί αποδείξει», εφόσον οι μετοχές είναι ονομαστικές στο σύνολό τους.

Με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης μπορεί να περιοριστεί ή να καταργηθεί το δικαίωμα προτίμησης. Για να ληφθεί η απόφαση αυτή, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να υποβάλει στη Γενική Συνέλευση γραπτή έκθεση στην οποία αναφέρονται οι λόγοι που επιβάλλουν τον περιορισμό ή την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης και στην οποία δικαιολογείται η τιμή που προτείνεται για την έκδοση των νέων μετοχών. Δεν υπάρχει αποκλεισμός από το δικαίωμα προτίμησης κατά την έννοια της παρούσας παραγράφου, όταν οι μετοχές αναλαμβάνονται από πιστωτικά ιδρύματα ή επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, που έχουν δικαίωμα να δέχονται τίτλους προς φύλαξη, για να προσφερθούν στους μετόχους. Επίσης, δεν υπάρχει αποκλεισμός από το δικαίωμα προτίμησης, όταν η αύξηση κεφαλαίου έχει σκοπό τη συμμετοχή του προσωπικού στο κεφάλαιο της εταιρίας. Αν το κεφάλαιο αυξηθεί, εν μέρει, με εισφορές σε μετρητά και, εν μέρει, με εισφορές σε είδος, η πρόβλεψη του οργάνου που αποφασίζει την αύξηση, κατά την οποία οι μέτοχοι που εισφέρουν είδος δεν συμμετέχουν και στην αύξηση με εισφορές σε μετρητά, δεν συνιστά αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης, αν η αναλογία της αξίας των εισφορών σε είδος, σε σχέση με τη συνολική αύξηση είναι τουλάχιστον ίδια με την αναλογία της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των μετόχων που προβαίνουν στις εισφορές αυτές.

Καταβολή και πιστοποίηση της καταβολής του κεφαλαίου

Η προθεσμία καταβολής της αύξησης του κεφαλαίου ορίζεται από το όργανο που έλαβε τη σχετική απόφαση και δεν μπορεί να είναι μικρότερη των δεκαπέντε (15) ημερών ούτε μεγαλύτερη των τεσσάρων (4) μηνών από την ημέρα που ελήφθη η απόφαση αυτή. Σε περίπτωση που η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου συνοδεύεται από ανάλογη τροποποίηση του σχετικού περί κεφαλαίου άρθρου του καταστατικού, η προθεσμία καταβολής αρχίζει από την ημέρα λήψης της σχετικής απόφασης από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων και μπορεί να παραταθεί από το Διοικητικό

Συμβούλιο για έναν (1) μήνα. Η μηνιαία αυτή προθεσμία δεν αρχίζει πριν από την καταχώριση της αύξησης στο Μητρώο.

Εντός είκοσι (20) ημερών από τη λήξη της ανωτέρω προθεσμίας η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλει στο Υπουργείο Ανάπτυξης ή στην αρμόδια Αρχή αντίγραφο του σχετικού πρακτικού συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου. Η μη εμπρόθεσμη καταβολή του κεφαλαίου δημιουργεί υποχρέωση στο Διοικητικό Συμβούλιο να επαναφέρει, με απόφασή του, το κεφάλαιο στο πριν από την αύξηση ποσό και με τροποποίηση του καταστατικού, εφόσον η αύξηση είχε γίνει, με τον τρόπο αυτόν, μέχρι το τέλος της χρήσης εντός της οποίας έληξε η προθεσμία καταβολής. Η παράβαση της υποχρέωσης αυτής τιμωρείται δια φυλακίσεως και χρηματικής ποινής μέχρι χιλίων ευρώ (1.000) ή δια της ετέρας των ποινών τούτων.

Η καταβολή των μετρητών για κάλυψη του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου ή τυχόν αυξήσεων αυτού, καθώς και οι καταθέσεις μετόχων με προορισμό τη μελλοντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, πραγματοποιούνται υποχρεωτικά με κατάθεση σε ειδικό λογαριασμό της εταιρείας, που τηρείται σε οποιοδήποτε πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Αν η κάλυψη του ποσού της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι πλήρης, το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται μέχρι το ποσό της κάλυψης, μόνο εφόσον στην απόφαση για αύξηση προβλέπεται ρητά αυτή η δυνατότητα.

Σε κάθε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, η πιστοποίηση της καταβολής ή μη αυτού πρέπει να γίνεται εντός προθεσμίας ενός (1) μηνός από τη λήξη της προθεσμίας καταβολής του ποσού της αύξησης. Πιστοποίηση καταβολής δεν απαιτείται εάν η αύξηση κεφαλαίου δεν γίνεται με νέες εισφορές.

3.2 Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών

Τα θέματα δικαιοδοσίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών οριοθετούνται από την ενημέρωση της επικείμενης αύξησης μέχρι την έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων και των μετοχών.

Υποχρεώσεις ενημέρωσης σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, συγχώνευσης, αναδοχής κλάδου, ή εισφοράς περιουσίας

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας συντάσσει και ανακοινώνει στη Γενική Συνέλευση έκθεση με τα πιο κάτω στοιχεία, η οποία αποστέλλεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ στο εξής) ταυτόχρονα με την πρόσκληση για τη σύγκληση της Γενικής Συνέλευσης που θα αποφασίσει σχετικά, έτσι ώστε να δημοσιευθεί στην ιστοσελίδα του ΧΑ. Αντίστοιχη δημοσίευση πρέπει να υπάρχει και στην ιστοσελίδα της εκδότριας.

Οι πληροφορίες αυτές θα πρέπει να τεθούν υπ'όψιν των μετόχων στις Γενικές Συνελεύσεις των εταιριών που αποφασίζουν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ή λόγω συγχώνευσης ή αναδοχής κλάδου και εισφοράς περιουσίας και σχετική αναφορά πρέπει να περιλαμβάνεται στα πρακτικά της Γενικής Συνέλευσης.

Εφόσον η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποφασίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας, οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου επαναλαμβάνονται και στο πρακτικό του Διοικητικού Συμβουλίου και δημοσιεύονται.

Ακολουθούν τα στοιχεία της κατά περίπτωση έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου:

❖ <u>Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών</u>

Η έκθεση αυτή θα πρέπει να περιλαμβάνει τις εξής πληροφορίες:

- ♦ Απολογισμός χρήσης κεφαλαίων

Ενημέρωση για τον απολογισμό της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων από την προηγούμενη αύξηση.

- ♦ Επενδυτικό σχέδιο

Στοιχεία από τα οποία προκύπτει με πληρότητα και σαφήνεια το επενδυτικό σχέδιο της εταιρίας, το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του καθώς και η επιμέρους ανάλυση του προορισμού των κεφαλαίων.

- ♦ Στοιχεία αύξησης με σκοπό την εξαγορά άλλης επιχείρησης

Σε περίπτωση που η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποφασίζεται με σκοπό την άμεση ή έμμεση εξαγορά άλλης επιχείρησης, το συνολικό τίμημα της οποίας είναι μεγαλύτερο από 1 εκατομμύριο (1.000.000) ευρώ και οι μετοχές της δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, η έκθεση πρέπει να περιλαμβάνει:

- Αποτίμηση εξαγοραζόμενης. Η εξαγοραζόμενη εταιρία πρέπει να έχει αποτιμηθεί με τουλάχιστον δύο διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης.
- Η αποτίμηση πρέπει να προκύπτει από σχετική έκθεση είτε πιστωτικού ιδρύματος ή Επιχειρήσεως Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.ΠΕ.Υ στο εξής) που δικαιούται να παρέχει υπηρεσίες αναδόχου σε δημόσια προσφορά, είτε ελεγκτικού οίκου. Οι Εμπειρογνώμονες που διενεργούν την αποτίμηση δεν πρέπει να συνδέονται καθ΄οιονδήποτε τρόπο με την εξαγοραζόμενη εταιρία για την τελευταία πριν την εξαγορά πενταετία.
- Στην εν λόγω αποτίμηση θα πρέπει να περιλαμβάνεται και σχετική δήλωση των εμπειρογνωμόνων ότι το τίμημα εξαγοράς είναι εύλογο και δίκαιο καθώς και ότι οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση.
- Τα πλήρη στοιχεία της υπό εξαγορά εταιρίας, συνοπτική της παρουσίαση, λεπτομερής ανάλυση του επενδυτικού σχεδίου της εξαγοραζόμενης εταιρίας, το χρονοδιάγραμμα πραγματοποίησής του, καθώς και η κατά τα άνω αποτίμησή της. Ανάλογες πληροφορίες πρέπει να περιέχονται και στις περιπτώσεις που το προϊόν της αύξησης προορίζεται για την εξόφληση μέρους ή όλου του δανεισμού που χρησιμοποιήθηκε ή πρόκειται να χρησιμοποιηθεί για την εξαγορά άλλης εταιρίας.

♦ Στοιχεία συμμετοχής σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου άλλης εταιρίας.

Σε περίπτωση διάθεσης κεφαλαίων για συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου άλλων εταιριών, παρατίθεται το επενδυτικό σχέδιο αυτών των εταιριών.

♦ Μεταγενέστερες πληροφορίες.

Στις περιπτώσεις που οι εξαγορές και οι επενδύσεις δεν έχουν πλήρως, κατά το χρόνο της αυξήσεως προσδιορισθεί, είναι δυνατή η αποστολή από την εισηγμένη εταιρία των πληροφοριών, σε μεταγενέστερο χρονικό διάστημα και συγκεκριμένα κατά το χρόνο πραγματοποίησής των ανωτέρω εξαγορών/επενδύσεων.

♦ Δεσμεύσεις βασικών μετόχων

Οι βασικοί μέτοχοι της εταιρίας, ήτοι, οι μέτοχοι που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα τουλάχιστον 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, οι οποίοι ταυτόχρονα συμμετέχουν και στη διοίκηση της εταιρίας (ανώτατα διευθυντικά στελέχη, μέλη Διοικητικού Συμβουλίου), ανακοινώνουν στη Γενική Συνέλευση είτε οι ίδιοι είτε με ανακοίνωση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας, τις προθέσεις τους σχετικά με τη διατήρηση ή μη του ποσοστού που κατέχουν κατά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης η οποία αποφασίζει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, i) έως την ολοκλήρωση της αύξησης και την εισαγωγή των νέων μετοχών, ii) για χρονικό διάστημα 6 μηνών μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.

- Τιμή διάθεσης

Όταν η αύξηση γίνεται εν όλω ή εν μέρει υπέρ των παλαιών μετόχων, την πρόταση του εάν η τιμή έκδοσης μπορεί να είναι ανώτερη της χρηματιστηριακής τιμής κατά τον χρόνο αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης.

- Στοιχεία εταιριών με μετοχές σε επιτήρηση.

Ειδικά για τις εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στην κατηγορία «Επιτήρησης» λόγω οικονομικών προβλημάτων, παραθέτουν πληροφορίες για τους λόγους που οδήγησαν την ένταξη των μετοχών της εταιρίας στο ειδικό αυτό καθεστώς διαπραγμάτευσης καθώς και κάθε εξέλιξη και ενέργεια που γίνεται από την εταιρία σχετικά με τα θέματα αυτά.

❖ <u>Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης εταιρίας, με σκοπό τη συγχώνευση με απορρόφηση εταιρίας, αναδοχής κλάδου ή εισφοράς περιουσίας</u>

Πληροφορίες για την αποτίμηση των συγχωνευόμενων εταιριών και τη σχέση ανταλλαγής:

- Συνοπτική παράθεση των μεθόδων αποτίμησης, των παραδοχών που λήφθηκαν υπ'όψιν, των τυχών δυσκολιών που προέκυψαν κατά την αποτίμηση και του τρόπου βάσει του οποίου προσδιορίσθηκε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, καθώς και κάθε άλλου στοιχείου που μπορεί να προβλέπεται από ειδικές διατάξεις, εκτός αν γι' αυτό παρέχεται εξαίρεση.

- Δήλωση του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, για το εάν οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

- Γνώμη του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, για το εάν η σχέση ανταλλαγής που προέκυψε από τις εν λόγω αποτιμήσεις είναι εύλογη και λογική.

Τα στοιχεία των αποτιμήσεων της απορροφώσας εταιρίας και της κάθε απορροφώμενης και η γνώμη για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών πρέπει να προκύπτουν από έκθεση πιστωτικού ιδρύματος ή Ε.ΠΕ.Υ που έχει το δικαίωμα να παρέχει υπηρεσίες αναδόχου σε δημόσια προσφορά, ή ελεγκτικού οίκου. Στις περιπτώσεις που στην αποτίμηση συγχωνευόμενης εταιρίας η εκτίμηση του παγίου Ενεργητικού της γίνεται σε τρέχουσες τιμές, η εκτίμηση της περιουσίας αυτής θα διενεργείται από εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών ή από αντίστοιχο αναγνωρισμένο εκτιμητικό οίκο. Οι εμπειρογνώμονες που διενεργούν την αποτίμηση δεν πρέπει να συνδέονται καθ΄ οιονδήποτε τρόπο με τις συγχωνευόμενες εταιρίες για την τελευταία πριν την συγχώνευση πενταετία. Η αποτίμηση διενεργείται με βάση δύο τουλάχιστον διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης.

Όταν η συγχώνευση πραγματοποιείται σύμφωνα με τις διατάξεις ειδικών νόμων, που προβλέπουν αποτίμηση από την Επιτροπή του άρθρου 9 του κ.ν. 2190/20 ή σύμφωνα με τον νόμο 2515/1997 για τη συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων, κατά την οποία εφαρμόζονται όσα ειδικότερα προβλέπονται για τις αποτιμήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων και στις περιπτώσεις αυτές υφίστανται οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης των πληροφοριών στην Γενική Συνέλευση και στην ιστοσελίδα του ΧΑ και της εκδότριας.

Οι ανωτέρω υποχρεώσεις πληροφόρησης υφίστανται και στις περιπτώσεις αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου λόγω αναδοχής κλάδου ή εισφοράς περιουσίας.

Διαδικασία εισαγωγής και έναρξης διαπραγμάτευσης

Εισηγμένη εταιρία που αποφασίζει αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου υποχρεούται να υποβάλει στο ΧΑ αίτηση για εισαγωγή του συνόλου των νέων μετοχών στην ίδια αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές της. Η εισαγωγή των μετοχών εγκρίνεται από το αρμόδιο όργανο του Χ.Α. το οποίο μπορεί να εξαρτήσει την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών από οποιονδήποτε ειδικό όρο που κατά την κρίση του επιβάλλεται για το συμφέρον των επενδυτών ή την ομαλή λειτουργία της αγοράς και τον οποίο έχει ανακοινώσει στην εταιρία.

Η διαδικασία εισαγωγής συμπληρωματικής σειράς μετοχών που προκύπτουν από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, χωρίζεται σε τρία στάδια ενώ τα απαιτούμενα δικαιολογητικά, χωριστά για κάθε στάδιο, ορίζονται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου του Χ.Α.

I. Έγκριση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των δικαιωμάτων προτίμησης.

Στο πρώτο στάδιο εγκρίνεται από το αρμόδιο όργανο του Χ.Α η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των δικαιωμάτων προτίμησης, εφόσον έχουν υποβληθεί από την εκδότρια στο ΧΑ και ελεγχθεί όσον αφορά την πληρότητα τους, τα δικαιολογητικά που προσδιορίζονται από την απόφαση του αρμοδίου οργάνου του Χ.Α.

II. Αποκοπή δικαιώματος – Προσαρμογή τιμής

Η αποκοπή του δικαιώματος και η προσαρμογή της τιμής της μετοχής πραγματοποιούνται ταυτόχρονα, εφόσον:

♦ δεν εκκρεμεί εισαγωγή μετοχών προς διαπραγμάτευση που προέρχονται από προηγούμενη αίτηση εισαγωγής.

♦ έχει τεθεί στη διάθεση του κοινού το σχετικό ενημερωτικό δελτίο, εκτός αν συντρέχει περίπτωση εξαίρεσης από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία.

♦ έχουν υποβληθεί από την εκδότρια στο Χ.Α και ελεγχθεί όσον αφορά την πληρότητα τους, τα δικαιολογητικά που προσδιορίζονται από την απόφαση του αρμοδίου οργάνου του Χ.Α.

♦ έχει δημοσιευθεί στο ημερήσιο δελτίο τιμών και στην ιστοσελίδα του Χ.Α, το αργότερο την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος, σχετική ανακοίνωση της εκδότριας.

Εάν η αύξηση γίνεται εν όλο ή εν μέρει υπέρ των παλαιών μετόχων, η τιμή έκδοσης δεν μπορεί να είναι ανώτερη της χρηματιστηριακής τιμής κατά τον χρόνο αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης. Αυτό δεν εφαρμόζεται αν η Γενική Συνέλευση της εταιρίας αποφάσισε ρητώς ότι η τιμή έκδοσης μπορεί να είναι ανώτερη της χρηματιστηριακής τιμής κατά τον χρόνο αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης.

Έναρξη - λήξη διαπραγμάτευσης δικαιωμάτων

♦ Η έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών του Χ.Α. πραγματοποιείται ταυτόχρονα με την έναρξη της άσκησης τους σε πιστωτικό ίδρυμα, εφόσον η εισηγμένη εταιρία έχει ενημερώσει το Χ.Α. ότι έχει λάβει από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ειδοποίηση περί πίστωσης των δικαιωμάτων προτίμησης στους λογαριασμούς των δικαιούχων στο Σύστημα Άυλων Τίτλων.

♦ Η λήξη της διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών του Χ.Α. πραγματοποιείται 4 εργάσιμες ημέρες πριν τη λήξη της άσκησης των δικαιωμάτων. Στο διάστημα αυτό επιτρέπεται μόνο η κατάρτιση συναλλαγών μεθόδου 6-1, 6-2, 6-3 εφόσον η εκκαθάρισή τους γίνεται τουλάχιστον μία (1) ημέρα πριν τη λήξη της άσκησης των δικαιωμάτων. [19,20,21]

♦ Παράταση διαπραγμάτευσης και άσκησης των δικαιωμάτων πέραν του αρχικού χρόνου που είχε καθορισθεί, πραγματοποιείται εφόσον η εισηγμένη εταιρία έχει υποβάλει στο Χρηματιστήριο σχετική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας και έχει ενημερώσει σχετικά το επενδυτικό κοινό το αργότερο 5 εργάσιμες ημέρες πριν τη αρχικά προγραμματισμένη λήξη της περιόδου άσκησης των δικαιωμάτων της.

♦ Η εκδότρια εταιρία εντός τριών (3) εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου άσκησης των δικαιωμάτων, αποστέλλει στο Χρηματιστήριο ανακοίνωση για δημοσίευση στο ημερήσιο δελτίο τιμών και την ιστοσελίδα του ΧΑ, με την οποία ενημερώνει για το ποσοστό κάλυψης της αύξησης που προήλθε από την άσκηση των δικαιωμάτων, καθώς και για την ύπαρξη και τον τρόπο διάθεσης τυχόν αδιάθετων μετοχών.

♦ Αν δεν έχει μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή ολοκληρωθεί η διάθεση των τυχόν αδιάθετων μετοχών, η εταιρία οφείλει με νεώτερη ανακοίνωση, που δημοσιεύεται με τον ίδιο ως άνω τρόπο, να ενημερώσει το επενδυτικό κοινό για τη διάθεση τους.

III. <u>Εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών- Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.</u>

Στο τρίτο στάδιο εγκρίνεται από το αρμόδιο όργανο του ΧΑ η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών της εταιρίας, εφόσον:

i. έχουν υποβληθεί από την εκδότρια στο ΧΑ και ελεγχθεί όσον αφορά την πληρότητα τους, τα δικαιολογητικά που προσδιορίζονται από την απόφαση του αρμοδίου οργάνου του Χ.Α.

---

[19] (6-1) Απλό πακέτο (συμπεριλαμβάνονται τα Συμψηφιστικά πακέτα, τα πακέτα με Σύμφωνο Επαναναγοράς, τα πακέτα Ειδικού Διαπραγματευτή).

[20] (6-2)Πακέτο διακανονισμού. Νοείται η ειδική προσυμφωνημένη συναλλαγή με την οποία Μέλος, είτε της αγοράς αξιών (spot), είτε της αγοράς παραγώγων, αγοράζει τίτλους, προκειμένου να καλύψει την υποχρέωση παράδοσης τίτλων στο σύστημα εκκαθάρισης

[21] (6-3)Πακέτο αποκατάστασης. Νοείται η ειδική προσυμφωνημένη συναλλαγή, με την οποία το Μέλος, που διακανόνισε είτε (α) μία συναλλαγή αγοράς με ίδια διαθέσιμα, είτε (β) μία συναλλαγή πώλησης με τίτλους που αγόρασε με σύμφωνο επαναπώλησης μέσω της αγοράς παραγώγων καταρτίζοντας συμβόλαιο επαναγοράς ειδικού τύπου (STRAs), πωλεί προς ή αγοράζει από τον επενδυτή τους τίτλους που αφορούσε η παραπάνω αρχική συναλλαγή αγοράς ή πώλησης.

ii. η εταιρία διαθέτει μετά την ολοκλήρωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου επαρκή διασπορά των μετοχών της, σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

- Η διασπορά κρίνεται επαρκής για την Κατηγορία στην οποία έχει εισαχθεί η εταιρία, σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί, με βάση το ποσοστό που κατανέμεται ή είναι κατανεμημένο στο ευρύ επενδυτικό κοινό και τον αριθμό των προσώπων στα οποία κατανέμονται ή είναι κατανεμημένες οι μετοχές.
- Για την επάρκεια της διασποράς στην περίπτωση αυτή δεν λαμβάνονται αναγκαίως υπ'όψιν τα ίδια ποσοτικά κριτήρια διασποράς, αλλά η επάρκεια της διασποράς εκτιμάται κατά περίπτωση λαμβανομένων υπόψη και των δεδομένων που έχουν προκύψει από τη διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρίας
- Εάν κατά την εξέταση της διασποράς διαπιστωθεί ότι η εταιρία δεν έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της στο ευρύ επενδυτικό κοινό, παρέχεται χρονική προθεσμία 45 ημερών για την επίτευξη διασποράς τουλάχιστον 10% σε μετόχους όπου ο καθένας κατέχει ποσοστό μικρότερο του 2%.
- Εάν και στο διάστημα αυτό δεν επιτευχθεί επαρκής διασπορά, τότε οι μετοχές της εταιρίας μεταφέρονται στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών.

Η έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών πραγματοποιείται, εφόσον η εταιρία έχει αποστείλει ανακοίνωση μέσω του συστήματος «ΕΡΜΗΣ» σχετικά με την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, έτσι ώστε να έχει δημοσιευθεί στο ημερήσιο δελτίο τιμών και στην ιστοσελίδα του ΧΑ, το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.

Προθεσμίες εισαγωγής και έναρξης διαπραγμάτευσης

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να αιτηθεί την έναρξη της διαπραγμάτευσης και άσκησης των δικαιωμάτων εντός διαστήματος 10 εργασίμων ημερών από την ημερομηνία αποκοπής.

Όσον αφορά τις νέες μετοχές, η εκδότρια εταιρία οφείλει να προσκομίσει στο ΧΑ τα δικαιολογητικά που απαιτούνται για την έγκριση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών, εντός 5 εργασίμων ημερών από την ημερομηνία τελικής κάλυψης. Σε περίπτωση μερικής κάλυψης της αύξησης του μετοχικού

κεφαλαίου, ο παραπάνω χρονικός περιορισμός υπολογίζεται από την ημερομηνία έγκρισης των πρακτικών της νέας Γενικής Συνέλευσης από το αρμόδιο υπουργείο.

Σε κάθε περίπτωση, η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει τις νέες μετοχές της προς διαπραγμάτευση εντός 5 εργασίμων ημερών από την έγκριση εισαγωγής από το Χ.Α.

3.3 Νόμος και συμπληρωματικός Κανονισμός της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων περί ενημερωτικού δελτίου

Η ελληνική νομοθεσία ορίζει στον νόμο 3401 όλα τα θέματα που άπτονται του ενημερωτικού δελτίου σε πλήρη αρμονία με τον συμπληρωματικό κανονισμό των της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

Ενημερωτικό δελτίο

Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει όλες τις πληροφορίες οι οποίες, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών που αποτελούν το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς ή της εισαγωγής για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, είναι απαραίτητες προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν με εμπεριστατωμένο τρόπο να αξιολογούν τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις, την οικονομική κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημιές και τις προοπτικές του εκδότη και του τυχόν εγγυητή, καθώς και τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σε αυτές τις κινητές αξίες. Επίσης περιλαμβάνει περιληπτικό σημείωμα, το οποίο περιέχει συνοπτικά τις σημαντικότερες πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο.

Την ευθύνη για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο φέρουν τόσο ο εκδότης, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή των κινητών αξιών για διαπραγμάτευση ανάλογα με την περίπτωση, τόσο τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των παραπάνω προσώπων καθώς και οι ανάδοχοι ή σύμβουλοι. Από την άλλη πλευρά, οι ελάχιστες πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι οι εξής: υπεύθυνα πρόσωπα, νόμιμοι ελεγκτές, επιλεγμένες χρηματοοικονομικές πληροφορίες, παράγοντες κινδύνου, πληροφορίες για τον εκδότη, επισκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, οργανωτική διάρθρωση, ακίνητα – εγκαταστάσεις – εξοπλισμός, εξέταση

χρηματοοικονομικής κατάστασης και αποτελεσμάτων, κεφάλαια, ερευνα και ανάπτυξη - διπλώματα ευρεσιτεχνίας - άδειες εκμετάλλευσης, πληροφορίες για τις τάσεις, προβλέψεις ή εκτιμήσεις κερδών, διοικητικά – διαχειριστικά - εποπτικά όργανα και ανώτερα διοικητικά στελέχη, αμοιβή και οφέλη, τρόπος λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου, υπάλληλοι, κύριοι μέτοχοι, συναλλαγές με συνδεόμενα μέρη, χρηματοοικονομικές πληροφορίες για τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις του εκδότη, την χρηματοοικονομική του θέση και τα αποτελέσματα του, πρόσθετες πληροφορίες, πληροφορίες από τρίτους-γνωμοδοτήσεις εμπειρογνωμόνων-δηλώσεις συμφερόντων, σημαντικές συμβάσεις, έγγραφα στη διάθεση του κοινού, πληροφορίες για τις συμμετοχές.

Το ενημερωτικό δελτίο δημοσιεύεται μόνο μετά την έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η τελευταία κοινοποιεί στον εκδότη, στον προσφέροντα ή στο πρόσωπο που ζητά την εισαγωγή κινητών αξιών για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά την απόφασή της σχετικά με την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από την υποβολή σε αυτή του ενημερωτικού δελτίου για έγκριση. Μετά την έγκρισή του, το ενημερωτικό δελτίο κατατίθεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και καθίσταται διαθέσιμο στο κοινό το συντομότερο δυνατό από τον εκδότη, τον προσφέροντα ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Το ενημερωτικό δελτίο διατίθεται στο κοινό με δημοσίευση που γίνεται με έναν από τους παρακάτω τρόπους:

i. με καταχώριση σε μία ή περισσότερες εφημερίδες εθνικής ή ευρείας κυκλοφορίας,

ii. σε έντυπη μορφή που τίθεται στη διάθεση του κοινού δωρεάν στα γραφεία της οργανωμένης αγοράς ή του εκδότη και στα γραφεία των αναδόχων ή συμβούλων που διαθέτουν ή πωλούν τις κινητές αξίες,

iii. σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα του εκδότη καθώς και, εφόσον υφίσταται, στην ιστοσελίδα των αναδόχων ή συμβούλων που διαθέτουν ή πωλούν τις κινητές αξίες,

iv. σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της οργανωμένης αγοράς στην οποία ζητείται η εισαγωγή για διαπραγμάτευση,

v. σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από την 1.1.2007

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύεται η μεθοδολογία «ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων» (event study methodology) που ακολουθείται προκειμένου να υπολογιστούν οι επιδράσεις επί των τιμών των μετοχών από ανακοινώσεις πραγματικής αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης. Όπως ακριβώς και στην πλειοψηφία της διεθνούς βιβλιογραφίας, εξετάζεται κατά βάση η μεταβολή της τιμής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρίας να εκδώσει νέες μετοχές. Αν υποτεθεί ότι η ελληνική κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική, τότε οι πληροφορίες σχετικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να παρατηρηθούν κατά την ημέρα της ανακοίνωσης και όχι μετά από αυτήν αφού μόνο την ημερομηνία ανακοίνωσης μεταδίδονται νέες πληροφορίες. Οι υπό εξέταση ανακοινώσεις, λοιπόν, λαμβάνονται από τις κάτωθι ημερομηνίες:

i) Την ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση των μετόχων και στην οποία αναφέρεται ως θέμα η πραγματική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

ii) Την ημερομηνία συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου που αποφάσισε να προτείνει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

Το ερευνητικό ενδιαφέρον όμως επεκτείνεται και στην ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο. Εδώ, εξετάζεται όχι μόνο η αντίδραση των τιμών των μετοχών αλλά και η επίδραση της τιμής έκδοσης σε αυτές. Έτσι, θέτοντας ως σημείο αναφοράς και την ημερομηνία εισαγωγής, το φάσμα της έρευνας για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου γίνεται το μεγαλύτερο δυνατό.

Ανεξαρτήτως ημερομηνίας, για να βρεθούν οι τυχόν επιδράσεις των ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών, πρέπει να οριστεί ένα μέτρο σύγκρισης βάσει του οποίου θα μετρώνται οι αποκλίσεις των υφιστάμενων αποδόσεων από αυτές που θα ανέκυπταν αν δεν είχαν ενσωματώσει μια νέα πληροφορία. Ένα τέτοιο μέτρο σύγκρισης είναι η «κανονική» ή «αναμενόμενη» απόδοση η οποία υπολογίζεται με έναν από τους παρακάτω τρόπους.

Ακολούθως αναφέρεται ο τρόπος εκτίμησης των έκτακτων, δηλαδή των μη-αναμενόμενων αποδόσεων καθώς και της διερεύνησης της στατιστικής σημαντικότητας αυτών. Επίσης περιγράφεται η μεθοδολογία των διαστρωματικών παλινδρομήσεων η οποία απομονώνει τις τυχόν επιδράσεις συγκεκριμένων παραγόντων επί των μη-κανονικών αποδόσεων των μετοχών.

4.1 Υπολογισμός της αντίδρασης των τιμών των μετοχών σε νέες πληροφορίες

Προκειμένου να μετρηθεί η επίδραση από την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου αυτή καθαυτή, πρέπει πρώτα να απομονωθούν οι μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές των μετοχών από γεγονότα που δε σχετίζονται με τη συγκεκριμένη ανακοίνωση. Προφανώς σε μια τυπική ημέρα συναλλαγών γίνονται γνωστές μια πλειάδα πληροφοριών που μπορεί να επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών και να μην εμπεριέχονται στην ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Επομένως θα ήταν αν μη τι άλλο λανθασμένο να αποδοθούν στην τελευταία.

Επιλέγουμε δύο μεγέθη που να μετρούν το μεν πρώτο την πραγματική απόδοση της μετοχής, δηλαδή αυτή που παρατηρείται και το δε δεύτερο την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής , δηλαδή αυτή που θα παρατηρούνταν αν δεν είχε ανακοινωθεί η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η διαφορά μεταξύ της πραγματικής και της αναμενόμενης απόδοσης είναι η μη-αναμενόμενη ή αλλιώς έκτακτη απόδοση η οποία οφείλεται αποκλειστικά στην ανακοίνωση.

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

όπου,

e_{it} : η μη-αναμενόμενη ή έκτακτη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t

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

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

Εν πρώτοις πρέπει να προσδιορισθεί η μη-παρατηρηθείσα αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t, $E(R_{it})$, έτσι ώστε να υπολογιστεί ακολούθως η μη-κανονική απόδοση, e_{it}, των μετοχών σε ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών. Αυτό μπορεί να γίνει με τη βοήθεια διάφορων υποδειγμάτων που έχουν κατά καιρούς προταθεί, τα πιο διαδεδομένα εκ των οποίων θα περιγραφούν παρακάτω.

4.1.1 Το υπόδειγμα της αγοράς

Το υπόδειγμα της αγοράς θεωρεί ότι οι αποδόσεις των μετοχών εξαρτώνται από την απόδοση της αγοράς και κατά ένα μέρος από την ίδια την επιχείρηση.

$$R_{it} = a_i + \beta_i + R_{mt} + e_{it} \qquad (2)$$

όπου,

i = 1,…….,N

t = 1,…….,M

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

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

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

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

e_{it} : υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i κατά την ημέρα t που έχει κανονική κατανομή, μέσο μηδέν (0) και διακύμανση σταθερή στο χρόνο.

Ο δείκτης R_{mt} αντιπροσωπεύει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς το οποίο εμπεριέχει όλες τις μετοχές σταθμισμένες ανάλογα με την αξία τους στην αγορά. Εύλογα κάποιος θα σκεφτόταν ότι αντ'αυτού θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ο

δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Με μια πιο προσεκτική προσέγγιση όμως φαίνεται ότι δεν είναι το πιο αντιπροσωπευτικό μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου αφού δεν περιέχει τα διανεμηθέντα μερίσματα. Επιπλέον είναι αρκετά συχνά τα φαινόμενα της έλλειψης συναλλαγών επί καθημερινής βάσης καθώς και των ετεροχρονισμένων συναλλαγών που οδηγούν σε σοβαρά οικονομετρικά προβλήματα κατά τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα. Ένα μεροληπτικό β δεν αποδίδει σωστά τις ευαισθησίες των μετοχών στις μεταβολές της αγοράς. Επομένως, για να αποφευχθούν τα ανωτέρω προβλήματα, χρησιμοποιείται ο σταθμικός με αγοραίες αξίες δείκτης συνολικής απόδοσης χρηματιστηριακής αγοράς.

Στο τεχνικό κομμάτι τώρα, για να υπολογιστούν οι συντελεστές α_i και β_i για κάθε μετοχή του δείγματος, εκτελείται μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ R_{it} και R_{mt} παίρνοντας 150 ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση της σύγκλισης Γενικής Συνέλευσης. Ο στόχος δηλαδή είναι, τα προς επεξεργασία στοιχεία να βρίσκονται εκτός της περιόδου του γεγονότος. Έπειτα, αφαιρώντας τις αναμενόμενες από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις, βρίσκονται οι μη-κανονικές αποδόσεις, e_{it} .

$$e_{it} = R_{it} - [\alpha_i + \beta_i R_{mt}] \qquad (3)$$

όπου,

$[\alpha_i + \beta_i R_{mt}]$: η κανονική απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t

e_{it} : η μη-κανονική απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t

Με την παραπάνω αφαίρεση απομονώνονται οι επιδράσεις των μεταβολών της αγοράς αλλά όχι και των άλλων γεγονότων πλην της ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Για να επιτευχθεί και αυτό πρέπει να συμπεριληφθεί ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων. Ο τελευταίος είναι αποτελεσματικός καθώς εξουδετερώνει γεγονότα που αφορούν μεν την ίδια επιχείρηση αλλά είναι μη σχετικά εφόσον δε συνέβησαν την ίδια χρονική στιγμή για όλες τις υπό εξέταση μετοχές. Για κάθε μια από τις 61 ημέρες που αποτελούν το δείγμα, η μέση μη-κανονική απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

$$\overline{AR} = \overline{e_t} = \frac{\sum_{i=1}^{N} e_{it}}{N} \quad (4)$$

όπου,

t = -50,-49,-48,…….,0,+1,+2,……,+10

N = ο αριθμός των μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη ημέρα

Για να ολοκληρωθεί η διαδικασία, πρέπει να υπολογιστούν και οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις όπως φαίνεται στον τύπο (5) για το ίδιο φάσμα των 61 ημερών. Θέτοντας δηλαδή ως ημέρα 0 την ημερομηνία της ανακοίνωσης, λαμβάνονται υπόψιν 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση και 10 ημέρες μετά (t = -50,-49,-48,…….,0,+1,+2,……,+10).

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

Θα ήταν επίσης επιθυμητό, προκειμένου να εξαχθούν όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστα αποτελέσματα, να υπολογιστεί και η μέση αθροιστική μη-κανονική απόδοση δύο ημερών λόγω του ετεροχρονισμού που διακρίνεται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Πράγματι, παρατηρείται συχνά το φαινόμενο να δίνεται στις εφημερίδες η πληροφορία την προηγούμενη ημέρα και να δημοσιεύεται την επόμενη. Αν οι συναλλαγές στο Χρηματιστήριο έχουν ολοκληρωθεί, τότε η αντίδραση όντως θα είναι εμφανής στο χρόνο t = 0. Διαφορετικά πρέπει να εστιαστεί ο χρόνος t = -1. Αντίστοιχα, μπορούν να βρεθούν και οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις έξι και έντεκα ημερών.

$$CAR(-1,0) = \overline{AR}_{-1} + \overline{AR}_0$$

$$\text{CAR(-5,0)} = \overline{AR}_{-5} + \overline{AR}_0 \quad (6)$$

$$CAR(-10,0) = \overline{AR}_{-10} + \overline{AR}_0$$

4.1.2 Το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης

Βάσει αυτής της μεθοδολογίας υπολογίζεται εν πρώτοις ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής i για διάστημα 201 ημερών που αποτελείται από 150 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης και 50 ημέρες που έπονται αυτής. Έπειτα με τον παρακάτω τύπο βρίσκεται η μέση μη-κανονική απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t.

$$e_{it} = R_{it} - \overline{R}_{\mathrm{i}} \qquad (7)$$

όπου,

$$\overline{R}_{\mathrm{i}} = \frac{\sum_{-200}^{-51} R_{it}}{150}$$

Οι μη-κανονικές αποδόσεις που ευρέθησαν χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης ($\overline{\mathrm{AR}}$) και του αθροιστικού μέσου των μη-κανονικών αποδόσεων (CAR) όπως δείχθηκε νωρίτερα με τους τύπους (4) και (5).

4.1.3 Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης.

Σύμφωνα με αυτήν τη μεθοδολογία λαμβάνεται υπόψιν το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και γίνεται η υπόθεση ότι οι αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές. Αφαιρώντας το χαρτοφυλάκιο της αγοράς από την πραγματοποιηθείσα απόδοση βρίσκεται η μη-κανονική απόδοση η οποία με τη σειρά της χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της μέσης μη-κανονικής απόδοσης ($\overline{\mathrm{AR}}$) και του αθροιστικού μέσου των μη-κανονικών αποδόσεων (CAR) .

$$e_{it} = R_{it} - \mathrm{R_{mt}} \qquad (8)$$

4.1.4 Έλεγχος για στατιστικά σημαντικές αποδόσεις

Αφού γίνει ο υπολογισμός της μέσης μη-κανονικής απόδοσης ($\overline{\text{AR}}$) και του αθροιστικού μέσου των μη-κανονικών αποδόσεων (CAR) πρέπει να ελεγθεί η στατιστική σημαντικότητα τους. Στην ουσία εξακριβώνεται αν διαφέρουν ή όχι στατιστικά από το μηδέν με τη συνδρομή των κατωτέρω στατιστικών συντελεστών t (t-statistics) :

$$\text{Στατιστικός t}(\overline{AR}) = \frac{\overline{AR}}{S(\overline{AR_t})} \qquad (9)$$

$$\text{Στατιστικός t(CAR)} = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * S(\overline{AR_t})} \qquad (10)$$

όπου,

$S(\overline{AR_t})$: η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού

$T = t_2 - t_1 + 1$: όπου t_1 είναι η πρώτη μέρα της περιόδου που υπολογίζεται το (CAR) και t_2 η τελευταία μέρα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΔΕΙΓΜΑ

Ακολούθως περιγράφονται όλες οι συνιστώσες του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται το εύρος του, τα χαρακτηριστικά που το διακρίνουν, οι πηγές συλλογής του και η πλέον κατάλληλη μεθοδολογία που επιλέχθηκε βάσει των ιδιομορφιών του.

Η περίοδος, λοιπόν, που βρίσκεται υπό εξέταση εκτείνεται από το 2005 έως το 2009. Μέσα σε αυτήν την πενταετία πραγματοποιήθηκαν 66 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Πίνακας 2.

Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 2005-2009.

Ο πίνακας περιλαμβάνει τον αριθμό των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης που πραγματοποιήθηκαν ανά τα έτη 2005-2009.

Έτος	Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης
2005	10
2006	6
2007	28
2008	9
2009	13
Σύνολο	**66**

Όπως φαίνεται και στον πίνακα 2 υπήρξε μια έξαρση κατά το έτος 2007 με 28 πραγματικές αυξήσεις με δικαιώματα προτίμησης. Το νούμερο είναι εντυπωσιακό καθώς αποτελεί σχεδόν το μισό μέγεθος του δείγματος. Τα υπόλοιπα χρόνια οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου βρίσκονται περίπου στο ίδιο επίπεδο το οποίο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μέτριο αφού προσεγγίζει και κάποιες φορές ξεπερνά

ελαφρά τη δεκάδα. Με ακρίβεια τα ποσά παρουσιάζονται παραπάνω στον πίνακα 2. Επίσης, στον πίνακα 3 «μεταφράζονται» οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε ευρώ (€) και παρουσιάζονται τα συνολικά κεφάλαια που οι εταιρίες κατάφεραν να αντλήσουν ανά έτος. Οι πληροφορίες βάσει των οποίων κατασκευάστηκαν οι τελευταίοι, αντλήθηκαν από τα ετήσια αρχεία και τις εκδόσεις του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Πίνακας 3.

Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης εκφρασμένες σε ευρώ (€) και συνολικά αντληθέντα κεφάλαια για την περίοδο 2005-2009.

Ο πίνακας δείχνει ανά έτος τα χρηματικά ποσά των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου 2005-2009 και τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν.

Έτος	Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε €	Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια
2005	2.004.407.305	2.139.342.573
2006	783.396.490,5	3.076.028.479
2007	1.733.482.524	9.911.951.115
2008	208.595.007,8	299.322.601
2009	3.096.226.479,07	4.533.570.271
Σύνολο	**7.826.107.807**	**19.960.215.039**

Όπως ήταν αναμενόμενο, το 2007 αντλήθηκαν τα περισσότερα κεφάλαια. Το παράδοξο όμως είναι ότι η χρονιά που συγκέντρωσε τα μεγαλύτερα συνολικά ποσά από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου είναι το 2009 και όχι το 2007. Από την άλλη πλευρά, το φτωχότερο σε αυξήσεις έτος είναι το 2008, χωρίς να εμφανίζει αξιοσημείωτη ροή κεφαλαίων. Προφανώς η διαφορά που παρατηρείται στα μεγέθη των δύο στηλών του πίνακα 3 οφείλεται στην έκδοση μετοχών σε τιμή υψηλότερη της ονομαστικής. Η τελευταία ονομάζεται «Διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο» και λογιστικά εμπίπτει στον αντίστοιχο λογαριασμό. Παρατηρούμε ότι σωρευτικά και για τα πέντε έτη, η διαφορά ανέρχεται στα 12.134.107.232 €, ένα ποσό

διόλου ευκαταφρόνητο. Αυτό σημαίνει ότι το επενδυτικό κοινό συμμετείχε στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης και μάλιστα ήταν διατεθειμένο να αγοράσει - τις περισσότερες φορές - τις νεοεκδιδόμενες μετοχές πιο ακριβά από την ονομαστική τους αξία.

Πίνακας 4.

Κλαδική ανάλυση αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης.

Στον πίνακα απεικονίζονται ανά κλάδο οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2005-2009 εκφρασμένες σε αριθμούς και σε ευρώ (€) καθώς και τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν.

Κλάδος	Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης	Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε €	Συνολικά αντληθέντα κεφάλαια
Τράπεζες	15	5.661.179.991,2	11.680.445.568,7
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	8	129.098.196,1	145.142.702
Τεχνολογία	7	76.623.176	133.110.077
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	6	159.831.942,1	214.156.747
Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	5	720.683.982,1	5.509.674.044
Υγεία	5	563.568.551	1.371.326.827
Ταξίδια & Αναψυχή	3	172.607.790,8	223.001.783
Τρόφιμα & Ποτά	3	33.330.190,58	33.330.190,6
Εμπόριο	3	5.193.500,1	21.779.503
Ασφάλειες	2	134.095.933,2	147.732.897
Ακίνητη Περιουσία -	2	101.308.251	354.354.467
Πρώτες Ύλες	2	42.640.692,26	73.710.012,3
Χημικά	2	21.170.170,2	21.899.175,3
Μέσα Ενημέρωσης	2	2.261.375,36	20.494.785,1
Πετρέλαιο & Αέριο -	1	2.514.065	10.056.260

Στον πίνακα 4 αναλύονται περαιτέρω οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης αλλά αυτήν τη φορά όχι στο φάσμα του χρόνου. Η κατανομή γίνεται βάσει των επίσημων κλάδων του Χρηματιστηρίου Αθηνών τόσο από πλευράς αριθμών όσο και συνολικών ποσών εκφρασμένων σε ευρώ (€).

Ο κλάδος στον οποίο σημειώνονται οι περισσότερες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και αντλείται το μεγαλύτερο ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων, είναι μακράν οι τράπεζες. Τα μεγέθη όμως στη συνέχεια δεν εξελίσσονται με τον ίδιο τρόπο. Για παράδειγμα, ο κλάδος των προσωπικών και οικιακών αγαθών παρόλο που σημειώνει οχτώ αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και είναι δεύτερος μετά τις τράπεζες, συγκεντρώνει λιγότερα χρήματα από τον κλάδο των ασφαλειών που έχουν προβεί σε αύξηση μόλις δύο φορές.

Δυστυχώς, το συνολικό δείγμα που έχει περιγραφεί παραπάνω δε συμπεριελήφθη στο ακέραιο στο στάδιο της επεξεργασίας για την παραγωγή εμπειρικών αποτελεσμάτων. Από τις 66 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που σημειώθηκαν κατά την περίοδο 2005-2009 εξαιρέθηκαν 8 για τις οποίες δε βρέθηκαν οι ημερομηνίες ανακοίνωσης και εισαγωγής, 7 διότι οι ιστορικές τιμές τους δεν ήταν διαθέσιμες και ακόμα 1 που ήταν σε εξέλιξη. Το τελικό δείγμα απεικονίζεται στον πίνακα 5 και αποτελείται από 50 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης.

Πίνακας 5.

Τελικό δείγμα

Ο πίνακας δείχνει τον αριθμό των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης που πραγματοποιήθηκαν καθ'όλη την εξεταζόμενη περίοδο 2005-2009 και τον αριθμό αυτών που τελικά συμπεριελήφθησαν στο δείγμα.

Έτος	**Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης**	**Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου προς επεξεργασία**
2005	10	5
2006	6	5
2007	28	23
2008	9	5
2009	13	12
Σύνολο	**66**	**50**

Στο τελικό, πλέον, δείγμα διεξάγεται μια ακόμα ανάλυση σχετικά με τη διαμόρφωση της τιμής των νέων μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο σε σύγκριση με την τιμή στην οποία εκδόθηκαν. Ανάλογα, κατατάσσονται στην κατηγορία των «υποτιμημένων» ή των «υπερτιμημένων» μετοχών. «Υποτιμημένη» ορίζεται η μετοχή της οποίας η τιμή έκδοσης είναι χαμηλότερη από την τιμή κλεισίματος κατά την ημερομηνία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο. Αντίστροφα, μια τιμή έκδοσης υψηλότερη από την τιμή κλεισίματος κατά την ημερομηνία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο ορίζει την «υπερτιμημένη» μετοχή.

Πίνακας 6.

Σύγκριση της τιμής έκδοσης των νέων μετοχών σε σχέση με την τιμή κλεισίματος κατά την ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών .

Ο πίνακας δείχνει τον αριθμό των μετοχών που εντάσσονται στην κατηγορία των «υπερτιμημένων», των «υποτιμημένων» και των «σταθερών» μετοχών. Η κατάταξη γίνεται ανάλογα με τη διαμόρφωση της τιμής τους την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο σε σχέση με την τιμή στην οποία εκδόθηκαν.

Αξιολόγηση μετοχών	Αριθμός μετοχών
«Υπερτίμηση»	10
«Υποτίμηση»	38
«Σταθερότητα»	2

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι από τις 50 νέες εκδόσεις μετοχών που συμπεριλαμβάνονται στο προς εξέταση δείγμα οι 10 ήταν «υπερτιμημένες», οι 38 «υποτιμημένες» και 2 δεν παρουσίασαν καμία μεταβολή. Πιο αναλυτικά, στους πίνακες 7,8 φαίνεται το μέγεθος της «υπερ/υποτίμησης». Όσον αφορά την «υποτίμηση», σε παραπάνω από τις μισές περιπτώσεις η διαφορά μεταξύ τιμής έκδοσης και τιμής εισαγωγής φθάνει μέχρι €1,00. Συναντώνται όμως και 5 περιπτώσεις όπου η απόκλιση ξεπερνά τα €3,00. Από την άλλη πλευρά, δεν εμφανίζονται αντίστοιχες ακραίες τιμές στο πεδίο της «υπερτίμησης». Οι

περισσότερες εκ των «υπερτιμημένων» μετοχές αποκλίνουν από την τιμή έκδοσης περίπου στα €0,30.

Πίνακας 7.

Αξιολόγηση του μεγέθους της «υποτίμησης» εκφρασμένη σε ευρώ (€).

Στον πίνακα χωρίζονται οι υποτιμημένες μετοχές αναλόγως του ποσού της «υποτίμησης» τους. Η μέτρηση γίνεται σε χρηματικούς όρους και συγκεκριμένα σε ευρώ.

Τάξεις υποτίμησης εκφρασμένες σε ευρώ (€)	**Αριθμός μετοχών**
0,01-0,30	14
0,31-1,00	12
1,01-2,00	5
2,01-3,00	2
3,01 και άνω	5
Σύνολο	38

Πίνακας 8.

Αξιολόγηση του μεγέθους της «υπερτίμησης» εκφρασμένη σε ευρώ (€).

Στον πίνακα χωρίζονται οι υποτιμημένες μετοχές αναλόγως του ποσού της «υπερτίμησής» τους. Η μέτρηση γίνεται σε χρηματικούς όρους και συγκεκριμένα σε ευρώ.

Τάξεις υπερτίμησης εκφρασμένες σε ευρώ (€)	**Αριθμός μετοχών**
0,01-0,30	4
0,31-1,00	2
1,01-2,00	2
2,01-3,00	1
3,01 και άνω	1
Σύνολο	10

Για τις ανάγκες του ανωτέρω αναλυθέντος δείγματος κατά την ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων (event study) χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της «προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης» καθώς αξιολογήθηκε ως η πλέον κατάλληλη. Το «υπόδειγμα της αγοράς» και η μεθοδολογία της «μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης» απορρίφθηκαν καθώς δεν είναι σε θέση να αντιλαμβάνονται τις μεταβολές που συμβαίνουν στην αγορά την ίδια χρονική στιγμή που το δείγμα δέχεται την επίδραση της ανακοίνωσης για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Οι ιστορικές τιμές του δείγματος που ήταν απαραίτητες για την περαιτέρω επεξεργασία του, συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων Datastream. Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης και εισαγωγής αντλήθηκαν από τα δελτία τύπου των υπό εξέταση εταιριών τα οποία είναι αναρτημένα στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών σε συνδυασμό με τις ανακοινώσεις των ιδίων δικτυακών τόπων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ακολούθως περιγράφονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν έπειτα από την επεξεργασία του δείγματος βάσει της μεθοδολογίας «προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης». Το κεφάλαιο χωρίζεται σε δύο μέρη καθώς εξετάζονται διαφορετικά θέματα. Στο πρώτο μέρος ερευνάται η επίδραση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση και κατά την εισαγωγή των νέων μετοχών. Στο δεύτερο μέρος και πάλι αντικείμενο έρευνας είναι οι τιμές των μετοχών, αλλά αυτή τη φορά ελέγχεται η επίδραση της τιμής έκδοσης κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο.

6.1 Αντίδραση των τιμών των μετοχών στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης και την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο.

Η υπό εξέταση μηδενική υπόθεση είναι η ύπαρξη μηδενικών μη-κανονικών αποδόσεων τόσο κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης όσο και κατά την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Εφόσον ως σημεία αναφοράς θέτονται δύο ημερομηνίες, το ίδιο δείγμα εξετάζεται από διαφορετικές σκοπιές για τη περίοδο t = -10 έως t = +10 γύρω από το εκάστοτε γεγονός. Έτσι, λοιπόν, στους πίνακες 9 και 10 στην πρώτη στήλη περιλαμβάνεται το χρονικό διάστημα σε όρους ημερών γύρω από την κατά περίπτωση εξεταζόμενη ημερομηνία η οποία τίθεται ως t = 0. Στη δεύτερη στήλη αναφέρεται ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος που είχαν έγκυρες αποδόσεις τη συγκεκριμένη ημέρα και στην τρίτη στήλη αντίστοιχα καταγράφεται η αναλογία αρνητικών προς θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Η τέταρτη στήλη εμπεριέχει τη μέση μη-κανονική απόδοση (AR), η πέμπτη στήλη την αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση (CAR) και η έκτη στήλη τη στατιστική t για τη μέση μη-κανονική απόδοση. Φυσικά και τα τρία μεγέθη έχουν υπολογιστεί ανά ημέρα.

Εξαίρεση αποτελούν οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις δύο, έξι και έντεκα ημερών οι οποίες απεικονίζονται μαζί με τις στατιστικές t που τις συνοδεύουν στη βάση του κάθε πίνακα.

Αρχικά, φαίνεται και από τους δύο πίνακες ότι και τα γεγονότα της ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και εισαγωγής των νέων μετοχών αφήνουν αδιάφορες τις τιμές των μετοχών. Αναλυτικά, ο πίνακας 9 δείχνει ότι την ημερομηνία ανακοίνωσης η μέση μη-κανονική απόδοση είναι αρνητική (AR= -0,00217) και στατιστικά μη-σημαντική (t(AR)=-0,37711). Οι αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις δύο, έξι και έντεκα ημερών είναι θετικές (CAR(-1,0)=0,00046, CAR(-5,0)=0,01259, CAR(-10,0)=0,08171) αλλά στατιστικά σημαντική είναι μόνο η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση έντεκα ημερών (t(CAR(-10,0)) = 4,28974) σε επίπεδο σημαντικότητας μάλιστα 1%. Σαφώς υπάρχει ένδειξη ότι η αύξηση είχε γίνει γνωστή πριν την επίσημη ανακοίνωσή της καθώς στο ίδιο συμπέρασμα οδηγούν και οι στατιστικά σημαντικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις κατά την όγδοη (AR=0,07686) και τρίτη ημέρα (AR=0,01038) πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Η αρχική εντύπωση συνεπώς αντικρούεται και προκειμένου να εξαχθεί ένα συμπέρασμα με σύνεση, πρέπει να ληφθεί υπ'όψιν η ύπαρξη διαρροής πληροφόρησης ή ανεπίσημων πληροφοριών στον τύπο που δεν κατέστη δυνατό να βρεθούν. Μια ισχυρά στατιστικά σημαντική, θετική, αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση έντεκα ημερών καταδεικνύει ότι αν μη τι άλλο η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σηματοδοτεί θετικό νέο.

Όσον αφορά τη μέση μη-κανονική απόδοση κατά την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, είναι αρνητική (AR=-0,00499) και στατιστικά μη-σημαντική (t(AR)=-0,47018) όπως φαίνεται από τον πίνακα 10. Ακριβώς το ίδιο ισχύει και για τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις δύο (CAR(-1,0)=-0,00499), έξι (CAR(-5,0)= -0,02379) και έντεκα ημερών (CAR(-10,0)= -0,01836). Το γεγονός ότι δε βρίσκονται στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις δηλώνει ότι οι τιμές των μετοχών δεν επηρεάζονται την ημέρα που θέτονται σε κυκλοφορία οι νέες μετοχές. Οι επενδυτές δεν αντιδρούν στο γεγονός ότι διαπραγματεύεται μεγαλύτερος αριθμός μετοχών. Επομένως, όλη η πληροφόρηση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ενσωματώνεται την ημερομηνία της ανακοίνωσης.

Πίνακας 9.

Μη-κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης.

Ο πίνακας δείχνει τον αριθμό των αρνητικών και των θετικών παρατηρήσεων, ημερήσιες μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AR), αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAR) και στατιστικές t(AR) για κάθε ημέρα στην περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης.

Περίοδος	N	Αρνητικές/ Θετικές	AR	CAR	t(AR)	
-10	50	25/25	-0,00278	-0,00278	-0,48330	
-9	50	26/24	0,00143	-0,00134	0,24949	
-8	50	19/31	0,07686	0,07552	13,38360	***
-7	50	26/24	0,00126	0,07677	0,21871	
-6	50	24/26	-0,00765	0,06912	-1,33251	
-5	50	30/20	-0,00714	0,06198	-1,24319	
-4	50	27/23	0,00420	0,06618	0,73077	
-3	50	19/31	0,01038	0,07656	1,80751	**
-2	50	25/25	0,00469	0,08124	0,81595	
-1	50	25/25	0,00263	0,08387	0,45754	
0	50	28/22	-0,00217	0,08171	-0,37711	
1	50	26/24	-0,00341	0,07830	-0,59343	
2	50	30/20	-0,00399	0,07431	-0,69398	
3	50	34/16	-0,00723	0,06708	-1,25944	
4	50	30/20	-0,00813	0,05895	-1,41544	
5	50	28/22	-0,00111	0,05785	-0,19256	
6	50	25/25	0,00610	0,06394	1,06180	
7	50	27/23	0,00708	0,07103	1,23352	
8	50	25/25	-0,00333	0,06770	-0,58019	
9	50	28/22	-0,00168	0,06602	-0,29207	
10	50	24/26	0,00218	0,06820	0,38002	

Αθροιστική Μέση Μη-Κανονική Απόδοση (CAR)		t-Statistic	
(CAR-1,0) =	0,00046	0,05688	
(CAR-5,0) =	0,01259	0,89466	
(CAR-10,0) =	0,08171	4,28974	***

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

Πίνακας 10.

Μη-κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο πίνακας δείχνει τον αριθμό των αρνητικών και των θετικών παρατηρήσεων, ημερήσιες μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AR), αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAR) και στατιστικές t(AR) για κάθε ημέρα στην περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Περίοδος	N	Αρνητικές/ Θετικές	AR	CAR	t(AR)
-10	50	27/23	-0,00077	-0,00077	-0,07221
-9	50	23/27	-0,00292	-0,00368	-0,27456
-8	50	21/29	0,00938	0,00569	0,88261
-7	50	28/22	0,00079	0,00648	0,07392
-6	50	29/21	-0,00105	0,00543	-0,09862
-5	50	27/23	-0,00400	0,00143	-0,37681
-4	50	24/26	0,00225	0,00368	0,21163
-3	50	32/18	-0,00826	-0,00459	-0,77792
-2	50	28/22	-0,00238	-0,00696	-0,22362
-1	50	28/22	-0,00640	-0,01336	-0,60225
0	50	27/23	-0,00499	-0,01836	-0,47018
1	50	25/25	-0,00046	-0,01882	-0,04336
2	50	27/23	0,00241	-0,01641	0,22660
3	50	23/27	0,00749	-0,00892	0,70497
4	50	29/21	-0,00258	-0,01150	-0,24272
5	50	23/27	0,00042	-0,01108	0,03993
6	50	30/20	-0,00955	-0,02062	-0,89863
7	50	24/26	0,00333	-0,01729	0,31360
8	50	28/22	-0,00307	-0,02036	-0,28893
9	50	30/20	-0,00719	-0,02755	-0,67729
10	50	20/30	0,01005	-0,01751	0,94580

Αθροιστική Μέση Μη-Κανονική Απόδοση (CAR)			**t-Statistic**
(CAR-1,0)	=	-0,01139	-0,75832
(CAR-5,0)	=	-0,02379	-0,91413
(CAR-10,0)	=	-0,01836	-0,52102

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

6.2 Επίδραση της τιμής έκδοσης στην τιμή των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο.

Σύμφωνα με τους *Brealey, Myers, Allen* " Εφόσον η επιχείρηση καταφέρει επιτυχώς να πουλήσει τις νέες μετοχές, η τιμή έκδοσης στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης είναι αδιάφορη.".[22] Για να ελεγχθεί αν ισχύει η παραπάνω θεωρία στο υπό εξέταση δείγμα, το τελευταίο χωρίζεται σε δύο κατηγορίες: στις «υποτιμημένες» και στις «υπερτιμημένες» μετοχές. Λόγω του ότι βρέθηκαν μόλις 10 «υπερτιμημένες» μετοχές, επιλέχθηκαν αντίστοιχα οι 10 «υποτιμημένες» μετοχές με τις πιο ακραίες τιμές από το σύνολο των 38. Για καθεμία κατηγορία ξεχωριστά διεξάγεται ανάλυση τα αποτελέσματα της οποίας απεικονίζονται στους πίνακες 11 και 12. Η διαμόρφωσή τους συμπίπτει με αυτή των πινάκων 9 και 10.

Χωρίς αμφιβολία, η μέση μη-κανονική απόδοση (AR=0,00240) των «υποτιμημένων» μετοχών κατά την ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι στατιστικά μη-σημαντική (t(AR)= 0,28529). Αντιθέτως, η αντίστοιχη μέση μη-κανονική απόδοση (AR=-0,02322) των «υπερτιμημένων» μετοχών είναι στατιστικά σημαντική (t(AR)=-1,65787) σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Το συμπέρασμα που εξάγεται από τα παραπάνω ευρήματα είναι ότι όταν οι επενδυτές αγοράζουν τις νέες μετοχές σε τιμή χαμηλότερη από την τρέχουσα κατά την ημερομηνία εισαγωγής, ενδεχομένως αναμένουν μια καλή πορεία για τη μελλοντική τιμή της και γι'αυτό δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές μεταβολές στις αποδόσεις. Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές που διαπιστώνουν ότι οι μετοχές που αγόρασαν είναι «υπερτιμημένες», φοβούμενοι πιθανόν μια περαιτέρω μείωση στις τιμές, προβαίνουν στην πώλησή τους. Επομένως οι αποδόσεις ακολουθούν καθοδική πορεία.

Κατ'επέκταση η αγορά φαίνεται να είναι μη αποτελεσματική εφόσον κατά *Brealey, Myers, Allen* οι μη-κανονικές αποδόσεις θα έπρεπε να είναι και στις δύο περιπτώσεις στατιστικά μη-σημαντικές.

[22] Βλέπε "Principles of Corporate Finance" (Ninth Edition).

Πίνακας 11.

Μη-κανονικές αποδόσεις των «υποτιμημένων» μετοχών γύρω από την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο πίνακας δείχνει τον αριθμό των αρνητικών και των θετικών παρατηρήσεων, ημερήσιες μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AR), αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAR) και στατιστικές t(AR) για κάθε ημέρα στην περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών για το δείγμα των «υποτιμημένων» μετοχών.

Περίοδος	N	Αρνητικές/ Θετικές	AR	CAR	t(AR)	
-10	10	5/5	0,00142	0,00142	0,16915	
-9	10	3/7	-0,00179	-0,00037	-0,21286	
-8	10	3/7	0,01021	0,00984	1,21545	
-7	10	4/6	0,01282	0,02266	1,52666	
-6	10	7/3	-0,01375	0,00891	-1,63718	
-5	10	5/5	-0,00119	0,00772	-0,14145	
-4	10	5/5	-0,00679	0,00094	-0,80820	
-3	10	4/6	0,00679	0,00773	0,80880	
-2	10	3/7	0,00902	0,01675	1,07386	
-1	10	6/4	-0,00393	0,01282	-0,46784	
0	10	5/5	0,00240	0,01522	0,28529	
1	10	6/4	-0,00285	0,01236	-0,33963	
2	10	5/5	0,00079	0,01316	0,09425	
3	10	6/4	-0,00018	0,01297	-0,02156	
4	10	6/4	-0,00656	0,00641	-0,78160	
5	10	4/6	-0,00172	0,00469	-0,20437	
6	10	7/3	-0,01690	-0,01221	-2,01245	**
7	10	5/5	0,00055	-0,01166	0,06581	
8	10	7/3	-0,00852	-0,02017	-1,01426	
9	10	6/4	-0,00570	-0,02588	-0,67908	
10	10	4/6	0,00501	-0,02087	0,59618	

Αθροιστική Μέση Μη-Κανονική Απόδοση (CAR)		t-Statistic
(CAR-1,0) =	-0,00153	-0,12908
(CAR-5,0) =	0,00630	0,30638
(CAR-10,0) =	0,01522	0,54625

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

Πίνακας 12.

Μη-κανονικές αποδόσεις των «υπερτιμημένων» μετοχών γύρω από την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο πίνακας δείχνει τον αριθμό των αρνητικών και των θετικών παρατηρήσεων, ημερήσιες μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (AR), αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις (CAR) και στατιστικές t(AR) για κάθε ημέρα στην περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών για το δείγμα των «υπερτιμημένων» μετοχών.

Περίοδος	N	Αρνητικές/ Θετικές	AR	CAR	t(AR)	
-10	10	6/4	-0,01059	-0,01059	-0,75623	
-9	10	5/5	0,00225	-0,00834	0,16064	
-8	10	6/4	-0,00456	-0,01291	-0,32569	
-7	10	6/4	-0,00272	-0,01563	-0,19432	
-6	10	5/5	0,00134	-0,01428	0,09588	
-5	10	7/3	-0,01558	-0,02986	-1,11204	
-4	10	4/6	0,00333	-0,02653	0,23786	
-3	10	6/4	-0,01032	-0,03685	-0,73658	
-2	10	7/3	-0,01643	-0,05328	-1,17294	
-1	10	3/7	0,01257	-0,04071	0,89730	
0	10	7/3	-0,02322	-0,06394	-1,65787	**
1	10	6/4	-0,00324	-0,06718	-0,23134	
2	10	6/4	-0,00963	-0,07680	-0,68708	
3	10	4/6	0,00059	-0,07621	0,04186	
4	10	5/5	-0,00303	-0,07924	-0,21594	
5	10	6/4	-0,00725	-0,08649	-0,51740	
6	10	7/3	-0,01578	-0,10227	-1,12661	
7	10	3/7	0,01991	-0,08236	1,42107	
8	10	6/4	-0,02192	-0,10428	-1,56490	
9	10	5/5	0,01013	-0,09415	0,72345	
10	10	6/4	-0,00779	-0,10194	-0,55630	

Αθροιστική Μέση Μη-Κανονική Απόδοση (CAR)		t-Statistic
(CAR-1,0) =	-0,01065	-0,53781
(CAR-5,0) =	-0,04965	-1,44695
(CAR-10,0) =	-0,06394	-1,37609

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν η αξιολόγηση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης. Για την εξυπηρέτηση αυτού του σκοπού χρησιμοποιήθηκαν δύο ημερομηνίες: η ημερομηνία ανακοίνωσης και η ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών. Επιπλέον, ελέγχθηκε η επίδραση της τιμής έκδοσης στην τιμή των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των νεοεκδοθείσων μετοχών στο Χρηματιστήριο. Οι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκε αυτό θέμα είναι πρώτον, η απουσία ομόφωνων συμπερασμάτων σχετικά με την επενέργεια της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στις τιμές των μετοχών, παρόλο που έχουν γραφτεί διεθνώς πολλές σελίδες για αυτό το ζήτημα και δεύτερον, η παρέλευση δεκατριών ετών από τη διεξαγωγή της τελευταίας εμπειρικής μελέτης στην Ελλάδα.

Η έρευνα εκπονήθηκε για την περίοδο 2005-2009 και αφορούσε 50 επιχειρήσεις που προέβησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από ένα αρχικό δείγμα 66 εκδόσεων δικαιωμάτων προτίμησης. Η μεθοδολογία που επιλέχθηκε ήταν η «ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων» (event study methodology), ενώ για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της αγοράς.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι τα δικαιώματα προτίμησης στην Ελλάδα προκαλούν θετικές, στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις χαρακτηρίζοντας τις ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ως «καλό νέο». Ενσωματώνουν μάλιστα όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση τη συγκεκριμένη ημέρα καθιστώντας την ημερομηνία εισαγωγής αδιάφορη από τη σκοπιά δημιουργίας μη-κανονικών αποδόσεων. Ταυτόχρονα, εντοπίστηκαν ενδείξεις διαρροής πληροφόρησης ή ανεπίσημων ανακοινώσεων στον τύπο. Αυτά τα ευρήματα συμφωνούν με την περασμένη έρευνα που είχε διεξαχθεί για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά (Tsangarakis (1996)). Όσον αφορά την επίδραση της τιμής έκδοσης στην τιμή των μετοχών κατά την ημερομηνία εισαγωγής των νέων μετοχών, βρέθηκε ότι η πρώτη δεν την επηρεάζει εφόσον είναι μικρότερη της τρέχουσας κατά

την ημέρα της πρώτης διαπραγμάτευσης. Αντιθέτως, όταν συναντώνται φαινόμενα «υπερτίμησης», η τιμή των μετοχών παρουσιάζει πτώση.

Σύμφωνα λοιπόν με τα εξαγόμενα της παρούσας μελέτης, φαίνεται ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά «υποδέχεται θερμά» τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης. Εφόσον οι συνθήκες δε μεταβληθούν, μια καλή επενδυτική απόφαση είναι η συμμετοχή σε αυτές. Όμως, λόγω του ότι υπάρχουν ενδείξεις ότι η αγορά δεν είναι αποτελεσματική και αναμένεται καθοδική πορεία κατά την εισαγωγή για τις μετοχές που πωλήθηκαν «ακριβά» σε σχέση με την τρέχουσα τιμή εκείνης της ημέρας, οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπ'όψιν και το μέγεθος της πιθανής «υποτίμησης».

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Ευθύμογλου, (1996). "*Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως*." Τεύχος Β, Πειραιάς.

Ευθύμογλου, (2001). "*Χρηματοοικονομική Λογιστική*." Πειραιάς.

Παπάς, (1998). "*Χρηματοοικονομική Λογιστική – Θεωρητικά και Πρακτικά Θέματα*." Τόμος Β, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα.

Χέβας, (1997). "*Ειδικά λογιστικά και φορολογικά θέματα εταιριών*." Εκδόσεις Σμπίλιας «Το Οικονομικό», Αθήνα.

Β. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Adaoglu, (2006). "Market reaction to 'unsweetened' and 'sweetened' rights offerings in an emerging European stock market". *Journal of Multinational Financial Management*, **16**, 249-268.

Balachandran, Faff, Nguyen (2006). "Alternative methods of rights offerings and ownership structure.- Evidence from Australia." Working paper. Monash University, Melbourne.

Bigelli, (1998). "The quasi-split effect, active insiders and the Italian market reaction to equity rights issues." *European Financial Management*, **4**, 185-206.

Brealey, Myers, Allen (Ninth Edition). "Principles of Corporate Finance." Mc Graw Hill.

Brown, Warner, (1980). "Measuring security price performance." *Journal of Financial Economics*, **June**, 205-258.

Brown, Warner, (1985). "Using daily stock returns: The case of event studies." *Journal of Financial Economics,* **March**, 3-31.

Cai, (1998). "The long-run performance following Japanese rights issues." *Applied Financial economics,* **8**, 419-434.

Dhatt, Kim, Mukherji, (1996). "Seasoned equity issues: The Korean experience." *Pacific-Basin Finance Journal*, **4**, 31-43.

Eckbo, Masulis (1992). "Adverse selection and the rights offer paradox." *Journal of*

Financial Economics, **32**, 293-332.

Eckbo, (2008). "Equity issues and the disappearing rights offer phenomenon." *Journal of Applied Corporate Finance*, **20**, number 4.

Gebhardt, Heiden, Daske, (2001). "Determinants of capital market reactions to seasoned equity offers by German corporations." Working paper. Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Frakfurt am Main.

Ho, (2005). "Long-horizon abnormal performance following rights issues and placings: Additional evidence from the U.K. market." *Review of Financial Economics*. **14**, 25-45.

Kabir, Roosenboom, (2002). "Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues." Working paper.Rotterdam School of Management, The Netherlands.

Llorca, Martin-Ugedo, (2004). "Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights." *International Review of Financial Analysis*, **13**, 191-215.

Loderer, Zimmerman, (1988). "Stock offerings in a different institutional setting. The Swiss case, 1973-1983." *Journal of Banking and Finance*, **12**, 353-378.

Marisetty, Marsden, Veeraraghavan, (2008). "Price reactions to rights issues in the Indian capital market." *Pacific-Basin Finance Journal*, **16**, 316-340.

Marsden, (2000). "Shareholder wealth effects of rights issues: Evidence from the New Zealand capital market." *Pacific-Basin Finance Journal*, **8**, 419-442.

Marsh, (1979). "Equity rights issues and the efficiency of the UK stock market." The *Journal of Finance*, **34**, 839-862.

Pike, Neale, (1999). "Corporate Finance and Investment Decision and Strategies." Prentice Hall.

Ross, Westerfield, Jaffe, (2002). "Corporate Finance." Mc Graw-Hill Companies.

Smith, (1977). "Aternative methods for raising capital: rights vs. underwritten offerings." *Journal of Financial Economics*, **5**, 273-307.

Tan, Chng, Tong, (2002). "Private placements and rights issues in Singapore." *Pacific- Basin Finance Journal*, **10**, 29-54.

Tsangarakis, (1996). "Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets: Evidence from rights offerings in Greece." *Financial Management*, **28**, 21-32.

Ursel, (2006). "Rights offerings and corporate financial condition." *Financial Management*, **Spring,** 31-52.

Van Horne, (1983). "Fundamentals of Financial Management." Prentice Hall.

Wang, Wei, Pruitt, (2006). "An analysis of the share price and accounting performance of rights offerings in China." *Pacific-Basin Finance Journal*, **14**, 49-72,

Watson, Head, (1998). "Corporate Finance- Principles of Practice." Prentice Hall.