ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΠΣ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΑΛΚΑΝΑ ΔΕΣΠΟΙΝΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: κ. Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ & κ. Π. ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ

2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή 3

2. Ανασκόπηση Μελετών Περιόδου Διακράτησης 7

2.1 Μελέτες για Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής 7

2.2 Μελέτες για τη Μεγάλη Βρετανία 14

2.3 Μελέτες για Γαλλία/Γερμανία 15

3. Θεσμικό Πλαίσιο 17

4. Διατύπωση Δεσμευτικών Δηλώσεων αρχικών μετόχων 20

4.1 Δεσμευτικές Δηλώσεις σε ΝΕ.Χ.Α. 20

4.2 Δεσμευτικές Δηλώσεις σε Κύρια/Παράλληλη αγορά 2000-2003 20

4.3 Δεσμευτικές Δηλώσεις σε Κύρια/Παράλληλη αγορά 2003-2005 21

5. Δείγμα και Μεθοδολογία 22

5.1 Περιγραφή Δείγματος 22

5.2 Μεθοδολογία 25

5.2.1Έκτακτη Απόδοση 25

- Market Model 26
- Mean Adjusted Model 27
- Market Adjusted Model 27

5.2.2 Έκτακτος Όγκος 28

5.3 Προβλήματα χρήσης ημερησίων δεδομένων 28

6. Εμπειρικά Αποτελέσματα 30

6.1 Εμπειρικά Αποτελέσματα έκτακτης απόδοσης και όγκου συναλλαγών 6 μήνες μετά IPO 30

6.2 Εμπειρικά Αποτελέσματα έκτακτης απόδοσης και όγκου συναλλαγών 1 έτος μετά IPO 43

6.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα έκτακτης απόδοσης και όγκου συναλλαγών 2 έτη μετά IPO 53

7. Σύνοψη και Συμπεράσματα 64

Βιβλιογραφία 69

Παράρτημα 72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην αρχική δημόσια εγγραφή, οι μέτοχοι προ δημόσιας εγγραφής (Δ.Ε.) πωλούν ένα ποσοστό των μετοχών της ιδιοκτησίας τους, που κυμαίνεται στο 15-30% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ανάλογα με την αγορά που εισέρχονται. Η περίοδος διακράτησης μετοχών είναι η χρονική περίοδος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, κατά την οποία οι μέτοχοι προ Δ.Ε. της εταιρείας δεσμεύονται να μην πωλήσουν τις μετοχές τους ή ένα ποσοστό των μετοχών αυτών. Η ημερομηνία αποδέσμευσης των μετοχών είναι η ημέρα μετά την πάροδο της οποίας, οι μέτοχοι προ Δ.Ε. είναι ελεύθεροι -εφόσον το επιθυμούν- να προβούν σε πώληση των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους. Τόσο η διάρκεια της περιόδου δέσμευσης των μετοχών, όσο και το ποσοστό δέσμευσης του εκάστοτε αρχικού μετόχου αναγράφονται στο ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας και επομένως, είναι εξ αρχής γνωστά στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Η βασική αιτία της ύπαρξης περιόδου δέσμευσης μετοχών είναι ο περιορισμός της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μετόχων προ Δ.Ε. της εταιρείας και του επενδυτικού κοινού. Οι μέτοχοι προ Δ.Ε. της εταιρείας είναι πιθανόν να διαθέτουν εσωτερικές πληροφορίες για την πραγματική αξία της εταιρείας, τα μελλοντικά κέρδη και τις δραστηριότητές της, ιδίως εάν πρόκειται για νεοϊδρυθείσα εταιρεία, όπου τα στοιχεία είναι περισσότερο αβέβαια. Επομένως, οι μέτοχοι προ Δ.Ε. της εταιρείας διακρατώντας τις μετοχές τους για ένα δεδομένο χρονικό διάστημα αποδεικνύουν ότι ενδιαφέρονται για την οικονομική ευρωστία της εταιρείας καθώς αυτό συμπίπτει και με τα δικά τους οφέλη. Τα στελέχη της εταιρείας μέσω της περιόδου δέσμευσης σηματοδοτούν ότι δεν θα προσπαθήσουν να εκμεταλλευτούν κάποια εσωτερική αρνητική πληροφόρηση που έχουν για την εταιρεία. Επιπλέον, διακρατώντας το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία στηρίζουν την τιμή της μετοχής μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, εξυπηρετώντας και το έργο των αναδόχων (Field & Hanka, (2001)). Με τον τρόπο αυτό δίνεται χρονικό περιθώριο στο ευρύ επενδυτικό κοινό να αξιολογήσει περισσότερο εμπεριστατωμένα την πραγματική αξία της εταιρείας και κατ' επέκταση και την τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο (Yung & Zender (2005)).

Η μελέτη της περιόδου δέσμευσης μετοχών και κυρίως της ημερομηνίας αποδέσμευσης παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς ενδέχεται να έχει αντίκτυπο στην αγορά των μετοχών. Αναλυτικότερα, την ημέρα αποδέσμευσης των μετοχών, οι μέτοχοι προ Δ.Ε. έχουν τη δυνατότητα να πωλήσουν τις μετοχές τους, που αποτελούν ένα μεγάλο μερίδιο του συνόλου των μετοχών, συντελώντας σε μια απότομη αύξηση του αριθμού των μετοχών υπό κυκλοφορία. Βασικό κίνητρο πώλησης αποτελεί η διαφοροποίηση του κινδύνου. Την ημέρα αποδέσμευσης παρατηρείται από τους ερευνητές (Brav & Gompers (1999), Brandley (2000), Ofek & Richardson (2000), Field & Hanka (2001)) που μελέτησαν την περίοδο δέσμευσης, δραματική αύξηση του όγκου συναλλαγών και εξίσου απότομη μείωση της τιμής της μετοχής που αποδεσμεύεται και εν κατακλείδι παρουσιάζει αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση. Η έκτακτη υπερβάλλουσα απόδοση εξηγείται κυρίως από την καθοδική κλίση της καμπύλης ζήτησης και από μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες πωλήσεις μετοχών από τους αρχικούς μετόχους (Field & Hanka (2001)). Επομένως, οι μελέτες δείχνουν ότι η πραγματικότητα έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, καθώς η πληροφόρηση θα έπρεπε να ενσωματώνεται στην τιμή κατά την αρχική δημόσια εγγραφή και την χρονική περίοδο έως την ημερομηνία αποδέσμευσης (Fama (1991)).

Το Ενημερωτικό Δελτίο είναι διαθέσιμο σε όλους τους ενδιαφερόμενους επενδυτές και δημοσιεύεται πριν από την διενέργεια της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Καθώς το Ενημερωτικό Δελτίο της εταιρείας αναφέρει την περίοδο δέσμευσης κάθε μετόχου και τον αριθμό των δεσμευμένων μετοχών, οι επενδυτές είναι ενήμεροι για την απότομη αυτή αύξηση του όγκου συναλλαγών της υπό κυκλοφορία μετοχής την ημερομηνία αποδέσμευσης και θα αναμέναμε -εφόσον θεωρούνται ορθολογικοί επενδυτές- να έχουν ήδη ενσωματώσει την πληροφόρηση αυτή στην τιμή της μετοχής. Η μελέτη της περιόδου διακράτησης, επομένως, αποτελεί και ένα μέσο ελέγχου εάν η αγορά είναι αποτελεσματική ή όχι, καθώς στην αποτελεσματική αγορά όλες οι δημοσιευμένες πληροφορίες για την εταιρεία ενσωματώνονται στην τιμή της μετοχής. Κάποιες εταιρείες στα ενημερωτικά τους δελτία αναφέρουν τις έντονες διακυμάνσεις που παρατηρούνται στην αγορά των μετοχών την ημέρα αποδέσμευσης, προκειμένου οι επενδυτές να είναι πλήρως ενημερωμένοι για τη μελλοντική πορεία της τιμής της μετοχής.

Εάν κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδέσμευσης των μετοχών παρατηρείται σημαντική πτώση της τιμής, βάσει κάποιων δεδομένων μεταβλητών, κάποιος επενδυτής θα μπορούσε να επωφεληθεί πωλώντας τις μετοχές του πριν από την περίοδο αποδέσμευσης. Επιπλέον, κάποιος επενδυτής που δεν κατέχει μετοχές της συγκεκριμένης εταιρείας μπορεί να προβεί σε αγορά μετοχών κατά τη διάρκεια περιόδου αποδέσμευσης και να επωφεληθεί εφόσον η τιμή επανέλθει στα προηγούμενα επίπεδα.

Στη Μεγάλη Βρετανία και στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, η περίοδος δέσμευσης δεν υπαγορεύεται από τη νομοθεσία, αλλά αποτελεί μια συμφωνία μεταξύ των μετόχων προ Δ.Ε. και του αναδόχου. Επιβάλλεται, όμως, από τη Νομοθεσία να γίνεται σαφής αναφορά των μελλοντικών προθέσεων των μετόχων για τις προς πώληση μετοχές στο ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας. Η πλειοψηφία των εταιρειών προβαίνουν σε συμφωνίες περιόδου δέσμευσης των μετοχών, μολονότι είναι προαιρετικό. Η διάρκεια της περιόδου δέσμευσης διαφέρει μεταξύ των δύο χωρών: Στη Μεγάλη Βρετανία κυμαίνεται μεταξύ 158 και 1.095 ημερών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή και η ημερομηνία αποδέσμευσης συμπίπτει χρονικά με την ανακοίνωση ενός εταιρικού αποτελέσματος, όπως για παράδειγμα την ανακοίνωση τριμηνιαίων κερδών της εταιρείας (Espenlaub, Goergen, Khurshed (2002)). Αντίθετα, στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής το διάστημα είναι περισσότερο τυποποιημένο γύρω από τις 180 ημέρες και τις ημέρες γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης των μετοχών φροντίζουν να μην υπάρχει κάποια εταιρική πληροφόρηση, προκειμένου να εξετάζουν το φαινόμενο που παρατηρείται χωρίς τα αποτελέσματα να δέχονται επιρροές και από άλλους ενδεχόμενους παράγοντες (Ofek & Richardson (2000)). Η Γαλλική Νομοθεσία αφήνει το περιθώριο επιλογής μεταξύ δέσμευσης α) 100% των μετοχών για 6 μήνες ή β) 80% μετοχών για 1 χρόνο. Όταν υπάρχει συγκέντρωση μετοχών σε λίγα άτομα επιλέγεται το πρώτο. Εάν υπάρχει εταιρεία venture capital δεσμεύονται όλοι οι μέτοχοι. Σύμφωνα με τη Γερμανική Νομοθεσία γίνεται δέσμευση 100% των μετοχών για 6 μήνες -χωρίς η εταιρεία να μπορεί να εκδώσει άλλες μετοχές μέσα στους 6 μήνες (Goergen (2004)).

Στην Ελλάδα, η δέσμευση των μετοχών από τους μετόχους προ Δ.Ε., ιδιοκτησίας άνω του 20% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, έγινε υποχρεωτική με νόμο που τέθηκε

σε ισχύ στα τέλη του 2000 για τις εταιρείες της Κύριας και Παράλληλης αγοράς. Ο νόμος, όμως, αυτός καταργήθηκε το έτος 2003, και τίθεται πλέον στην ευχέρεια κάθε εταιρείας εάν οι μέτοχοι προ Δ.Ε. θα προβούν σε δέσμευση των μετοχών τους. Όσον αφορά της εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α., η δέσμευση είναι υποχρεωτική βάσει Νομοθεσίας από το 1999 για μετόχους προ Δ.Ε. με ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου.

Σκοπός της μελέτης που θα επακολουθήσει είναι η συμπεριφορά τόσο της τιμής όσο και του όγκου συναλλαγών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την ημερομηνία αποδέσμευσης. Θα μελετήσουμε την συμπεριφορά της τιμής της μετοχής κατά την αποδέσμευση στο πρώτο εξάμηνο, στο πρώτο αλλά και στο δεύτερο έτος. Επιπλέον θα εξετάσουμε τη συμπεριφορά της τιμής και του όγκου συναλλαγών στο σύνολο του δείγματος, αλλά και ανά αγορά εισαγωγής των μετοχών, καθώς και βάσει υποχρεωτικής ή προαιρετικής διακράτησης.

Η εργασία ακολουθεί την εξής δομή: Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται μια συνοπτική ανασκόπηση των βασικότερων εργασιών που μελετούν το θέμα της περιόδου διακράτησης. Στο κεφάλαιο 3 εξετάζουμε το θεσμικό πλαίσιο βάσει της Ελληνικής Νομοθεσίας στο ζήτημα της δέσμευσης μετοχών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Στο κεφάλαιο 4 γίνεται μια παρουσίαση των δεσμευτικών δηλώσεων των αρχικών μετόχων στο ενημερωτικό δελτίο με βάση το δείγμα που έχουμε λάβει. Το κεφάλαιο 5 παρουσιάζει το δείγμα αλλά και τη μεθοδολογία, η οποία ακολουθείται. Το κεφάλαιο 6 αφορά τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης μας για την περίοδο δέσμευσης των μετοχών με βάση το υπόδειγμα της αγοράς γύρω από την αποδέσμευση στους έξι μήνες, στο ένα έτος αλλά και στα δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Στο κεφάλαιο 7 συνοψίζονται τα αποτελέσματα της εργασίας. Το παράρτημα εμφανίζει τα αποτελέσματα της αποδέσμευσης των μετοχών με βάση το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης απόδοσης ως προς το δείκτη αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται συνοπτικά τα βασικότερα σημεία μελετών που ασχολούνται με τη διακράτηση μετοχών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Γίνεται αναφορά στα αποτελέσματα των μελετών και στα πορίσματα στα οποία κατέληξαν οι συγγραφείς αυτών.

2.1 Μελέτες για Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Οι Brav & Gompers (2000) λαμβάνουν δείγμα 1.948 U.S. αρχικών δημοσίων εγγραφών περιόδου 1988-1996. Παρατηρούν μέση υπερβάλλουσα απόδοση (Average Abnormal Return- AAR) -1.2% την ημερομηνία αποδέσμευσης, μεγαλύτερη για εταιρείες με μεγάλο ποσοστό δεσμευμένων μετοχών και εταιρείες που στηρίζονται από venture capital. Εταιρείες με venture capital έχουν πτώση τιμής μεγαλύτερη κατά 2% από τις υπόλοιπες εταιρείες. Αν οι αγορές ήταν αποτελεσματικές δεν θα είχαμε πτώση τιμών την ημέρα αποδέσμευσης ακόμη και με την υπόθεση ότι η καμπύλη ζήτησης για τις μετοχές είναι καθοδική. Οι έχοντες εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να δείξουν την καλή ποιότητα της εταιρείας μέσω: υποτίμησης, μεγάλου μεγέθους δεσμευμένων μετοχών και περιόδου διακράτησης. Οι εταιρείες με venture capital θα διαθέσουν την ημέρα αποδέσμευσης μεγαλύτερο αριθμό μετοχών στο κοινό και αυτό έχει επίπτωση στην απόδοση και στον όγκο συναλλαγών. Οι μεγάλες εταιρείες, εταιρείες με venture capital, και εταιρείες με καλής φήμης αναδόχους έχουν κατά μέσο όρο μικρότερες χρονικά περιόδους διακράτησης. Η αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση αυξάνεται όσο αυξάνεται το ποσοστό των δεσμευμένων μετοχών. Ερμηνεία της υπερβάλλουσας απόδοσης δίνει η αρνητική κλίση της καμπύλης ζήτησης. Εάν η ζήτηση δεν είναι πλήρως ελαστική, τότε η αύξηση της προσφοράς μετοχών θα μειώσει την τιμή τους. Οι ευκαιρίες arbitrage δεν είναι κερδοφόρες καθώς δεν το επιτρέπουν τα κόστη συναλλαγών και ο περιορισμένος αριθμός μετοχών υπό κυκλοφορία. Εταιρείες με μεγάλη πτώση τιμών έχουν και εντονότερη αύξηση του όγκου συναλλαγών. Ο πλέον καθοριστικός παράγοντας για τον έντονο όγκο συναλλαγών είναι η στήριξη από venture capital εταιρείες. Οι οικονομικοί αναλυτές είναι πιο αισιόδοξοι στις μελέτες τους για κέρδη των εταιρειών την περίοδο

κοντά στην ημερομηνία αποδέσμευση μετοχών. Οι εταιρείες «φουσκώνουν» τα κέρδη τους προ της αποδέσμευσης και επομένως και τις προσδοκίες των αναλυτών.

Με τη μελέτη των Brav & Gompers καταπιάστηκαν οι Yung & Zender (2005), εξετάζοντας δείγμα 5.564 εταιρειών στο διάστημα 1988-2004. Σύμφωνα με τους μελετητές, η διάρκεια της περιόδου δέσμευσης καθορίζεται ώστε να επιλύσει έναν ηθικό κίνδυνο ή ένα πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης. Λέγοντας ηθικό κίνδυνο εννοούμε την πώληση μετοχών σε μια όχι καλά πληροφορημένη αγορά για την αξία της εταιρείας και της μετοχής, ώστε η μετοχή να μην πωληθεί στην αληθινή της αξία. Η διάρκεια διακράτησης και η υποτίμηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σχετίζονται θετικά για όσες εταιρείες η περίοδος διακράτησης σχετίζεται με πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης ενώ υφίσταται μηδενική συσχέτιση για εταιρείες που η περίοδος δέσμευσης σχετίζεται με πρόβλημα ηθικού κινδύνου. Η διαφοροποίηση αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η υποτίμηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής οφείλεται σε ασύμμετρη πληροφόρηση και όχι σε πρόβλημα ηθικού κινδύνου. Η ύπαρξη εταιρείας venture-capital και αναδόχου καλής φήμης σηματοδοτούν ηθικό πρόβλημα, καθώς αποκλείουν την ασύμμετρη πληροφόρηση, ενώ η αρχική εγγραφή της εταιρείας κατά το διάστημα 1999-2000 σηματοδοτεί πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης. Καταλήγουν σε αρνητική συσχέτιση μεταξύ διάρκειας δέσμευσης και ποσοστού κεφαλαίου που κατέχουν οι εσωτερικά πληροφορημένοι μετά την αρχική δημόσια εγγραφή (IPO) για εταιρείες με ηθικό πρόβλημα και μηδενική συσχέτιση των ιδίων μεταβλητών για εταιρείες με ασύμμετρη πληροφόρηση.

Τα αποτελέσματα της μελέτης του Gao (2005), που εξετάζει την περίοδο 1993-2002 δείγμα 2.422 κοινών U.S μετοχών σε IPO, είναι προς την ίδια κατεύθυνση με την μελέτη των Brav & Gompers. Η κατά μέσο όρο υποτίμηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι 23,16%. Όταν τελειώνει η περίοδος διακράτησης των μετοχών, ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία αυξάνεται και ως συνέπεια η τιμή πέφτει, και παρατηρείται μια μόνιμη αύξηση του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσής τους. Εάν οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, συμπεριλαμβάνουν την πληροφορία αυτή στην αρχική τιμή της μετοχής στην IPO. Η πτώση της τιμής της μετοχής παρέχει ενδείξεις ότι η αγορά δεν

είναι αποτελεσματική. Οι μικροεπενδυτές είναι αγοραστές ενώ οι μεγαλοεπενδυτές είναι πωλητές στην περίοδο προ αποδέσμευσης των μετοχών. Οι εταιρείες ανακοινώνουν αισιόδοξα τριμηνιαία κέρδη, που πείθουν τους μικροεπενδυτές να αγοράσουν μετοχές. Επομένως, πιθανή ερμηνεία είναι το noise trading. Οι δεσμευμένες μετοχές είναι διπλάσιες κατά μέσο όρο από τις αδέσμευτες. Εξετάζει τη πιθανότητα συναλλαγών λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης χρησιμοποιώντας εκτιμητή μεγίστης πιθανοφάνειας. Συγκρίνει ασύμμετρη πληροφόρηση πριν και μετά τη στιγμή αποδέσμευσης. Οι μετοχές με venture capital έχουν μεγαλύτερη πτώση της τιμής και μεγαλύτερη αύξηση του όγκου συναλλαγών. Η μεγαλύτερη πτώση τιμής μπορεί να οφείλεται σε πρόωρες πωλήσεις των μετοχών από τις εταιρείες venture capital, εφόσον επιτραπεί από τον ανάδοχο. Την ημέρα αποδέσμευσης, οι μετοχές πωλούνται κυρίως για λόγους διαφοροποίησης.

Σύμφωνα με τους Bradley, Jordan, Roten, & Yi (2001) λαμβάνοντας δείγμα 2.529 U.S. εταιρειών μεταξύ 1988-1997, βρίσκουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις κυρίως για εταιρείες που στηρίζονται από εταιρεία venture-capital, εταιρείες που το αντικείμενο παραγωγής τους σχετίζεται με την τεχνολογία (high-tech), εταιρείες με περίοδο διακράτησης μικρότερη από 180 ημέρες, εταιρείες με καλή πορεία της μετοχής μετά την IPO, εταιρείες με μεγάλο όγκο συναλλαγών (high volume), εταιρείες με αναδόχους καλής φήμης, εταιρείες με μεγάλο ποσοστό των μετοχών να είναι δεσμευμένες την περίοδο διακράτησης και τέλος εταιρείες με μεσαίο προς μεγάλο μέγεθος (μετράται με συνολική χρηματιστηριακή αξία και είναι περίεργο καθώς οι μικρές εταιρείες θεωρούνται πιο επικίνδυνες, αλλά ερμηνεύεται καθώς οι μεγάλες εταιρείες έχουν μεγαλύτερη υπερτίμηση στην τιμή της μετοχής). Τα συμπεράσματα είναι ότι οι τιμές των μετοχών πέφτουν απότομα (2%) κατά το διάστημα γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης και η πτώση αυτή είναι μόνιμη. Πιο συγκεκριμένα, μέση έκτακτη απόδοση (AAR) –0.74% και αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (CAAR) –1.39% στο διάστημα (-1,+1).

Την ίδια χρονική περίοδο (1988-1997) εξετάζουν και οι Field & Hanka (2001) λαμβάνοντας δείγμα 1.948 U.S. μετοχές εταιρειών. Όταν λήγει η περίοδος διακράτησης παρατηρείται υπερβάλλουσα απόδοση (AAR) -1,5%, αύξηση του όγκου συναλλαγών

80% την επομένη της ημέρας αποδέσμευσης και 40% μόνιμα. Οι παρατηρήσεις είναι περισσότερο εμφανείς όταν υφίσταται στήριξη από εταιρεία venture capital. Η υπερβάλλουσα απόδοση προκαλείται μερικώς από την αρνητική κλίση της καμπύλης ζήτησης, αλλά δεν είναι αρκετά σημαντική ώστε να προσφέρει βραχυπρόθεσμα κέρδη. Οι συνέπειες της αποδέσμευσης είναι πιο έντονες για high-tech εταιρείες και εταιρείες με αναδόχους καλής φήμης. Οι υποθέσεις που εξετάζει είναι εάν οι μη κανονικές αποδόσεις οφείλονται σε α) αύξηση του ποσοστού συναλλαγών στην τιμή πώλησης β) πίεση τιμής λόγω απότομης αύξησης της ποσότητας των μετοχών (που όμως επηρεάζει την τιμή προσωρινά και όχι μόνιμα) γ) ζημία στην αξία λόγω κόστους συναλλαγών (όμως η όποια μικρή αύξηση του κόστους συναλλαγών ενσωματώνεται στο spread, που γίνεται ελαφρώς ευρύτερο) δ) η αρνητική κλίση της καμπύλης ζήτησης. Όταν πωλούν οι ιδιοκτήτες τις μετοχές, το επενδυτικό κοινό κρατάει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών και εφόσον η καμπύλη ζήτησης έχει αρνητική κλίση, η μείωση της τιμής είναι μόνιμη. Η αρνητική απόδοση είναι μεγαλύτερη όταν μεγαλύτερο μέρος των μετοχών είναι δεσμευμένες. Η εκδοχή (δ) εξηγεί κατά ένα μέρος -αν και όχι απόλυτα- την υπερβάλλουσα απόδοση και ε) πωλήσεις των εσωτερικά πληροφορημένων που δείχνουν αρνητική πορεία της εταιρείας. Ο ανάδοχος μπορεί να επιτρέψει πώληση μετοχών προ ημέρας αποδέσμευσης (6% στο δείγμα) χωρίς να ειδοποιηθεί το κοινό, ιδίως εάν στηρίζεται από εταιρεία venture capital με την οποία επιθυμεί καλές σχέσεις.

Στα ίδια αποτελέσματα κατέληξαν και οι Ofek & Richardson (2000) μελετώντας δείγμα 1.053 εταιρειών σε U.S. μεταξύ 1996-1998. Παρατηρείται μόνιμη πτώση στην τιμή της μετοχής τάξης 1,15-3,29% και η αύξηση του όγκου συναλλαγών κατά 38%. Οι περισσότεροι πουλάνε για λόγους διαφοροποίησης κινδύνου. Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν είναι ότι στο 60% των μετοχών η τιμή έπεσε στο τέλος της περιόδου διακράτησης, άρα υπάρχει προβλεψιμότητα και υπάρχει ισχυρή αρνητική σχέση ανάμεσα στην πτώση τιμής και στην αύξηση του όγκου. Θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν την πτώση της τιμής κάνοντας arbitrage όσοι α) έχουν μετοχές και τις πωλήσουν πριν από την στιγμή αποδέσμευσης, επαναγοράζοντάς τες μετά, και β) παίρνουν θέση short κατά την περίοδο διακράτησης και κλείνουν την θέση τους μετά. Όμως, δεν μπορούν να κερδίσουν από το arbitrage κυρίως για λόγους φορολογίας, υψηλού κινδύνου αγοράς

λόγω βραχυχρόνιας διακράτησης, δυσκολία πώλησης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών και όσον αφορά τη β΄ κατηγορία εξαρτάται και από τα spreads που συνήθως δεν αφήνουν περιθώρια για arbitrage. Πιθανές ερμηνείες για την πτώση της τιμής: α) η μακροχρόνια αρνητική κλίση της καμπύλης ζήτησης των μετοχών, όσο πιο απότομη η κλίση της καμπύλης τόσο πιο μεγάλη η πτώση της τιμής της μετοχής β) η πίεση της τιμής, που όμως θα οδηγούσε σε παροδική και όχι μόνιμη πτώση της τιμής και γ) η πληροφόρηση, που όμως δεν υφίσταται καθώς το γεγονός είναι γνωστό εκ των προτέρων και σε όλους.

Σε νέα μελέτη των Ofek, Richardson (2003) σε δείγμα 305 IPOs εταιρειών με κύρια απασχόληση παροχή υπηρεσιών internet από τον Γενάρη 1998 έως Φεβρουάριο 2000, παρατηρήθηκε σημαντική αρνητική επίδραση στην τιμή των μετοχών, τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Η αθροιστική έκτακτη απόδοση (CAAR) στο διάστημα (-10,+10) με t=0 την ημερομηνία αποδέσμευσης, παρουσίασε πτώση της τάξεως 8,6%. Η βασική αιτία είναι ότι μπορούν για πρώτη φορά να πωλήσουν τις μετοχές τους οι "απαισιόδοξοι" μέτοχοι, οι οποίοι δεν αντιλαμβάνονται τις προοπτικές της εταιρείας. Καθώς αυξάνεται ο όγκος συναλλαγών αλλά και η ποσότητα των διαθέσιμων μετοχών, η τιμή πέφτει εκ νέου. Μείωση της έκτακτης απόδοσης της τάξης του 13,8% παρατηρείται και σε μακροχρόνιο ορίζοντα μετά τους 6 μήνες – εξαιρώντας το διάστημα γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης. Επομένως, η πώληση των αρχικών μετόχων λαμβάνει χώρα σταδιακά

Οι Zheng, Ogden & Jen (2002) μελέτησαν δείγμα 5.183 αρχικών δημόσιων εγγραφών μεταξύ 1976-1998. Το 1988 η περίοδος διακράτησης επιβλήθηκε από τη Νομοθεσία. Οι περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι υποτιμημένες ώστε να αυξηθεί το επενδυτικό ενδιαφέρον, να δημιουργηθεί ρευστότητα και να αυξηθεί η αξία των μετοχών. Όσο η ποσότητα των δεσμευμένων μετοχών αυξάνεται τόσο μειώνεται η ρευστότητα και μηχανισμοί όπως η υποτίμηση πρέπει να χρησιμοποιηθούν για να ενισχυθεί η ρευστότητα. Επομένως, η υποτίμηση είναι θετικά συσχετιζόμενη με το ποσοστό των δεσμευμένων μετοχών. Η σχέση υποτίμησης και όγκου συναλλαγών είναι πιο ισχυρή για αρχικές δημόσιες εγγραφές με περίοδο διακράτησης.

Με την σχέση μεταξύ υποτίμησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής και περιόδου διακράτησης καταπιάστηκαν και οι Aggarwal, Krigman & Womack (2002) εξετάζοντας δείγμα 618 U.S. IPOs από 1994-1999. Καταλήγουν ότι όσο περισσότερες μετοχές δεσμεύονται, τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτίμηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, πιο έντονη η ανάλυση των οικονομολόγων και επομένως μεγαλύτερη η τιμή της μετοχής την ημέρα αποδέσμευσης. Το μοντέλο διαφέρει από τα προηγούμενα γιατί δεν υποθέτει ότι υπάρχει κάποιο πλεονέκτημα πληροφόρησης σε κάποιους. Τα τελευταία χρόνια ο βαθμός υποτίμησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών έχει αυξηθεί, ιδίως στις εταιρείες που ασχολούνται με τον διαδίκτυο. Οι ιδιοκτήτες ενδιαφέρονται να μεγιστοποιήσουν τα πλούτη τους πουλώντας τις μετοχές τους την ημέρα αποδέσμευσης. Η υποτίμηση προκαλεί διάχυση πληροφόρησης που μετατοπίζει την καμπύλη ζήτησης των επενδυτών, καθώς με την υποτίμηση προκαλείται το ενδιαφέρον των επενδυτών. Το ενδιαφέρον των αναλυτών μετράται με τον αριθμό των αναφορών που γίνονται, από την ημέρα της αρχικής δημόσιας εγγραφής ως ένα μήνα μετά.

Οι Brau, Lambson & McQueen (2003) μελέτησαν δείγμα 4.013 U.S. αρχικών δημοσίων εγγραφών μεταξύ 1988-1999. Τα πορίσματα στα οποία κατέληξαν είναι ότι νεοϊδρυθείσες εταιρείες έχουν πιο μακροχρόνιες περιόδους διακράτησης μετοχών, όπως επίσης έχουν και εταιρείες που τα οικονομικά τους δεδομένα δεν είναι απολύτως γνωστά στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Αντιθέτως, η περίοδος διακράτησης είναι μικρότερη όταν ένας εξωτερικός παράγοντας όπως για παράδειγμα μια εταιρεία venture capital, εγγυάται την αξία της εταιρείας. Το δεύτερο πόρισμα στο οποίο καταλήγει είναι ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερο βαθμό επικινδυνότητας –περισσότερο risky εταιρείες- έχουν πιο βραχυχρόνια περίοδο διακράτησης. Επομένως, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η περίοδος διακράτησης υφίσταται ως ένα μέσο σηματοδότησης της εταιρείας, σε αντίθεση με προηγηθείσες μελέτες.

Οι Harper, Johnston & Madura (2002) λαμβάνουν δείγμα 227 U.S. εταιρειών μεταξύ 1990-2000, που προβαίνουν σε επιπρόσθετες προσφορές μετοχών μετά την IPO αλλά πριν από την ημερομηνία αποδέσμευσης. Το κίνητρο για την επιπρόσθετη προσφορά μετοχών είναι α) η άντληση επιπλέον κεφαλαίων β) η πώληση μετοχών από τους ήδη

μετόχους της εταιρείας και γ) ένας συνδυασμός των δύο. Στην δεύτερη περίπτωση μεταδίδεται αρνητικό σήμα στους επενδυτές που ρίχνουν την τιμή της μετοχής κατά μέσο όρο -3.21% σε διάστημα 3 ημερών. Τα αποτελέσματα είναι ακόμα χειρότερα όταν πρόκειται για επιπρόσθετες προσφορές μετοχών που είχαν παρουσιάσει υψηλές αρχικές αποδόσεις στην IPO. Επιπλέον, όσο περισσότερες μετοχές αποδεσμεύονται κατά την επιπρόσθετη προσφορά τόσο πιο έντονη η πτώση της τιμής. Η επιπρόσθετη προσφορά μετοχών έχει επιπτώσεις και κατά την ημέρα αποδέσμευσης των μετοχών, καθώς η αρνητική απόδοση που παρατηρείται κοντά στην ημερομηνία αποδέσμευσης γίνεται εντονότερη όταν έχει προηγηθεί επιπρόσθετη προσφορά μετοχών στο μεσοδιάστημα. Συγκεκριμένα, CAAR για εταιρείες με follow-on offering -3.66%, ενώ CAR χωρίς follow-on offering -1.5%, σε διάστημα τριών ημερών (-1,+1), επιπέδου σημαντικότητας 1%.

Τις δευτερεύουσες προσφορές μετοχών σε σχέση με τη περίοδο δέσμευσης μελετά και η Rina Ray (2003) σε δείγμα 381 αρχικών δημόσιων εγγραφών. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι καλής φήμης ανάδοχοι τείνουν να προτιμούν τυποποιημένη περίοδο δέσμευσης των μετοχών τόσο στην IPO όσο και στην δευτερεύουσα προσφορά. Η διατήρηση του ίδιου αναδόχου κατά τη δευτερεύουσα προσφορά σχετίζεται με υψηλότερη πιθανότητα να μετατραπεί το ενημερωτικό δελτίο, καθώς πιθανοί νέοι ανάδοχοι δεν μπορούν να διαθέσουν νέες μετοχές την περίοδο της δευτερεύουσας προσφοράς.

Σε νέα μελέτη των Field, Hanka & Cao (2002) με δείγμα 1.497 U.S. IPOs περιόδου 1995-1999, εξετάζουν κατά πόσο η έννοια του insider trading αδυνατίζει τη ρευστότητα της αγοράς. Παρατηρούνται μόνο μικρές και προσωρινές αυξήσεις στο bid-ask spread, κατά την ημερομηνία αποδέσμευσης. Μακροχρόνια δεν παρατηρείται μεταβολή στα spreads. Στο 23% των εταιρειών όπου οι αρχικοί μέτοχοι προβαίνουν σε πώληση μετοχών, τα spreads ουσιαστικά μειώνονται. Η λήξη της περιόδου διακράτησης βελτιώνει τη ρευστότητα των μετοχών. Η ρευστότητα δεν καταστρέφεται από το insider trading. Η ερμηνεία που δίνεται είναι ότι οι αναμενόμενες απώλειες στους insider traders

είναι μικρές σε σύγκριση με τα άλλα κόστη συναλλαγής. Επομένως, η πτώση της τιμής την ημέρα αποδέσμευσης δεν οφείλεται σε πτώση της ρευστότητας.

Σύμφωνα με μελέτη των Anderson και Dyl (2006), η επιλογή των εταιρειών για εισαγωγή στον N.Y.S.E. ή στον Nasdaq σχετίζεται και με τον κανονισμό του SEC 144, που αφορά τη δέσμευση μετοχών. Οι αρχικοί μέτοχοι στη NYSE μπορούν να πωλήσουν λιγότερες δεσμευμένες μετοχές από ό,τι οι μέτοχοι των εταιρειών στον Nasdaq. Εταιρείες με δυνατότητα εισαγωγής στον N.Y.S.E. επιλέγουν Nasdaq για να αποφύγουν τους περιορισμούς πώλησης. Σύμφωνα με τον Κανονισμό 144, κατά τη διάρκεια 3 μηνών ο αριθμός των μετοχών που μπορούν να πωληθούν περιορίζεται στο μεγαλύτερο μεταξύ 1% του συνόλου των μετοχών και μέσου εβδομαδιαίου όγκου συναλλαγών των τεσσάρων εβδομάδων που προηγούνται. Όταν όμως προσθέτουν στην μελέτη και τον παράγοντα στήριξης της εταιρείας με venture capital συμπεραίνουν ότι η επιλογή της αγοράς εισαγωγής επηρεάζεται περισσότερο από τις άλλες μεταβλητές υπέρ της εισαγωγής στον Nasdaq. Συγκεκριμένα, στο διάστημα 1993-2000, 246 από τις 729 εταιρείες εισήχθησαν για αρχική δημόσια εγγραφή στον Nasdaq, ενώ μπορούσαν να εισαχθούν στον N.Y.S.E.. Οι μέτοχοι των εταιρειών στον Nasdaq ήταν πιο ενεργοί σε πωλήσεις δεσμευμένων μετοχών, σε σύγκριση με τους μετόχους στον N.Y.S.E.

2.2 Μελέτες για τη Μεγάλη Βρετανία:

Οι Espenlaub, Goergen & Khurshed (2001) εξετάζουν τις κάτωθι υποθέσεις σε δείγμα 188 IPOs μεταξύ 1992-1998 U.K. εταιρειών. Αλλά τελικά λαμβάνουν δείγμα μεταξύ 1992-1996 για να ελέγξουν τις πωλήσεις μετά την αποδέσμευση και επομένως 94 IPOs.:

1. οι abnormal αποδόσεις την ημέρα αποδέσμευσης των μετοχών θα έπρεπε να είναι κατά μέσο όρο μηδενικές.
2. η επίδοση της τιμής της μετοχής γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης επηρεάζεται αρνητικά από τις πωλήσεις των αρχικών μετόχων
3. η πιθανότητα να εμπορευτούν τις μετοχές τους οι αρχικοί μέτοχοι τις ημέρες αποδέσμευσης αυξάνεται α) όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος διακράτησης, β) όσο μεγαλύτερο το ποσοστό δέσμευσης των μετοχών γ) όσο μεγαλύτερη η

υποτίμηση της IPO δ) όσο μεγαλύτερη η αύξηση της τιμής της μετοχής κατά την περίοδο διακράτησης.

Συμπεράσματα: Στην Μεγάλη Βρετανία συνήθως συνδέουν την ημέρα αποδέσμευσης με την δημοσιοποίηση κάποιου άλλου στοιχείου της πορείας της εταιρείας, όπως π.χ. ετήσια στοιχεία. Πραγματοποιούνται πωλήσεις μετοχών και πριν την ημέρα αποδέσμευσης που αυξάνονται βέβαια με την αποδέσμευση. Ο μέσος όρος της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης (CAAR) είναι αρνητικός (-0.5% έως -2.5%). Παρ' όλα αυτά η επίδοση των μετοχών στην Μεγάλη Βρετανία γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης δεν είναι μίας κατεύθυνσης, και οι μέσες έκτακτες αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές στις περισσότερες περιπτώσεις. Οι εταιρείες που ανέφεραν πωλήσεις των αρχικών μετόχων την περίοδο διακράτησης είχαν χαμηλότερη αρνητική έκτακτη απόδοση από τις εταιρείες που δεν ανέφεραν πωλήσεις. Παρ' όλα αυτά οι πωλήσεις των αρχικών μετόχων δεν έχουν στατιστικά επίδραση στην επίδοση της μετοχής. Οι αρχικοί μέτοχοι high-tech εταιρειών θα προτιμήσουν πιο μακροχρόνιες περιόδους διακράτησης.

2.3 Μελέτες Γαλλίας- Γερμανίας:

Οι Goergen, Renneboog & Khurshed (2004) μελέτησαν τη γαλλική και γερμανική αγορά. Η Γαλλική Νομοθεσία αφήνει επιλογή της εταιρείας μεταξύ δέσμευσης α) 100% των μετοχών για 6 μήνες ή β) 80% μετοχών για 1 χρόνο. Όταν υπάρχει συγκέντρωση μετοχών σε λίγα άτομα επιλέγεται το πρώτο. Εάν υπάρχει εταιρεία venture capital δεσμεύονται όλοι οι μέτοχοι. Όταν έχουμε μεγαλομετόχους επιλέγεται πιο μακροχρόνια περίοδος, αλλά εάν υπάρχει ένας ισχυρός μεγαλομέτοχος, αυτός έχει τη δύναμη να μειώσει την περίοδο διακράτησης. Σύμφωνα με τη Γερμανική Νομοθεσία, γίνεται δέσμευση 100% των μετοχών για 6 μήνες -χωρίς να μπορεί να εκδώσει άλλες μετοχές μέσα στους 6 μήνες. Η μακροχρόνια περίοδος είναι υποκατάστατο της υποτίμησης στην αρχική δημόσια εγγραφή προκειμένου να σηματοδοτήσει την ποιότητα της εταιρείας. Αντίθετα, η φήμη του αναδόχου σχετίζεται με περισσότερο μακροχρόνια περίοδο. Το 1/3 των γαλλικών και το 1/2 των γερμανικών εταιρειών διαλέγουν περιόδους μεγαλύτερες

των υποχρεωτικών από τη Νομοθεσία. Εταιρείες με μεγαλύτερη αβεβαιότητα -νεοϊδρυθείσες- έχουν μεγαλύτερη περίοδο διακράτησης και μεγαλύτερο ποσοστό δεσμευμένων μετοχών. Εταιρείες venture capital δεσμεύονται για πιο βραχυχρόνιο χρονικό διάστημα.

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζεται μια σύνοψη των βασικότερων μελετών για την περίοδο διακράτησης των μετοχών στις αρχικές δημόσιες εγγραφές. Παρατίθονται οι συγγραφείς, το έτος δημοσίευσης της μελέτης, η αγορά που εξέτασαν, το χρονικό διάστημα που μελέτησαν, το μέγεθος του δείγματος και τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν.

Πίνακας 1
Συνοπτική παρουσίαση εμπειρικών αποτελεσμάτων μελετών που ερευνούν τη δέσμευση μετοχών

Συγγραφέας	Αγορά	Διάστημα μελέτης	Δείγμα (Αριθμός IPOs)	Αποτελέσματα
Brav, Gompers (2000)	U.S.	1988-1996	1.948	AAR=-1.2%
Ofek, Richardson (2000)	U.S.	1996-1998	1.053	AAR=-1,15 έως -3,29% αύξηση όγκου συναλλαγών κατά 38%
Bradley, Jordan (2001)	U.S.	1988-1997	2.529	AAR= –0.74% CAAR=–1.39%
Field, Hanka (2001)	U.S.	1988-1997	1.948	AAR=-1,5%
Espenlaub, Goergen, Khurshed (2001)	U.K.	1992-1996	94	CAAR= -0.5% έως -2.5%. Όχι στατ.σημαντικές έκτακτες αποδόσεις
Harper, Johnston, Madura (2002)	U.S.	1990-2000	227	CAAR με follow-on offering -3.66%, CAAR χωρίς follow-on offering -1.5%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3
ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διακρίνεται στην Κύρια Αγορά, στη Παράλληλη Αγορά και την Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Τόσο η Κύρια όσο και η Παράλληλη Αγορά διέπονται από το ίδιο θεσμικό πλαίσιο, σε αντίθεση με τη ΝΕ.Χ.Α. που ακολουθεί διαφορετική νομική διάταξη.

Καταρχήν όσον αφορά την Κύρια και Παράλληλη Αγορά, σύμφωνα με τον Ν. 2843/2000 άρθ. 7 παρ. 9, που τέθηκε σε ισχύ 12/10/2000, απαγορεύεται στους μετόχους νεοεισαγωμένων εταιρειών, οι οποίοι προ της ημέρας εισαγωγής κατέχουν άνω του 20% του μετοχικού κεφαλαίου να προβούν σε πώληση: α) ποσοστού μεγαλύτερου του 10% των μετοχών που κατέχουν κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης των μετοχών και β) κατά το δεύτερο έτος διαπραγμάτευσης των μετοχών, ποσοστού μεγαλύτερου του 20% αυτών, προσαυξημένου με το τυχόν ποσοστό που απομένει από τη μη πώληση κατά το πρώτο έτος μέρους ή του συνόλου του ως άνω 10%. Στις 19/6/2003 η παρ. 9 του ως άνω νόμου καταργήθηκε με την περ. ιδ της παρ. 1 του άρθρου 18 του Ν. 3152/2003 (Α΄ 152/19.6.2003).

Μια ενδεικτική διατύπωση της δέσμευσης μετοχών από τους βασικούς μετόχους είναι η κάτωθι: "Ο κύριος μέτοχος XXX βεβαιώνει ότι κατά τη διάρκεια των πρώτων έξι μηνών από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρείας στην Παράλληλη/Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δεν θα προβεί στην πώληση μετοχών της εκδότριας και σε μείωση του ποσοστού συμμετοχής της, το οποίο μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο Χ.Α.Α. και κατά την έναρξη διαπραγμάτευσης θα ανέρχεται σε ΨΨΨ%. Για το δεύτερο δε εξάμηνο από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρείας, ο XXX δηλώνει ότι δεν υπάρχουν συγκεκριμένα σχέδια για πώληση μετοχών της εταιρίας. Η απόφαση για τυχόν πώληση μετοχών θα εξαρτηθεί από τις εξελίξεις στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία ενώ θα ληφθεί υπόψη η τιμή της μετοχής σε σχέση με τις προοπτικές της εταιρείας. Στην περίπτωση που θα προβεί σε πώληση μετοχών το ποσοστό πώλησης δεν θα υπερβεί το 10% των μετοχών που κατέχει την προ

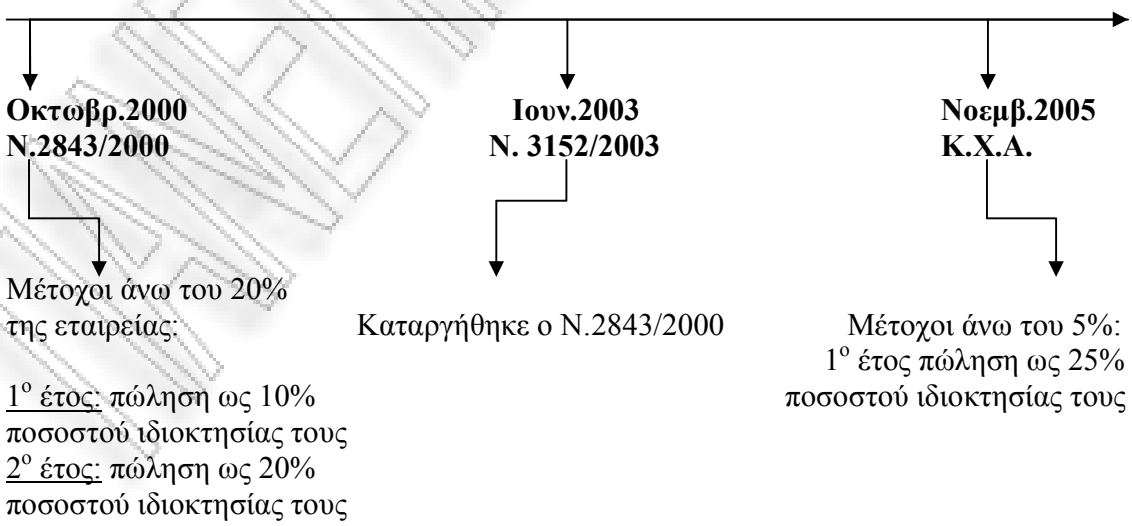
εισαγωγής ημέρα, όπως ορίζει η Νομοθεσία. Επιπλέον, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 7, παρ. 9 του Ν.2843/2000, ο XXX ως βασικός μέτοχος της εταιρείας, κάτοχος ποσοστού μεγαλύτερου του 20% του μετοχικού κεφαλαίου, δεν θα προβεί: α) κατά το πρώτο έτος από την εισαγωγή της εταιρείας στο Χ.Α.Α σε πώληση ποσοστού άνω του 10% των μετοχών που κατέχει την προ εισαγωγής ημέρα και β) κατά το δεύτερο έτος από την εισαγωγή της εταιρείας στο Χ.Α.Α. σε πώληση ποσοστού άνω του 20% των μετοχών που κατέχει κατά την προ εισαγωγής ημέρα."

Τέλος, σύμφωνα με τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Κ.Χ.Α.) τον Νοέμβριο 2005, και συγκεκριμένα σύμφωνα με το άρθρο 205 του Κανονισμού, οι αρχικοί μέτοχοι με ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που εισέρχεται στο Χρηματιστήριο προς διαπραγμάτευση, δεσμεύονται κατά το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή να προβούν σε πώληση ποσοστού όχι μεγαλύτερου του 25% του συνόλου των μετοχών τους.

Στο Διάγραμμα 1 παρίσταται χρονολογικά το Νομικό θεσμικό πλαίσιο δέσμευσης μετοχών για τις εταιρείες της Κύριας και Παράλληλης αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Διάγραμμα 1

Χρονολογική απεικόνιση Θεσμικού Πλαισίου δέσμευσης μετοχών για Κύρια & Παράλληλη Αγορά



Όσον αφορά όμως τις Ε.Π.Ε.Υ. ισχύει η παρ. 1 του άρθ. 7 του Ν. 2843/2000, σύμφωνα με την οποία κάθε μέτοχος ο οποίος πριν την εισαγωγή κατέχει μετοχές που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το 5% του μετοχικού κεφαλαίου δεσμεύεται να μην προβεί σε πώληση του ποσοστού του για δύο έτη από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.

Για τις εταιρείες που εισέρχονται στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.) ισχύει το άρθ. 2 του Ν. 2733/1999 σύμφωνα με το οποίο, οι αρχικοί μέτοχοι που κατέχουν 5% του μετοχικού κεφαλαίου πριν από την αρχική δημόσια εγγραφή, δεσμεύονται ότι δεν θα διαθέσουν με οποιοδήποτε τρόπο το 80% των μετοχών κατά τα 3 πρώτα χρόνια εισαγωγής στη ΝΕ.Χ.Α. Καθ' όλη τη διάρκεια της παραπάνω δέσμευσης απαγορεύεται η διάθεση μετοχών, για τις οποίες ο μέτοχος έχει αναλάβει τη δέσμευση αυτή. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ρυθμίζονται τα σχετικά με την παραπάνω δέσμευση θέματα, τους φορείς στους οποίους παραμένουν δεσμευμένες οι μετοχές, ο τρόπος δέσμευσης τους, οι υποχρεώσεις των φορέων, καθώς και κάθε αναγκαία σχετική λεπτομέρεια. Επιπλέον, είναι υποχρεωτικό κάθε εταιρεία να έχει προσλάβει market maker ο οποίος ευθύνεται για την εμπορευσιμότητα και την σταθερότητα της τιμής της μετοχής.

Η δέσμευση των μετοχών συνεπάγεται απαγόρευση μεταβίβασής τους. Από την απαγόρευση αυτή δίδεται η δυνατότητα εξαίρεσης στις κάτωθι περιπτώσεις:

♦ Μεταβίβαση λόγω κληρονομιάς

♦ Μεταβίβαση μετοχών μεταξύ μετόχων ή σε στρατηγικό επενδυτή, υπό την προϋπόθεση ότι τούτο γίνεται με συμφωνία των μετόχων για τους οποίους ισχύει η δέσμευση. Για την έγκριση αυτή λαμβάνονται η σχέση του μετόχου με τη διοίκηση της εταιρείας καθώς και η διασπορά των μετοχών.

♦ Μεταβίβαση μετοχών στον ειδικό διαπραγματευτή για την εκπλήρωση του έργου του.

♦ Μεταβίβαση μετοχών λόγω συγχώνευσης ή απορρόφησης της εταιρείας με ή από άλλη εταιρεία.

♦ Μεταβίβαση μετοχών λόγω εξαγοράς μετοχών της εκδότριας που αντιπροσωπεύουν το 66,67% τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΔΕΣΜΕΥΤΙΚΩΝ ΔΗΛΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται ο τρόπος δέσμευσης των αρχικών μετόχων με βάση το δείγμα χρονικής περιόδου 2000-2005. Γίνεται διάκριση όσον αφορά την αγορά –Κύρια, Παράλληλη ή ΝΕ.Χ.Α.- αλλά και τον χαρακτήρα της δέσμευσης -υποχρεωτική ή προαιρετική.

4.1 Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά 2000-2005

- Κατά το χρονικό διάστημα 2000-2005, οι αρχικοί μέτοχοι με ποσοστό άνω του 5% του κεφαλαίου των εταιρειών που εισέρχονται στην ΝΕ.Χ.Α. δηλώνουν στο Ενημερωτικό Δελτίο της εταιρείας ότι για το πρώτο εξάμηνο διαπραγμάτευσης μετοχών της εταιρείας στην αγορά του Χρηματιστηρίου δεν θα προβούν σε πώληση των μετοχών τους.
- Όσον αφορά το δεύτερο εξάμηνο, δηλ. από τον έβδομο ως και τον δωδέκατο μήνα του πρώτου έτους, οι μέτοχοι των εταιρειών δηλώνουν το μέγιστο ποσοστό και τον μέγιστο αριθμό των μετοχών που θα πωλήσουν. Το ποσοστό αυτό δεν υπερβαίνει το 20%. Έχουν δηλαδή δεσμεύσει για το $1^{ο}$ έτος το 80% του κεφαλαίου τους.
- Για το $2^{ο}$ και $3^{ο}$ έτος διαπραγμάτευσης δεσμεύουν ποσοστό 50% του αρχικού κεφαλαίου τους. Η πλειοψηφία των αρχικών μετόχων δηλώνουν το ποσοστό το οποίο δεσμεύονται να μην πωλήσουν, αναφέροντας "ο μέτοχος Χ δεσμεύεται να μην πωλήσει Ψ μετοχές, που αντιστοιχούν σε ποσοστό Ζ% που κατέχει προ της ημέρας εισαγωγής".

4.2 Κύρια/Παράλληλη αγορά 2000-2003- Υποχρεωτική διακράτηση βάσει νομοθεσίας

- Οι αρχικοί μέτοχοι δεσμεύονται με τις δηλώσεις τους στο Ενημερωτικό Δελτίο της εταιρείας ότι δεν θα προβούν σε πώληση μετοχών τους κατά το πρώτο εξάμηνο διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χρηματιστήριο.
- Για το δεύτερο εξάμηνο, παρατηρείται σε ένα ποσοστό των εταιρειών ότι οι αρχικοί μέτοχοι δεσμεύονται να μην πωλήσουν τις μετοχές τους, και στις

υπόλοιπες εταιρείες αναφέρουν ότι θα προβούν σε πώληση αλλά σε ποσοστό που δεν ξεπερνάει το 10% του κεφαλαίου τους. Πολλές φορές το ποσοστό αυτό είναι αρκετά χαμηλότερο. Ανεξαρτήτως ποσοστού αποδέσμευσης, αναφέρουν το μέγιστο αριθμό μετοχών τις οποίες προτίθενται να πωλήσουν. Κάποιες εταιρείες στις οποίες αρχικός μέτοχος είναι και το Δημόσιο, αναφέρουν ότι θα ενημερώσουν εγκαίρως το επενδυτικό κοινό για ενδεχόμενες πωλήσεις μετοχών στο δεύτερο εξάμηνο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

- Όσον αφορά τον 2^{ο} χρόνο διαπραγμάτευσης των μετοχών οι μέτοχοι με ποσοστό μεγαλύτερο του 20% δεσμεύονται να μην προβούν σε πώληση άνω του 20% του κεφαλαίου τους, προσαυξημένου με το τυχόν ποσοστό που απομένει από τη μη πώληση κατά το πρώτο έτος μέρους ή του συνόλου του ως άνω 10%. Όμως, δεν γίνεται σε όλες τις εταιρείες αναφορά σχετικά με τις μελλοντικές προθέσεις των μετόχων.

4.3 Κύρια/Παράλληλη αγορά 2003-2005- Προαιρετική διακράτηση

- Η πλειοψηφία των αρχικών μετόχων δεσμεύονται κατά το 1^{ο} εξάμηνο να μην προβούν σε πώληση των μετοχών τους. Στις υπόλοιπες εταιρείες οι αρχικοί μέτοχοι αναφέρουν ότι δεσμεύονται να πωλήσουν ένα μόνο ποσοστό των μετοχών τους κατά το 1^{ο} έτος, το οποίο και δηλώνουν στο Ενημερωτικό Δελτίο.
- Για το 2^{ο} εξάμηνο υπάρχει ποικιλία ως προς τις δεσμευτικές δηλώσεις των μετόχων. Ένα ποσοστό δεσμεύεται να μην προβεί σε πωλήσεις και ένα ποσοστό δηλώνει το μέγιστο αριθμό μετοχών στην πώληση των οποίων ενδέχεται να προβεί.
- Όσον αφορά το 2^{ο} έτος των διαπραγματεύσεων οι εταιρείες στην Κύρια αγορά δεν κάνουν καμία αναφορά ενώ οι αρχικοί μέτοχοι με ποσοστό άνω του 20% στην Παράλληλη αγορά κατά κύριο λόγο δεσμεύονται να προβούν σε πώληση ποσοστού που δεν υπερβαίνει το 20% του κεφαλαίου τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5
ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

5.1 Περιγραφή δείγματος

Στη μελέτη θα εξετάσουμε εταιρείες που εισήχθησαν στην Κύρια, Παράλληλη και Νέα Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά τη χρονική περίοδο 2000-2005. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά τη περίοδο 2000-2003, οι εταιρείες σε Κύρια και Παράλληλη αγορά δεσμεύονται από την ελληνική Νομοθεσία όσον αφορά τη διακράτηση μετοχών, σε αντίθεση με την περίοδο 2003-2005 όπου έχει πλέον καταργηθεί ο νόμος περί της περιόδου δέσμευσης.

Τα στοιχεία για το δείγμα των εταιρειών που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή μεταξύ 2000-2005 προσκομίσθηκαν από τη βάση δεδομένων DATASTREAM. Από τις εγγραφές του 2000, εξαιρέθηκαν εκείνες των οποίων η αρχική δημόσια εγγραφή πραγματοποιήθηκε πριν τη ψήφιση του Ν. 2843/2000 άρθ. 7 παρ. 9, καθώς δεν ήταν υποχρεωτική η δέσμευση των μετοχών. Από το δείγμα αφαιρέθηκαν, επίσης, εταιρείες με δευτερεύουσες συμπληρωματικές εγγραφές κατά την διάρκεια της περιόδου διακράτησης των μετοχών. Τέλος, από το δείγμα εξαιρούνται εταιρείες των οποίων δεν μπορούμε λόγω χρονικού περιορισμού να μελετήσουμε την ελάχιστη περίοδο δέσμευσης των 6 μηνών.

Το τελικό δείγμα αποτελείται από 80 αρχικές δημόσιες εγγραφές για το διάστημα 2000-2005. Οι 70 εταιρείες εισήχθησαν σε Κύρια και Παράλληλη Αγορά, ενώ οι 10 εταιρείες στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Από το δείγμα των 70 εταιρειών Κύριας και Παράλληλης αγοράς, ποσοστό 71,43% δηλαδή 50 εταιρείες αφορούν την περίοδο 2000-2003, όταν η δέσμευση ήταν υποχρεωτική βάσει νομοθεσίας και ποσοστό 28,57% δηλαδή σύνολο 20 εταιρειών αφορούν την περίοδο 2003- 2005.

Ο Πίνακας 2 δίνει πληροφορίες για το δείγμα το οποίο χρησιμοποιήθηκε στην εργασία. Οι εταιρείες του δείγματος έχουν χωριστεί ανάλογα με την αγορά στην οποία

εισήχθησαν, αλλά και το έτος κατά το οποίο πραγματοποιήθηκε η αρχική δημόσια εγγραφή. Το έτος 2000 δεν έχει ληφθεί ολόκληρο προς μελέτη καθώς μας ενδιαφέρει μετά τις 12/10/2000, οπότε και επιβλήθηκε, βάσει νόμου, υποχρεωτική διακράτηση μετοχών. Το έτος 2003 έχει διασπαστεί σε δύο τμήματα. Στο πρώτο τμήμα, ως 18/06/2003 έχουμε υποχρεωτική δέσμευση μετοχών βάσει Νομοθεσίας, ενώ στο τμήμα που έπεται της ημερομηνίας αυτής έχουμε προαιρετική δέσμευση, καθώς καταργείται ο νόμος που αφορά Κύρια και Παράλληλη αγορά.

Πίνακας 2

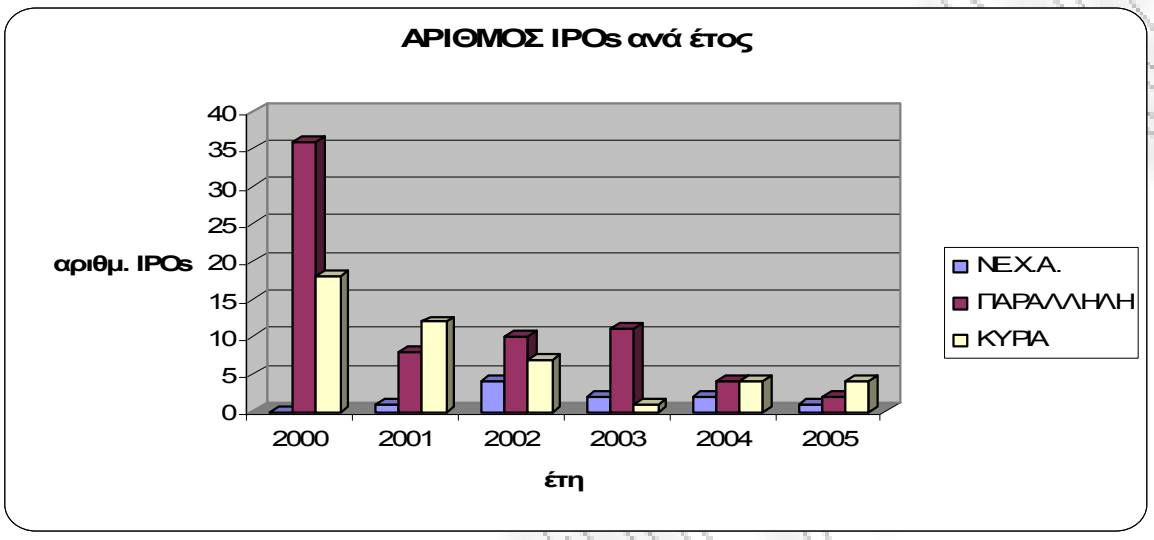
Διαχωρισμός των εταιρειών του δείγματος με βάση την αγορά και τη χρονολογία εισαγωγής στο Χ.Α.Α.

Έτος Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής	ΝΕ.Χ.Α.	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο
12/10/2000-31/12/2000	0	4	4	**8**
2001	1	12	8	**21**
2002	4	7	10	**21**
01/01/2003-18/06/2003	1	0	5	**6**
19/06/2003-31/12/2003	1	1	6	**8**
2004	2	4	4	**10**
2005	1	3	2	**6**
Σύνολο	**10**	**31**	**39**	**80**

Στο Διάγραμμα 2, παρουσιάζεται ο αριθμός των εταιρειών που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή μεταξύ 2000-2005. Παρατηρούμε ότι κατά το έτος 2000, ο αριθμός των εταιρειών που εισήλθαν στην Παράλληλη -κατά κύριο λόγο- αλλά και στην Κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ήταν ιδιαιτέρως μεγάλος σε σύγκριση με τα επόμενα έτη.

Διάγραμμα 2

Χρονική κατανομή αρχικών δημοσίων εγγραφών ανά αγορά διαπραγμάτευσης



Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει τον αριθμό των εταιρειών που έχουμε σε κάθε περίπτωση που εξετάζουμε στο δείγμα μας. Τα δεδομένα κάποιων εταιρειών μπορούν να εξεταστούν μόνο για 6 μήνες, εάν έχουν εισαχθεί πρόσφατα στις Αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και λόγω χρονικών περιορισμών δεν μπορούμε να μελετήσουμε ευρύτερο χρονικό ορίζοντα, είτε εάν τέθηκαν υπό αναστολή διαπραγματεύσεων. Αντιθέτως, για κάποιες άλλες εταιρείες εξετάζονται και οι τρεις χρονικές στιγμές t = 0 -εξαμήνου, έτους και διετίας- μετά την αρχική δημόσια προσφορά, που μας ενδιαφέρουν ως προς το αντικείμενο της μελέτης.

Πίνακας 3
Κατανομή δείγματος ανά αγορά και χρονικά διαστήματα διακράτησης

Χρονικό διάστημα μελέτης δείγματος	μόνο 6 μήνες	6 μήνες, 1ο έτος	6μήνες, 1ο έτος, 2ο έτος	Σύνολο
ΝΕ.Χ.Α.	1	1	8	**10**
Παράλληλη με υποχρεωτική διακράτηση	0	0	27	**27**
Παράλληλη με προαιρετική διακράτηση	2	2	8	**12**
Κύρια με υποχρεωτική διακράτηση	0	0	23	**23**
Κύρια με προαιρετική διακράτηση	3	1	4	**8**
Σύνολο	**6**	**4**	**70**	**80**

5.2 Μεθοδολογία

5.2.1 Έκτακτη Απόδοση (Abnormal Retrurn)

Σκοπός της μελέτης είναι η μελέτη της ύπαρξης Μέσης Υπερβάλλουσας Απόδοσης (Average Abnormal Return) κατά την ημερομηνία αποδέσμευσης των μετοχών για το διάστημα των 6 μηνών, του 1^{ου} έτους και των 2 ετών από την αρχική δημόσια εγγραφή, οπότε και πραγματοποιείται αποδέσμευση των μετόχων. Επομένως, θέτουμε την Μηδενική Υπόθεση H_0 και την Εναλλακτική Υπόθεση H_1 ως εξής:

- $H_0 : AAR_t = 0$
- $H_1 : AAR_t \neq 0$

όπου AAR: η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του δείγματος την ημέρα της αποδέσμευσης των μετοχών.

Η αναμενόμενη απόδοση (Expected Return) είναι η απόδοση που θα είχε η μετοχή εάν δεν υπήρχε η αποδέσμευση των μετοχών και συμβολίζεται με $E(R_{it})$. Η διαφορά μεταξύ πραγματοποιηθείσας και αναμενόμενης απόδοσης αποτελεί την έκτακτη απόδοση (abnormal return). Επομένως, $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$. Ο υπολογισμός της αναμενόμενης μέσης απόδοσης μπορεί να γίνει μέσω τριών υποδειγμάτων σύμφωνα με την ανάλυση των Brown και Warner (1983 και 1985):

- Market Model – Υπόδειγμα Αγοράς
- Mean Adjusted Return Model – Υπόδειγμα Μέσης Προσαρμοσμένης Απόδοσης
- Market Adjusted Model – Υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης Απόδοσης με το Δείκτη Αγοράς

Στην πλειονότητα των περιπτώσεων οι τρεις ως άνω μέθοδοι εξαγωγής της υπερβάλλουσας απόδοσης οδηγούν στα ίδια αποτελέσματα και συμπεράσματα. Στην εργασία αναλύουμε τα αποτελέσματα του Υποδείγματος Αγοράς και στο Παράρτημα της εργασίας παρατίθονται οι πίνακες του Υποδείγματος της Προσαρμοσμένης Απόδοσης με το Δείκτη Αγοράς.

Market Model

Βάσει του Υποδείγματος Αγοράς οι αποδόσεις προκύπτουν από τον τύπο:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

όπου i = 1,…..,N

t = 1,….., M

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

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

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

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

e_{it} = υπολογιστικό σφάλμα κανονικής κατανομής, με μέσο μηδέν και σταθερή διαχρονικά διακύμανση

Υπολογίζουμε τους συντελεστές $\hat{a}_i$ και $\hat{\beta}_i$ μέσω παλλινδρομήσεως ελαχίστων τετραγώνων διαστήματος [-110, -40] ημερών προ της ημέρας αποδέσμευσης των μετοχών για κάθε μετοχή. Η έκτακτη απόδοση υπολογίζεται ως

$$AR_{it} = R_{it} - [\hat{a}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}]$$

Η μέση έκτακτη απόδοση του δείγματος (average abnormal return) υπολογίζεται για κάθε μέρα από τις 50, που αποτελούν την περίοδο γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης. Εξετάζουμε τις 39 ημέρες προηγούνται της αποδέσμευσης t=0 και τις 10 ημέρες που έπονται της ημερομηνίας αποδέσμευσης. Η Μέση Υπερβάλλουσα Απόδοση για κάθε μετοχή t υπό εξέταση υπολογίζεται βάσει:

$$\text{Average Abnormal Return : } \overline{AAR_t} = \frac{\sum_{i=1}^{N} AR_{it}}{N}$$

όπου N : αριθμός μτχ δείγματος την ημέρα t

Τέλος, υπολογίζουμε την Cumulative Average Abnormal Return :

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AAR_t}$$

όπου t_1: αρχική ημέρα υπολογισμού CAAR

t_2: τελική ημέρα υπολογισμού CAAR

Ο τελικός έλεγχος για την στατιστική σημαντικότητα των μέσων εκτάκτων αποδόσεων (ARt) και των αθροιστικών εκτάκτων αποδόσεων [CAR (t_1, t_2)] για το υπό εξέταση χρονικό διάστημα θα γίνει με τη χρήση T-Statistics, σύμφωνα με τον τύπο

$$t\,(AR) = \frac{\overline{AAR_t}}{SD\,(\overline{AAR_t})}$$

$$t\,(CAAR) = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} * SD\,(\overline{AAR})_t}$$

όπου $T = t_2 - t_1 + 1$. Η περίοδος αναφοράς αφορά την περίοδο t = -110 έως t = - 40, προ της ημέρας αποδέσμευσης t = 0, σύνολο 71 παρατηρήσεων.

Mean Adjusted Model

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό, η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i λαμβάνεται ως ο μέσος όρος των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων της ίδιας μετοχής κατά το χρονικό διάστημα [-110, -40].

Επομένως, $E(R_{it}) = \overline{Ri} = \frac{\sum_{-110}^{-40} R_{it}}{71}$

και $AR_{it} = R_{it} - \overline{Ri}$

Market Adjusted Model

Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, η έκτακτη απόδοση μετοχής i προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη της αγοράς κατά την ημέρα t. Δηλαδή οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές στο δείγμα μας.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

όπου $R_{i,t}$: πραγματοποιηθείσα απόδοση μετοχής i ημέρας t

$R_{m,t}$: απόδοση Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για ημέρα t

Το υπόδειγμα αυτό αποτελεί το πιο ενδεδειγμένο για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η βασική αιτία είναι ότι οι μετοχές αρκετές φορές παρουσιάζουν μεταβολές άνευ ουσιαστικού λόγου, γεγονός που καθιστά το Mean Adjusted Model μη αξιόπιστο. Η

χρήση του Υποδείγματος Αγοράς παρουσιάζει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας καταλοίπων (Καραθανάσης & Φίλιππας (1992)).

Εφόσον το δείγμα είναι μικρό και προέρχεται από κανονικούς πληθυσμούς με άγνωστη διακύμανση, τα συμπεράσματα για τη Μέση Έκτακτη Απόδοση διατυπώνονται βάσει της κατανομής t- Student, η οποία προσεγγίζει την κανονική κατανομή όταν το δείγμα είναι μεγάλο (n>30). Ο έλεγχος t-statistics λαμβάνει υπόψη διαστρωματική, αλλά όχι διαχρονική εξάρτηση στις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών (Brown & Warner (1985)).

5.2.1 Έκτακτος Όγκος Συναλλαγών (Abnormal Volume)

Ο έκτακτος όγκος συναλλαγών το διάστημα γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ημερήσιου όγκου συναλλαγών και του μέσου όρου του όγκου συναλλαγών της εταιρείας κατά την περίοδο αναφοράς (-110, -40), διαιρεμένη με τον μέσο όγκο συναλλαγών.

$$Abnormal \quad Volume_{it} = \frac{Volume_{it} - \overline{Volume_i}}{\overline{Volume_i}}$$

5.3 Προβλήματα ημερησίων δεδομένων

Η χρήση ημερησίων δεδομένων παρουσιάζει ορισμένα προβλήματα, σύμφωνα με τη μελέτη των Brown και Warner (1985). Στην περαιτέρω μελέτη μας πρέπει να έχουμε λάβει γνώση των κάτωθι προβλημάτων:

1) Μη- Κανονικότητα

Η κατανομή τόσο των ημερησίων αποδόσεων όσο και των έκτακτων ημερησίων αποδόσεων διαγραμματικά παρουσιάζεται με πεπλατυσμένες άκρες (fat- tailed) σε σύγκριση με την κανονική κατανομή.

2) Παράμετροι Υποδείγματος Αγοράς

Οι παράμετροι του Υποδείγματος της Αγοράς είναι μεροληπτικοί και ασυνεπείς με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) όταν η απόδοση ενός αξιόγραφου και η απόδοση

της αγοράς υπολογίζονται σε διαφορετικά διαστήματα συναλλαγών. Με χρήση ημερησίων στοιχείων το σφάλμα μεροληψίας μπορεί να είναι αρκετά σημαντικό.

3) Εκτίμηση Διακύμανσης

Με ημερήσια και μηνιαία στοιχεία εκτιμούμε τη διακύμανση του δείγματος μέσης έκτακτης απόδοσης. Τα ζητήματα που χρειάζονται εξέταση είναι ότι πρώτον, η έκτακτη απόδοση μπορεί να παρουσιάσει εξάρτηση λόγω μη συγχρονισμένων συναλλαγών, δεύτερον, η διαστρωματική εξάρτηση της έκτακτης απόδοσης των μετοχών και τρίτον, η στασιμότητα των ημερησίων διακυμάνσεων. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η διακύμανση των αποδόσεων των μετοχών αυξάνει τις ημέρες γύρω από την ανακοίνωση ενός γεγονότος.

4) Σημαντικές παράμετροι βάσει προσομοίωσης

Οι εκτιμητές μέσου και διακύμανσης μπορεί να επηρεαστούν από παραμέτρους όπως ο βαθμός μη- συγχρονισμένων συναλλαγών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην εργασία εξετάζεται η συμπεριφορά των κάτωθι μεταβλητών:

α) Μέση Έκτακτη Απόδοση (AAR) και Αθροιστική Μέση Έκτακτη Απόδοση (CAAR) για το σύνολο των μετοχών του δείγματος ένα εξάμηνο, ένα έτος και δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή

β) AAR και CAAR μετοχών ΝΕ.Χ.Α., Παράλληλης και Κύριας Αγοράς ένα εξάμηνο, ένα έτος και δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή

γ) AAR και CAAR μετοχών με αρχική δημόσια εγγραφή πριν τον Ιούνιο του 2003 και μετοχών με αρχική δημόσια εγγραφή μετά τον Ιούνιο 2003, οπότε και καταργήθηκε ο νόμος περί υποχρεωτικής διακράτησης για ένα εξάμηνο, ένα έτος και δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή

δ) ο μέσος έκτακτος όγκος συναλλαγών ένα εξάμηνο, ένα έτος και δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, τις εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α., της Παράλληλης, της Κύριας Αγοράς, τις εταιρείες με υποχρεωτική και προαιρετική διακράτηση

6.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΣΗΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (AVERAGE ABNORMAL RETURN) ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET MODEL) 6 ΜΗΝΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΙΡΟ

Στον Πίνακα 4, εξετάζουμε το σύνολο του δείγματος στο διάστημα (-20,+10) αναφορικά με την ημέρα αποδέσμευσης (t=0), τον αριθμό των παρατηρήσεων ανά ημέρα, τον αριθμό θετικών και αρνητικών παρατηρήσεων, τη μέση έκτακτη απόδοση αλλά και την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση στα διαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0), (-1,+1) γύρω από την αποδέσμευση. Από τον Πίνακα 4, παρατηρούμε ότι για το σύνολο του δείγματος την ημέρα αποδέσμευσης στο διάστημα των 6 μηνών από την αρχική δημόσια εγγραφή, η μέση έκτακτη απόδοση (AAR) είναι αρνητική (-0.520%), αλλά δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Μελετώντας τον πίνακα με τις αθροιστικές μέσες έκτακτες

αποδόσεις (CAAR) για το σύνολο του δείγματος, εντοπίζουμε ότι τόσο στο διάστημα (-1,0) όσο και στο διάστημα (-1,+1) γύρω από την ημέρα αποδέσμευσης στους 6 μήνες, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι αρνητική, ίση με -0.00945 και -0.01237 αντίστοιχα, και στατιστικά σημαντική. Η αρνητική τιμή του CAAR στο διάστημα (-1,0) ενδεχομένως, οφείλεται στο γεγονός ότι οι αρχικοί μέτοχοι των εταιρειών αναφέρουν στο ενημερωτικό δελτίο ότι το πρώτο εξάμηνο δεν θα προβούν σε πωλήσεις των μετοχών που διαθέτουν, αλλά θα πωλήσουν τμήμα του ποσοστού μετοχών που διαθέτουν κατά το δεύτερο εξάμηνο. Επομένως, παρατηρείται αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση και πτωτική κίνηση της τιμής της μετοχής στην λήξη του πρώτου εξαμήνου, καθώς το επενδυτικό κοινό πουλάει τις μετοχές του προκειμένου να μην χάσει από την πτώση της τιμής κατά την λήξη του πρώτου εξαμήνου. Η στατιστικά σημαντική αρνητική CAAR στο διάστημα (-1,+1), ενδέχεται να παρατηρείται καθώς την ημέρα t=0 πωλούν τις μετοχές τους οι αρχικοί μέτοχοι της εταιρείας. Η νομοθεσία δεν προβλέπει υποχρεωτική διακράτηση των μετοχών για το πρώτο εξάμηνο, αναφέρει συνολικά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης των μετοχών. Οι αρχικοί μέτοχοι προαιρετικά δηλώνουν στο ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας ότι για το πρώτο εξάμηνο δεν θα προβούν σε πωλήσεις μετοχών. Επομένως, το πρώτο αυτό εξάμηνο και το διάστημα αποδέσμευσης μετοχών μπορούν να συγκριθούν, βάσει προαιρετικού χαρακτήρα, με τις αντίστοιχες περιόδους δέσμευσης στις Ηνωμένες Πολιτείες και στη Μεγάλη Βρετανία.

Πίνακας 4

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις (CAAR) και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για το σύνολο των εταιρειών** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=80

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	73	42	57.53	31	42.47	0.593%	1.81210
t=-19	76	41	53.95	35	46.05	0.037%	0.11350
t=-18	79	41	51.90	38	48.10	0.204%	0.62179
t=-17	78	30	38.46	48	61.54	-0.129%	-0.39534
t=-16	76	31	40.79	45	59.21	-0.076%	-0.23077
t=-15	80	28	35.00	52	65.00	-0.369%	-1.12706
t=-14	76	40	52.63	36	47.37	0.162%	0.49545
t=-13	80	36	45.00	44	55.00	-0.143%	-0.43565
t=-12	76	39	51.32	37	48.68	-0.044%	-0.13287
t=-11	74	38	51.35	36	48.65	0.101%	0.30984
t=-10	76	33	43.42	43	56.58	-0.188%	-0.57529
t=-9	73	30	41.10	43	58.90	-0.212%	-0.64704
t=-8	76	33	43.42	43	56.58	0.153%	0.46660
t=-7	77	42	54.55	35	45.45	0.140%	0.42697
t=-6	78	34	43.59	44	56.41	-0.155%	-0.47462
t=-5	77	34	44.16	43	55.84	-0.017%	-0.05195
t=-4	75	34	45.33	41	54.67	0.123%	0.37705
t=-3	75	37	49.33	38	50.67	-0.112%	-0.34112
t=-2	75	36	48.00	39	52.00	0.030%	0.09280
t=-1	74	29	39.19	45	60.81	-0.425%	-1.29738
t=0	76	32	42.11	44	57.89	-0.520%	-1.58904
t=1	80	29	36.25	51	63.75	-0.292%	-0.89041
t=2	79	43	54.43	36	45.57	0.458%	1.39994
t=3	77	41	53.25	36	46.75	0.559%	1.70786
t=4	77	28	36.36	49	63.64	-0.650%	-1.98565
t=5	77	33	42.86	44	57.14	0.134%	0.40860
t=6	78	23	29.49	55	70.51	-0.715%	-2.18295
t=7	78	40	51.28	38	48.72	-0.503%	-1.53505
t=8	76	35	46.05	41	53.95	-0.102%	-0.31008
t=9	78	34	43.59	44	56.41	0.004%	0.01079
t=10	76	27	35.53	49	64.47	-0.608%	-1.85566

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.01183	-1.08937
(-5,0)	-0.00920	-1.14703
(-1,0)	-0.00945	-2.04101 *
(-1,+1)	-0.01237	-2.18055 *

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

Από τον Πίνακα 5, που αφορά εταιρείες οι οποίες εισήχθησαν στην ΝΕ.Χ.Α. και εξετάζει την αποδέσμευση στους 6 μήνες μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, βλέπουμε ότι τόσο η μέση υπερβάλλουσα απόδοση (-0.977%), όσο και η αθροιστική μέση υπερβάλλουσα απόδοση στα διαστήματα που εξετάζουμε, παρουσιάζουν αρνητικές τιμές, αλλά είναι μη στατιστικά σημαντικές. Επομένως, η αποδέσμευση των μετοχών στους 6 πρώτους μήνες μετά την αρχική δημόσια εγγραφή δεν επηρεάζει τις τιμές των μετοχών που έχουν εισαχθεί στη ΝΕ.Χ.Α.

Η μέση έκτακτη απόδοση για τις εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς, βάσει του Πίνακα 6, είναι αρνητική (-0.523%), αλλά μη στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση, αυτή παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα τόσο στο διήμερο διάστημα (-1,0) γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης στους 6 μήνες ίση με -0.01324 όσο και στο τριήμερο διάστημα (-1,+1) ίση με -0.02062. Επομένως, οι μέτοχοι προ Δ.Ε. προβαίνουν σε πωλήσεις ενός τμήματος των μετοχών τους, ενδεχομένως για διαφοροποίηση του κινδύνου. Το επενδυτικό κοινό, καθώς διαθέτει την πληροφόρηση από το Ενημερωτικό Δελτίο της εταιρείας, πωλεί μέρος των μετοχών για να αποφύγει απώλειες από την πτώση της τιμής μετά την αποδέσμευση των μετόχων προ Δ.Ε.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 7, η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα t=0, για τις εταιρείες της Κύριας Αγοράς είναι αρνητική (-0.385%), αλλά όχι στατιστικά σημαντική. Μη στατιστικά σημαντική παρουσιάζεται και η CAAR στις υποπεριόδους γύρω από την αποδέσμευση στους 6 πρώτους μήνες μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Επομένως, δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ απόδοσης των μετοχών της Κύριας αγοράς και ημερομηνίας αποδέσμευσης στους 6 μήνες μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Οι παρατηρήσεις αυτές ενδέχεται να υποδηλώνουν ότι το επενδυτικό κοινό είναι ενημερωμένο από το Ενημερωτικό Δελτίο για την διακράτηση των μετοχών το πρώτο εξάμηνο και την πώληση ενός μέρους της ιδιοκτησίας των μετόχων κατά το δεύτερο εξάμηνο, και ως συνέπεια έχουν ενσωματώσει την πληροφόρηση αυτή στην αρχική αξιολόγηση της τιμής της μετοχής.

Πίνακας 5

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για τις εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α.** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=10

Day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	9	5	55.56	4	44.44	0.151%	0.15710
t=-19	10	8	80.00	2	20.00	1.832%	1.90224
t=-18	10	6	60.00	4	40.00	1.545%	1.60397
t=-17	10	3	30.00	7	70.00	-0.261%	-0.27084
t=-16	10	8	80.00	2	20.00	1.322%	1.37209
t=-15	10	4	40.00	6	60.00	0.456%	0.47338
t=-14	10	6	60.00	4	40.00	0.075%	0.07794
t=-13	10	7	70.00	3	30.00	0.400%	0.41573
t=-12	9	5	55.56	4	44.44	0.082%	0.08557
t=-11	10	7	70.00	3	30.00	1.029%	1.06863
t=-10	9	5	55.56	4	44.44	0.216%	0.22404
t=-9	9	5	55.56	4	44.44	-0.297%	-0.30834
t=-8	9	4	44.44	5	55.56	0.143%	0.14841
t=-7	10	4	40.00	6	60.00	-0.518%	-0.53764
t=-6	10	5	50.00	5	50.00	0.335%	0.34827
t=-5	10	5	50.00	5	50.00	-0.663%	-0.68873
t=-4	10	6	60.00	4	40.00	0.669%	0.69426
t=-3	10	3	30.00	7	70.00	-0.670%	-0.69518
t=-2	10	4	40.00	6	60.00	-0.551%	-0.57218
t=-1	10	3	30.00	7	70.00	0.495%	0.51339
t=0	9	3	33.33	6	66.67	-0.977%	-1.01408
t=1	10	6	60.00	4	40.00	1.101%	1.14288
t=2	10	6	60.00	4	40.00	0.609%	0.63197
t=3	10	5	50.00	5	50.00	-0.268%	-0.27858
t=4	9	2	22.22	7	77.78	-0.501%	-0.51967
t=5	10	7	70.00	3	30.00	1.274%	1.32279
t=6	10	4	40.00	6	60.00	0.769%	0.79865
t=7	10	5	50.00	5	50.00	0.629%	0.65337
t=8	10	4	40.00	6	60.00	-0.125%	-0.12971
t=9	10	5	50.00	5	50.00	0.519%	0.53891
t=10	10	0	0.00	10	100.00	-1.269%	-1.31734

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.01818	-0.56919
(-5,0)	-0.01698	-0.71955
(-1,0)	-0.00482	-0.35404
(-1,+1)	0.00619	0.37077

Πίνακας 6

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για της εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=39

Day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	34	19	55.88	15	44.12	0.728%	1.42315
t=-19	36	16	44.44	20	55.56	-0.505%	-0.98750
t=-18	38	18	47.37	20	52.63	-0.382%	-0.74590
t=-17	39	14	35.90	25	64.10	-0.235%	-0.45860
t=-16	37	10	27.03	27	72.97	-0.758%	-1.48070
t=-15	39	14	35.90	25	64.10	-0.723%	-1.41183
t=-14	36	19	52.78	17	47.22	0.028%	0.05553
t=-13	39	15	38.46	24	61.54	-0.531%	-1.03717
t=-12	38	20	52.63	18	47.37	0.084%	0.16450
t=-11	34	19	55.88	15	44.12	0.437%	0.85344
t=-10	37	15	40.54	22	59.46	-0.642%	-1.25435
t=-9	35	13	37.14	22	62.86	-0.227%	-0.44354
t=-8	37	14	37.84	23	62.16	-0.190%	-0.37158
t=-7	36	22	61.11	14	38.89	0.308%	0.60212
t=-6	39	17	43.59	22	56.41	0.036%	0.07011
t=-5	36	16	44.44	20	55.56	0.084%	0.16350
t=-4	35	15	42.86	20	57.14	0.087%	0.17036
t=-3	35	19	54.29	16	45.71	0.058%	0.11293
t=-2	35	18	51.43	17	48.57	0.322%	0.62961
t=-1	35	15	42.86	20	57.14	-0.801%	-1.56425
t=0	36	15	41.67	21	58.33	-0.523%	-1.02185
t=1	39	10	25.64	29	74.36	-0.738%	-1.44251
t=2	39	19	48.72	20	51.28	0.303%	0.59218
t=3	38	20	52.63	18	47.37	0.963%	1.88090
t=4	37	13	35.14	24	64.86	-0.871%	-1.70120
t=5	39	19	48.72	20	51.28	0.446%	0.87065
t=6	37	7	18.92	30	81.08	-1.737%	-3.39402
t=7	39	20	51.28	19	48.72	-0.853%	-1.66736
t=8	36	20	55.56	16	44.44	-0.013%	-0.02589
t=9	37	12	32.43	25	67.57	-0.438%	-0.85604
t=10	36	16	44.44	20	55.56	-0.664%	-1.29694

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.01488	-0.87648
(-5,0)	-0.00773	-0.61633
(-1,0)	-0.01324	-1.82865 *
(-1,+1)	-0.02062	-2.32592 **

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 7

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για της εταιρείες της Κύριας Αγοράς** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=31

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
T=-20	30	18	60.00	12	40.00	0.573%	1.70032
T=-19	30	17	56.67	13	43.33	0.090%	0.26700
T=-18	31	17	54.84	14	45.16	0.489%	1.44977
T=-17	29	13	44.83	16	55.17	0.057%	0.17048
T=-16	29	13	44.83	16	55.17	0.313%	0.92957
T=-15	31	10	32.26	21	67.74	-0.190%	-0.56494
T=-14	30	15	50.00	15	50.00	0.352%	1.04426
T=-13	31	14	45.16	17	54.84	0.171%	0.50621
T=-12	29	14	48.28	15	51.72	-0.250%	-0.74174
T=-11	30	12	40.00	18	60.00	-0.588%	-1.74480
T=-10	30	13	43.33	17	56.67	0.250%	0.74158
t=-9	29	12	41.38	17	58.62	-0.167%	-0.49614
t=-8	30	15	50.00	15	50.00	0.579%	1.71760
t=-7	31	16	51.61	15	48.39	0.156%	0.46422
t=-6	29	12	41.38	17	58.62	-0.582%	-1.72708
t=-5	31	13	41.94	18	58.06	0.075%	0.22126
t=-4	30	13	43.33	17	56.67	-0.016%	-0.04739
t=-3	30	15	50.00	15	50.00	-0.123%	-0.36650
t=-2	30	14	46.67	16	53.33	-0.116%	-0.34515
t=-1	29	11	37.93	18	62.07	-0.288%	-0.85546
t=0	31	14	45.16	17	54.84	-0.385%	-1.14169
t=1	31	13	41.94	18	58.06	-0.179%	-0.53016
t=2	30	18	60.00	12	40.00	0.610%	1.81099
t=3	29	16	55.17	13	44.83	0.316%	0.93751
t=4	31	13	41.94	18	58.06	-0.430%	-1.27740
t=5	28	7	25.00	21	75.00	-0.708%	-2.10062
t=6	31	12	38.71	19	61.29	0.027%	0.07942
t=7	29	15	51.72	14	48.28	-0.421%	-1.25017
t=8	30	11	36.67	19	63.33	-0.200%	-0.59261
t=9	31	17	54.84	14	45.16	0.364%	1.08151
T=10	30	11	36.67	19	63.33	-0.320%	-0.94912

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.00618	-0.55320
(-5,0)	-0.00854	-1.03488
(-1,0)	-0.00673	-1.41220
(-1,+1)	-0.00852	-1.45915

Μελετώντας την περίοδο 2000-2003, χρονικό διάστημα κατά το οποίο η διακράτηση μετοχών ήταν υποχρεωτική βάσει νομοθεσίας, τα αποτελέσματα είναι σίγουρα περισσότερο ενδιαφέροντα. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 8, η AAR την ημέρα αποδέσμευσης των μετοχών στους 6 μήνες είναι αρνητική (-1,014%) και στατιστικά σημαντική. Στατιστικά σημαντική παρουσιάζεται, σύμφωνα με τον πίνακα, και η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση γύρω από την ημέρα αποδέσμευσης των μετοχών στους 6 πρώτους μήνες, τόσο για το υποδιάστημα (-1,0) όπου είναι ίση με -0.01491, όσο και για το τριήμερο διάστημα (-1,+1) κατά το οποίο ισούται με -0.01892. Δίνοντας ερμηνεία στα προαναφερθέντα διαστήματα και αριθμούς, καταλήγουμε ότι όταν η περίοδος διακράτησης είναι υποχρεωτική βάσει Νομοθεσίας, οι μέτοχοι προ Δ.Ε. της εταιρείας προβαίνουν σε πωλήσεις αμέσως μετά την πάροδο του πρώτου εξαμήνου στο οποίο έχουν δηλώσει ότι δεσμεύουν τις μετοχές τους. Η τιμή πέφτει λόγω αύξηση της ποσότητας μετοχών υπό κυκλοφορία. Παρατηρούμε ότι η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική μόνο κατά την ημερομηνία αποδέσμευσης των μετοχών, επομένως το επενδυτικό κοινό δεν έχει μεριμνήσει ώστε να προβεί σε πωλήσεις προ της αποδέσμευσης ώστε να αποφύγει την πτώση της τιμής της μετοχής και να αποφύγει τις απώλειες.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 9, την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) στους 6 μήνες για τις εταιρείες με αρχική δημόσια εγγραφή μετά την κατάργηση του νόμου περί υποχρεωτικής διακράτησης μετοχών, παρατηρούμε μέση έκτακτη απόδοση θετική (1.071%) και στατιστικά σημαντική. Μη στατιστικά σημαντικές είναι όμως οι τιμές στα υποδιαστήματα γύρω από την ημέρα της αποδέσμευσης για την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση. Επομένως, στους 6 μήνες, η αποδέσμευση των μετοχών, εφόσον μάλιστα υφίσταται προαιρετική δέσμευση, δεν οδηγεί σε πτώση τιμής. Κατ' επέκταση δεν παρατηρούνται την ημέρα αποδέσμευσης έντονες κινήσεις πώλησης μετοχών. Αυτό, ενδεχομένως, οφείλεται στο γεγονός ότι οι αρχικοί μέτοχοι θέλουν να στηρίξουν την εταιρεία και δεν βιάζονται να αποδεσμευτούν, καθώς πιστεύουν στη πραγματική αξία της εταιρείας. Η προαιρετική δέσμευση αποτελεί ένδειξη για το επενδυτικό κοινό ότι οι αρχικοί μέτοχοι της εταιρείας επιθυμούν να καταδείξουν την αξιοπιστία της εταιρείας και να κερδίσουν την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού.

Πίνακας 8

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για τις εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά

Περίοδος 2000-2005 με n=60

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	55	31	56.36	24	43.64	0.595%	1.42865
t=-19	57	33	57.89	24	42.11	0.150%	0.36076
t=-18	60	33	55.00	27	45.00	0.309%	0.74151
t=-17	59	23	38.98	36	61.02	-0.056%	-0.13364
t=-16	56	22	39.29	34	60.71	0.010%	0.02520
t=-15	60	18	30.00	42	70.00	-0.539%	-1.29391
t=-14	56	30	53.57	26	46.43	0.118%	0.28314
t=-13	60	25	41.67	35	58.33	-0.429%	-1.03000
t=-12	56	25	44.64	31	55.36	-0.397%	-0.95433
t=-11	56	29	51.79	27	48.21	0.169%	0.40656
t=-10	56	26	46.43	30	53.57	-0.097%	-0.23240
t=-9	55	22	40.00	33	60.00	-0.185%	-0.44318
t=-8	58	27	46.55	31	53.45	0.257%	0.61764
t=-7	57	28	49.12	29	50.88	-0.092%	-0.22079
t=-6	59	25	42.37	34	57.63	-0.369%	-0.88630
t=-5	60	26	43.33	34	56.67	-0.069%	-0.16471
t=-4	58	25	43.10	33	56.90	0.155%	0.37199
t=-3	59	27	45.76	32	54.24	-0.247%	-0.59244
t=-2	58	28	48.28	30	51.72	-0.024%	-0.05645
t=-1	58	21	36.21	37	63.79	-0.476%	-1.14375
t=0	58	19	32.76	39	67.24	-1.014%	-2.43555 **
t=1	60	23	38.33	37	61.67	-0.401%	-0.96408
t=2	59	34	57.63	25	42.37	0.462%	1.10899
t=3	57	30	52.63	27	47.37	0.649%	1.55909
t=4	58	23	39.66	35	60.34	-0.380%	-0.91195
t=5	57	26	45.61	31	54.39	0.060%	0.14340
t=6	59	18	30.51	41	69.49	-0.615%	-1.47616
t=7	59	28	47.46	31	52.54	-0.682%	-1.63860
t=8	57	26	45.61	31	54.39	-0.165%	-0.39712
t=9	59	26	44.07	33	55.93	-0.014%	-0.03448
t=10	58	20	34.48	38	65.52	-0.683%	-1.64068

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.02160	-1.56362
(-5,0)	-0.01674	-1.64153
(-1,0)	-0.01491	-2.53095 **
(-1,+1)	-0.01892	-2.62312 **

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 9

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για εταιρείες με προαιρετική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά

Περίοδος 2000-2005 με n=20

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	18	11	61.11	7	38.89	0.589%	1.41190
t=-19	19	8	42.11	11	57.89	-0.302%	-0.72446
t=-18	19	8	42.11	11	57.89	-0.129%	-0.30833
t=-17	19	7	36.84	12	63.16	-0.359%	-0.86023
t=-16	20	9	45.00	11	55.00	-0.317%	-0.75924
t=-15	20	10	50.00	10	50.00	0.140%	0.33638
t=-14	20	10	50.00	10	50.00	0.286%	0.68687
t=-13	20	11	55.00	9	45.00	0.716%	1.71780
t=-12	20	14	70.00	6	30.00	0.947%	2.27252
t=-11	18	9	50.00	9	50.00	-0.110%	-0.26294
t=-10	20	7	35.00	13	65.00	-0.445%	-1.06709
t=-9	18	8	44.44	10	55.56	-0.295%	-0.70845
t=-8	18	6	33.33	12	66.67	-0.184%	-0.44053
t=-7	20	14	70.00	6	30.00	0.800%	1.91968
t=-6	19	9	47.37	10	52.63	0.508%	1.21870
t=-5	17	8	47.06	9	52.94	0.165%	0.39584
t=-4	17	9	52.94	8	47.06	0.016%	0.03882
t=-3	16	10	62.50	6	37.50	0.386%	0.92625
t=-2	17	8	47.06	9	52.94	0.214%	0.51398
t=-1	16	8	50.00	8	50.00	-0.238%	-0.57156
t=0	18	13	72.22	5	27.78	1.071%	2.56926**
t=1	20	6	30.00	14	70.00	0.038%	0.09151
t=2	20	9	45.00	11	55.00	0.448%	1.07550
t=3	20	11	55.00	9	45.00	0.303%	0.72611
t=4	19	5	26.32	14	73.68	-1.476%	-3.53986
t=5	20	7	35.00	13	65.00	0.345%	0.82737
t=6	19	5	26.32	14	73.68	-1.026%	-2.46015
t=7	19	12	63.16	7	36.84	0.055%	0.13287
t=8	19	9	47.37	10	52.63	0.090%	0.21580
t=9	19	8	42.11	11	57.89	0.059%	0.14172
t=10	18	7	38.89	11	61.11	-0.364%	-0.87331

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.01999	1.44572
(-5,0)	0.01615	1.58098
(-1,0)	0.00833	1.41259
(-1,+1)	0.00871	1.20620

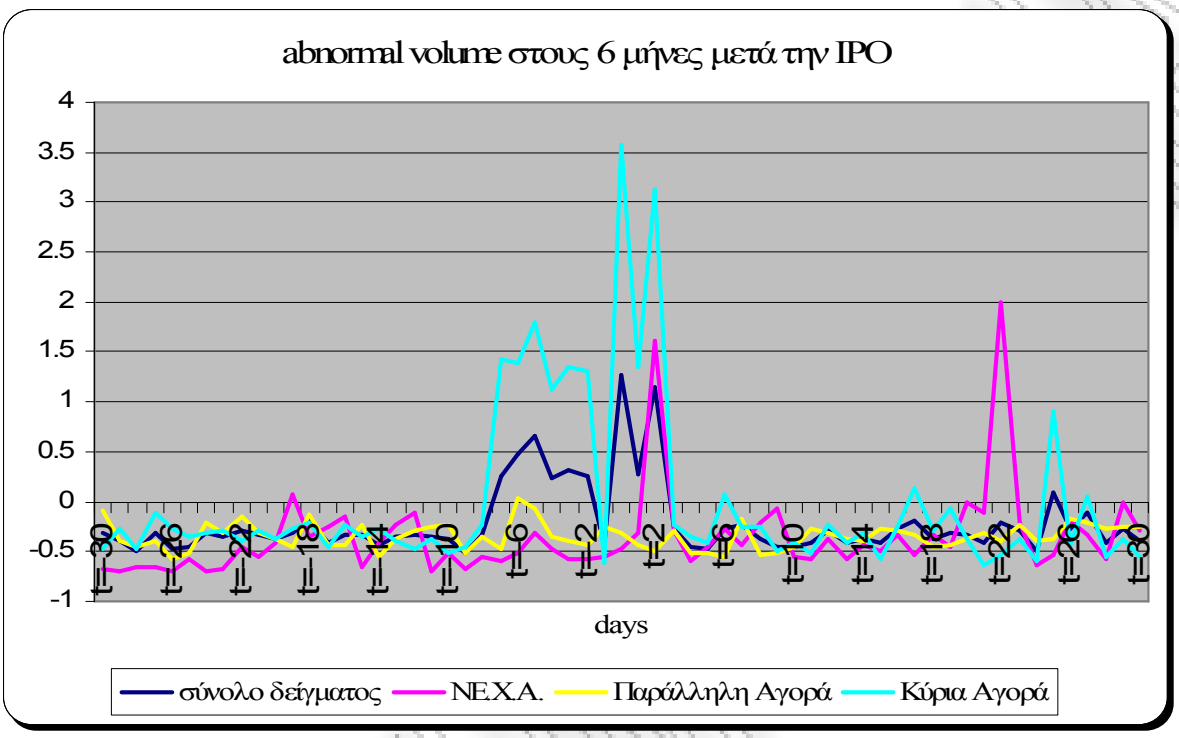
** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Στα Διαγράμματα 3 και 4, που ακολουθούν, βλέπουμε την συμπεριφορά του έκτακτου όγκου συναλλαγών κατά την αποδέσμευση των μετοχών το πρώτο εξάμηνο (t=0) μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζεται ο έκτακτος όγκος συναλλαγών για το σύνολο των μετοχών, τις μετοχές της ΝΕ.Χ.Α., της Παράλληλης καθώς και της Κύριας Αγοράς, ενώ στο Διάγραμμα 4 παρουσιάζεται η κινητικότητα του εκτάκτου όγκου συναλλαγών για τις εταιρείες που δεσμεύονται περί διακράτησης μετοχών βάσει Νομοθεσίας και τις εταιρείες που προβαίνουν σε εθελοντική δέσμευση των μετοχών τους.

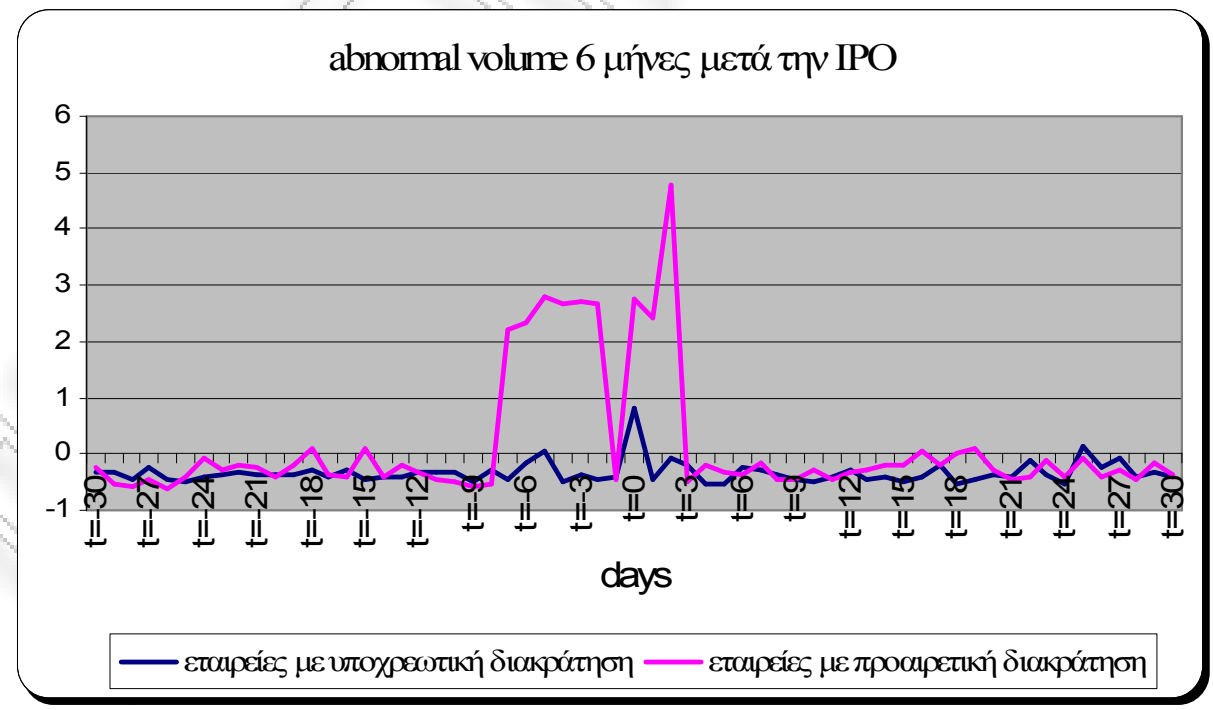
Μελετώντας το Διάγραμμα 3, παρατηρούμε ότι οι εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς δεν παρουσιάζουν καμία ιδιαίτερη μεταβλητότητα τις ημέρες γύρω από την αποδέσμευση. Όμως, για τις εταιρείες της Κύριας Αγοράς παρατηρείται αύξηση του εκτάκτου όγκου συναλλαγών κατά το διάστημα (-8,+2). Για τις εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α. παρατηρείται αύξηση του εκτάκτου όγκου συναλλαγών αλλά 2 ημέρες μετά την ημερομηνία αποδέσμευσης. Η αύξηση του όγκου συναλλαγών στην Κύρια αγορά αυξάνει και τον έκτακτο όγκο του συνολικού δείγματος, καθώς η μεταβολή είναι ιδιαίτερα έντονη. Μια ημέρα πριν από την ημερομηνία αποδέσμευσης υπάρχει μια αύξηση του όγκου συναλλαγών που καταδεικνύει ότι το επενδυτικό κοινό για να αποφύγει την μαζική πώληση μετοχών την ημέρα t=0, προβαίνει σε πωλήσεις μετοχών. Απότομη αύξηση του όγκου συναλλαγών παρατηρείται την ημέρα αποδέσμευσης, που ερμηνεύεται καθώς οι αρχικοί μέτοχοι μπορούν για πρώτη φορά μετά την αρχική δημόσια εγγραφή να αποδεσμεύσουν ένα ποσοστό του κεφαλαίου τους.

Στο διάγραμμα 5, παρατηρείται ιδιαιτέρως έντονη αύξηση του έκτακτου όγκου συναλλαγών την ημερομηνία αποδέσμευσης t=0 για τις εταιρείες με προαιρετική δέσμευση των μετοχών. Οι εταιρείες με υποχρεωτική δέσμευση βάσει νομοθεσίας των μετοχών παρουσιάζουν επίσης αύξηση του εκτάκτου όγκου συναλλαγών τους αλλά η αύξηση αυτή είναι αρκετά ηπιότερη.

Διάγραμμα 3



Διάγραμμα 4



Στο Διάγραμμα 5 παρουσιάζεται ο μέσος όγκος συναλλαγών για το σύνολο του δείγματος ένα εξάμηνο μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Παρατηρούμε έντονη κινητικότητα του μέσου όγκου συναλλαγών τις ημέρες γύρω από την αποδέσμευση. Την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0), ο όγκος αυξάνεται απότομα, καθώς οι αρχικοί μέτοχοι προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις των μετοχών τους, καθώς μπορούν πλέον να πωλήσουν ένα τμήμα του αρχικού ποσοστού του κεφαλαίου τους.

Διάγραμμα 5

6.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΣΗΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (AVERAGE ABNORMAL RETURN) ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET MODEL) 1 ΕΤΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΙΡΟ

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 10, η μέση έκτακτη απόδοση, ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή για το σύνολο του δείγματος, είναι θετικός αριθμός (0,236%), αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Από τον πίνακα βλέπουμε ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για όλες τις υποπεριόδους που εξετάζουμε παρουσιάζεται αρνητική αλλά επίσης μη στατιστικά σημαντική. Επομένως, για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος η ημερομηνία αποδέσμευσης και το διάστημα γύρω από την ημερομηνία αυτή δεν συνδέεται με στατιστικά σημαντική μεταβολή της τιμής της μετοχής.

Η μέση έκτακτη απόδοση για τις εταιρείες που εισήχθησαν στη ΝΕ.Χ.Α. παρατηρείται ένα χρόνο μετά την αρχική δημόσια εγγραφή θετική (1,207%), αλλά όχι στατιστικά σημαντική, με βάση τα αποτελέσματα του Πίνακα 11. Όσον αφορά την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση, για διάφορες υποπεριόδους που εξετάζουμε, είναι αρνητική αλλά και πάλι όχι σημαντικά στατιστική.

Από τον Πίνακα 12 παρατηρούμε ότι η AAR την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) για τις εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς είναι αρνητική (-0,197%), αλλά όχι στατιστικά σημαντική. Καθώς μελετάμε τον πίνακα με υποπεριόδους γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) του πρώτου έτους, συναντάμε αρνητικές αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, αλλά σε κανένα από τα διαστήματα αυτά δεν είναι στατιστικά σημαντικό το αποτέλεσμα.

Ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, σύμφωνα με τον Πίνακα 13, οι εταιρείες που εισέρχονται στην Κύρια Αγορά παρουσιάζουν θετική AAR (0.627%), αλλά μη στατιστικά σημαντική. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις εταιρείες της Κύριας αγοράς, σε όλα τα υπό εξέταση υποδιαστήματα, οι τιμές είναι επίσης θετικές, αλλά όχι στατιστικά σημαντικές. Επομένως, δεν συνδέεται το γεγονός της αποδέσμευσης των μετοχών με κάποια στατιστικά σημαντική μεταβολή στην απόδοση της μετοχής.

Πίνακας 10

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για το σύνολο των εταιρειών** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=74

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	72	32	44.44	40	55.56	-0.375%	-1.05678
t=-19	70	39	55.71	31	44.29	0.274%	0.77273
t=-18	69	34	49.28	35	50.72	-0.015%	-0.04278
t=-17	69	36	52.17	33	47.83	-0.088%	-0.24928
t=-16	68	36	52.94	32	47.06	0.175%	0.49364
t=-15	70	35	50.00	35	50.00	0.035%	0.09856
t=-14	70	35	50.00	35	50.00	0.383%	1.08117
t=-13	71	33	46.48	38	53.52	-0.129%	-0.36405
t=-12	70	28	40.00	42	60.00	0.130%	0.36533
t=-11	73	31	42.47	42	57.53	-0.157%	-0.44386
t=-10	73	37	50.68	36	49.32	-0.175%	-0.49363
t=-9	70	29	41.43	41	58.57	-0.216%	-0.60789
t=-8	72	30	41.67	42	58.33	-0.356%	-1.00341
t=-7	67	33	49.25	34	50.75	0.067%	0.19039
t=-6	72	28	38.89	44	61.11	-0.137%	-0.38752
t=-5	70	31	44.29	39	55.71	-0.165%	-0.46442
t=-4	71	35	49.30	36	50.70	-0.011%	-0.03150
t=-3	70	28	40.00	42	60.00	-0.333%	-0.93876
t=-2	71	36	50.70	35	49.30	0.485%	1.36742
t=-1	72	31	43.06	41	56.94	-0.365%	-1.02844
t=0	67	36	53.73	31	46.27	0.236%	0.66615
t=1	71	25	35.21	46	64.79	-0.093%	-0.26127
t=2	72	29	40.28	43	59.72	-0.324%	-0.91301
t=3	72	30	41.67	42	58.33	-0.477%	-1.34602
t=4	70	31	44.29	39	55.71	-0.148%	-0.41613
t=5	66	22	33.33	44	66.67	-0.541%	-1.52565
t=6	71	35	49.30	36	50.70	0.086%	0.24295
t=7	66	30	45.45	36	54.55	-0.281%	-0.79336
t=8	68	27	39.71	41	60.29	-0.249%	-0.70185
t=9	70	33	47.14	37	52.86	0.042%	0.11826
t=10	66	30	45.45	36	54.55	0.470%	1.32452

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.009684	-0.82361
(-5,0)	-0.001523	-0.17536
(-1,0)	-0.001284	-0.25618
(-1,+1)	-0.002211	-0.36001

Πίνακας 11

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για τις εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α.** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=9

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	8	4	50.00	4	50.00	0.077%	0.07150
t=-19	9	5	55.56	4	44.44	-0.621%	-0.57341
t=-18	8	5	62.50	3	37.50	1.343%	1.23997
t=-17	9	4	44.44	5	55.56	-0.955%	-0.88184
t=-16	9	7	77.78	2	22.22	1.735%	1.60283
t=-15	8	5	62.50	3	37.50	0.008%	0.00776
t=-14	9	4	44.44	5	55.56	0.021%	0.01906
t=-13	8	3	37.50	5	62.50	-0.155%	-0.14300
t=-12	9	4	44.44	5	55.56	-0.832%	-0.76826
t=-11	9	3	33.33	6	66.67	-0.432%	-0.39894
t=-10	8	4	50.00	4	50.00	-0.766%	-0.70744
t=-9	9	3	33.33	6	66.67	-1.214%	-1.12125
t=-8	9	3	33.33	6	66.67	0.039%	0.03608
t=-7	9	6	66.67	3	33.33	1.308%	1.20802
t=-6	9	5	55.56	4	44.44	0.537%	0.49607
t=-5	7	2	28.57	5	71.43	-0.944%	-0.87183
t=-4	9	4	44.44	5	55.56	-0.113%	-0.10390
t=-3	8	4	50.00	4	50.00	-0.945%	-0.87302
t=-2	8	4	50.00	4	50.00	0.647%	0.59776
t=-1	9	3	33.33	6	66.67	-1.499%	-1.38435
t=0	6	3	50.00	3	50.00	1.207%	1.11475
t=1	8	3	37.50	5	62.50	-0.357%	-0.33009
t=2	8	4	50.00	4	50.00	0.347%	0.32035
t=3	9	4	44.44	5	55.56	-0.591%	-0.54591
t=4	9	4	44.44	5	55.56	0.468%	0.43236
t=5	9	2	22.22	7	77.78	-1.778%	-1.64164
t=6	9	4	44.44	5	55.56	-0.248%	-0.22942
t=7	9	6	66.67	3	33.33	0.915%	0.84489
t=8	9	3	33.33	6	66.67	0.231%	0.21356
t=9	9	4	44.44	5	55.56	-0.507%	-0.46859
t=10	8	5	62.50	3	37.50	2.665%	2.46090

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.017423	-0.48516
(-5,0)	-0.016464	-0.62078
(-1,0)	-0.002919	-0.19064
(-1,+1)	-0.006493	-0.34623

Πίνακας 12

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες στη Παράλληλη Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=37

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	37	18	48.65	19	51.35	-0.327%	-0.62035
t=-19	33	18	54.55	15	45.45	0.273%	0.51786
t=-18	35	18	51.43	17	48.57	-0.350%	-0.66380
t=-17	37	20	54.05	17	45.95	0.092%	0.17457
t=-16	33	16	48.48	17	51.52	0.016%	0.02986
t=-15	35	14	40.00	21	60.00	-0.110%	-0.20817
t=-14	34	17	50.00	17	50.00	0.672%	1.27595
t=-13	36	17	47.22	19	52.78	0.060%	0.11433
t=-12	34	12	35.29	22	64.71	0.558%	1.05943
t=-11	37	14	37.84	23	62.16	-0.285%	-0.54035
t=-10	37	15	40.54	22	59.46	-0.449%	-0.85172
t=-9	34	14	41.18	20	58.82	-0.198%	-0.37614
t=-8	35	13	37.14	22	62.86	-0.826%	-1.56781
t=-7	33	15	45.45	18	54.55	-0.383%	-0.72753
t=-6	36	11	30.56	25	69.44	-0.332%	-0.62973
t=-5	35	16	45.71	19	54.29	-0.484%	-0.91780
t=-4	35	18	51.43	17	48.57	-0.027%	-0.05211
t=-3	34	12	35.29	22	64.71	-0.242%	-0.45959
t=-2	35	14	40.00	21	60.00	0.419%	0.79444
t=-1	35	16	45.71	19	54.29	-0.200%	-0.37882
t=0	36	18	50.00	18	50.00	-0.197%	-0.37380
t=1	36	15	41.67	21	58.33	-0.102%	-0.19296
t=2	37	13	35.14	24	64.86	-0.540%	-1.02525
t=3	36	15	41.67	21	58.33	-0.594%	-1.12734
t=4	36	17	47.22	19	52.78	-0.291%	-0.55275
t=5	34	12	35.29	22	64.71	-0.691%	-1.31066
t=6	34	18	52.94	16	47.06	0.353%	0.67073
t=7	31	14	45.16	17	54.84	-0.444%	-0.84202
t=8	34	13	38.24	21	61.76	-0.386%	-0.73315
t=9	35	17	48.57	18	51.43	0.364%	0.69069
t=10	33	15	45.45	18	54.55	0.173%	0.32840

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.0292	-1.67056
(-5,0)	-0.00731	-0.56652
(-1,0)	-0.00397	-0.53218
(-1,+1)	-0.00498	-0.54593

Πίνακας 13

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες στη Κύρια Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=28

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	27	10	37.04	17	62.96	-0.574%	-1.60882
t=-19	28	16	57.14	12	42.86	0.563%	1.57744
t=-18	26	11	42.31	15	57.69	0.018%	0.04928
t=-17	23	12	52.17	11	47.83	-0.040%	-0.11072
t=-16	26	13	50.00	13	50.00	-0.163%	-0.45694
t=-15	27	16	59.26	11	40.74	0.230%	0.64557
t=-14	27	14	51.85	13	48.15	0.140%	0.39254
t=-13	27	13	48.15	14	51.85	-0.374%	-1.04789
t=-12	27	12	44.44	15	55.56	-0.090%	-0.25235
t=-11	27	14	51.85	13	48.15	0.109%	0.30494
t=-10	28	18	64.29	10	35.71	0.356%	0.99721
t=-9	27	12	44.44	15	55.56	0.096%	0.26794
t=-8	28	14	50.00	14	50.00	0.106%	0.29590
t=-7	25	12	48.00	13	52.00	0.216%	0.60581
t=-6	27	12	44.44	15	55.56	-0.103%	-0.28841
t=-5	28	13	46.43	15	53.57	0.429%	1.20253
t=-4	27	13	48.15	14	51.85	0.044%	0.12259
t=-3	28	12	42.86	16	57.14	-0.268%	-0.75071
t=-2	28	18	64.29	10	35.71	0.521%	1.46026
t=-1	28	12	42.86	16	57.14	-0.206%	-0.57793
t=0	25	15	60.00	10	40.00	0.627%	1.75724
t=1	27	7	25.93	20	74.07	-0.002%	-0.00583
t=2	27	12	44.44	15	55.56	-0.225%	-0.63196
t=3	27	11	40.74	16	59.26	-0.283%	-0.79406
t=4	25	10	40.00	15	60.00	-0.162%	-0.45439
t=5	23	8	34.78	15	65.22	0.165%	0.46138
t=6	28	13	46.43	15	53.57	-0.131%	-0.36716
t=7	26	10	38.46	16	61.54	-0.502%	-1.40580
t=8	25	11	44.00	14	56.00	-0.235%	-0.65743
t=9	26	12	46.15	14	53.85	-0.202%	-0.56483
t=10	25	10	40.00	15	60.00	0.159%	0.44435

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.018168	1.535423
(-5,0)	0.011466	1.312096
(-1,0)	0.004207	0.833895
(-1,+1)	0.004186	0.677504

Σύμφωνα με τον Πίνακα 14, οι εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση μετοχών -οι εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α και εταιρείες της Κύριας και Παράλληλης αγοράς πριν την κατάργηση του νόμου το 2003- παρουσιάζουν αρνητική (-0.021%), αλλά μη στατιστικά σημαντική μέση έκτακτη απόδοση. Ο πίνακας με τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις εμφανίζει τις τιμές στα υποδιαστήματα αρνητικές, αλλά όχι στατιστικά σημαντικές.

Από τον Πίνακα 15, με τις εταιρείες που προέβησαν σε προαιρετική δέσμευση -καθώς δεν υπήρχε υποχρεωτική δέσμευση βάσει νόμου μετά το 2003 για εταιρείες της Κύριας και της Παράλληλης Αγοράς- παρατηρούμε ότι την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, θετική AAR (1,305%) στατιστικά σημαντική. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για τα υποδιαστήματα (-1,0) και (-1,+1) παρουσιάζει θετική τιμή και στατιστικά σημαντική. Επομένως, την ημερομηνία αποδέσμευσης ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, η τιμή της μετοχής, αντί να πέφτει όπως θα αναμέναμε λόγω πωλήσεων μετοχών, αυξάνεται. Οι μέτοχοι προ Δ.Ε. δεν προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις των μετοχών τους, προκειμένου να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο, αλλά αντιθέτως την ημερομηνία της αποδέσμευσης τόσο στους 6 μήνες όσο και στο 1 έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, η μέση έκτακτη απόδοση παρουσιάζει στατιστικά σημαντική θετική τιμή.

Πίνακας 14

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=59

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	57	22	38.60	35	61.40	-0.531%	-1.25891
t=-19	57	29	50.88	28	49.12	0.117%	0.27739
t=-18	54	26	48.15	28	51.85	-0.282%	-0.66865
t=-17	54	27	50.00	27	50.00	-0.247%	-0.58531
t=-16	55	30	54.55	25	45.45	0.355%	0.84211
t=-15	56	29	51.79	27	48.21	0.132%	0.31340
t=-14	56	24	42.86	32	57.14	0.042%	0.10056
t=-13	56	28	50.00	28	50.00	-0.020%	-0.04740
t=-12	56	20	35.71	36	64.29	-0.147%	-0.34922
t=-11	58	26	44.83	32	55.17	-0.073%	-0.17292
t=-10	58	29	50.00	29	50.00	-0.245%	-0.58104
t=-9	55	22	40.00	33	60.00	0.006%	0.01493
t=-8	58	26	44.83	32	55.17	-0.088%	-0.20833
t=-7	53	22	41.51	31	58.49	-0.244%	-0.57762
t=-6	57	20	35.09	37	64.91	-0.143%	-0.33861
t=-5	57	25	43.86	32	56.14	0.074%	0.17437
t=-4	56	27	48.21	29	51.79	-0.259%	-0.61474
t=-3	55	21	38.18	34	61.82	-0.354%	-0.83828
t=-2	57	33	57.89	24	42.11	0.706%	1.67221
t=-1	57	22	38.60	35	61.40	-0.613%	-1.45384
t=0	54	26	48.15	28	51.85	-0.021%	-0.05036
t=1	56	19	33.93	37	66.07	-0.093%	-0.22092
t=2	58	22	37.93	36	62.07	-0.202%	-0.47837
t=3	57	21	36.84	36	63.16	-0.660%	-1.56351
t=4	57	24	42.11	33	57.89	-0.240%	-0.56838
t=5	52	17	32.69	35	67.31	-0.666%	-1.57928
t=6	57	26	45.61	31	54.39	-0.097%	-0.23012
t=7	52	23	44.23	29	55.77	-0.246%	-0.58386
t=8	54	20	37.04	34	62.96	-0.481%	-1.13930
t=9	56	28	50.00	28	50.00	0.023%	0.05396
t=10	54	24	44.44	30	55.56	0.517%	1.22405

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.011821	-0.84463
(-5,0)	-0.004687	-0.45342
(-1,0)	-0.006347	-1.06363
(-1,+1)	-0.007279	-0.99600

Πίνακας 15

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες με προαιρετική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=15

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	15	10	66.67	5	33.33	0.220%	0.46163
t=-19	13	10	76.92	3	23.08	0.962%	2.01504
t=-18	15	8	53.33	7	46.67	0.946%	1.98178
t=-17	15	9	60.00	6	40.00	0.483%	1.01107
t=-16	13	6	46.15	7	53.85	-0.588%	-1.23180
t=-15	14	6	42.86	8	57.14	-0.354%	-0.74218
t=-14	14	11	78.57	3	21.43	1.747%	3.65926
t=-13	15	5	33.33	10	66.67	-0.536%	-1.12336
t=-12	14	8	57.14	6	42.86	1.237%	2.59150
t=-11	15	5	33.33	10	66.67	-0.484%	-1.01322
t=-10	15	8	53.33	7	46.67	0.096%	0.20191
t=-9	15	7	46.67	8	53.33	-1.029%	-2.15527
t=-8	14	4	28.57	10	71.43	-1.465%	-3.06958
t=-7	14	11	78.57	3	21.43	1.246%	2.60977
t=-6	15	8	53.33	7	46.67	-0.116%	-0.24402
t=-5	13	6	46.15	7	53.85	-1.209%	-2.53310
t=-4	15	8	53.33	7	46.67	0.916%	1.91810
t=-3	15	7	46.67	8	53.33	-0.256%	-0.53649
t=-2	14	3	21.43	11	78.57	-0.414%	-0.86818
t=-1	15	9	60.00	6	40.00	0.581%	1.21748
t=0	13	10	76.92	3	23.08	1.305%	2.73474 **
t=1	15	6	40.00	9	60.00	-0.090%	-0.18937
t=2	14	7	50.00	7	50.00	-0.828%	-1.73536
t=3	15	9	60.00	6	40.00	0.217%	0.45371
t=4	13	7	53.85	6	46.15	0.257%	0.53892
t=5	14	5	35.71	9	64.29	-0.075%	-0.15618
t=6	14	9	64.29	5	35.71	0.832%	1.74332
t=7	14	7	50.00	7	50.00	-0.411%	-0.86070
t=8	14	7	50.00	7	50.00	0.646%	1.35289
t=9	14	5	35.71	9	64.29	0.119%	0.24836
t=10	12	6	50.00	6	50.00	0.258%	0.54109

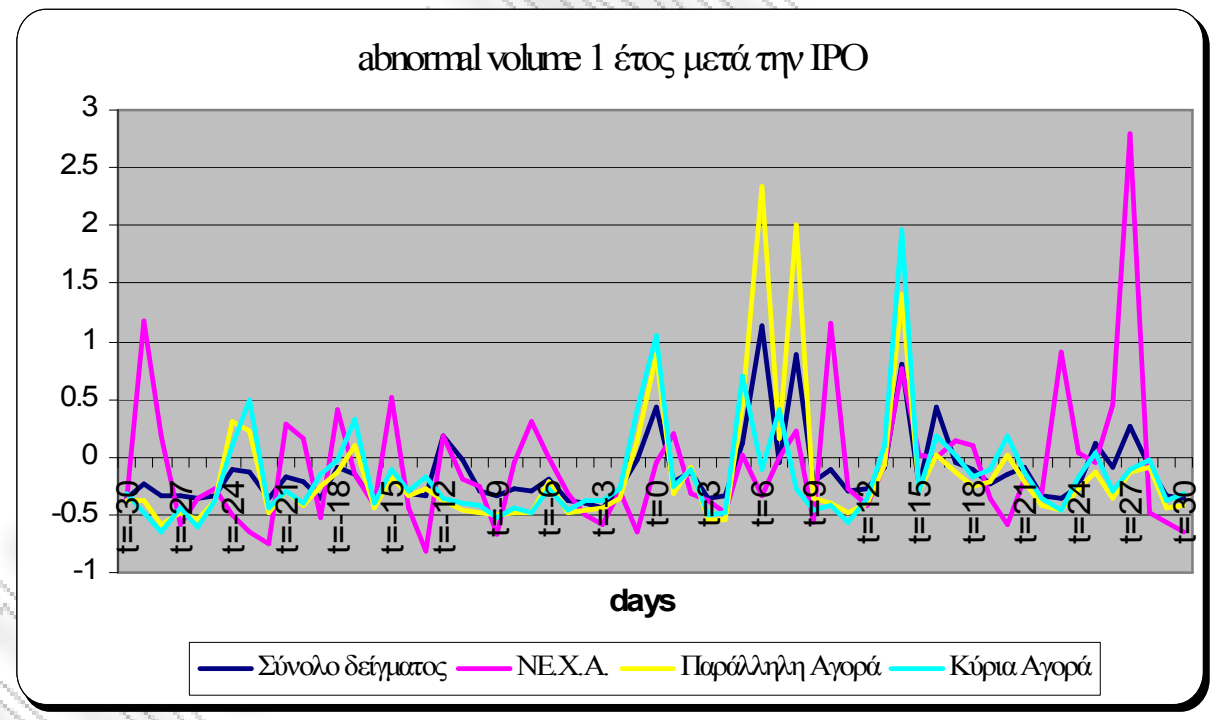
	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.003459	-0.21849
(-5,0)	0.009225	0.78896
(-1,0)	0.018865	2.79464 **
(-1,+1)	0.017962	2.17248 *

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

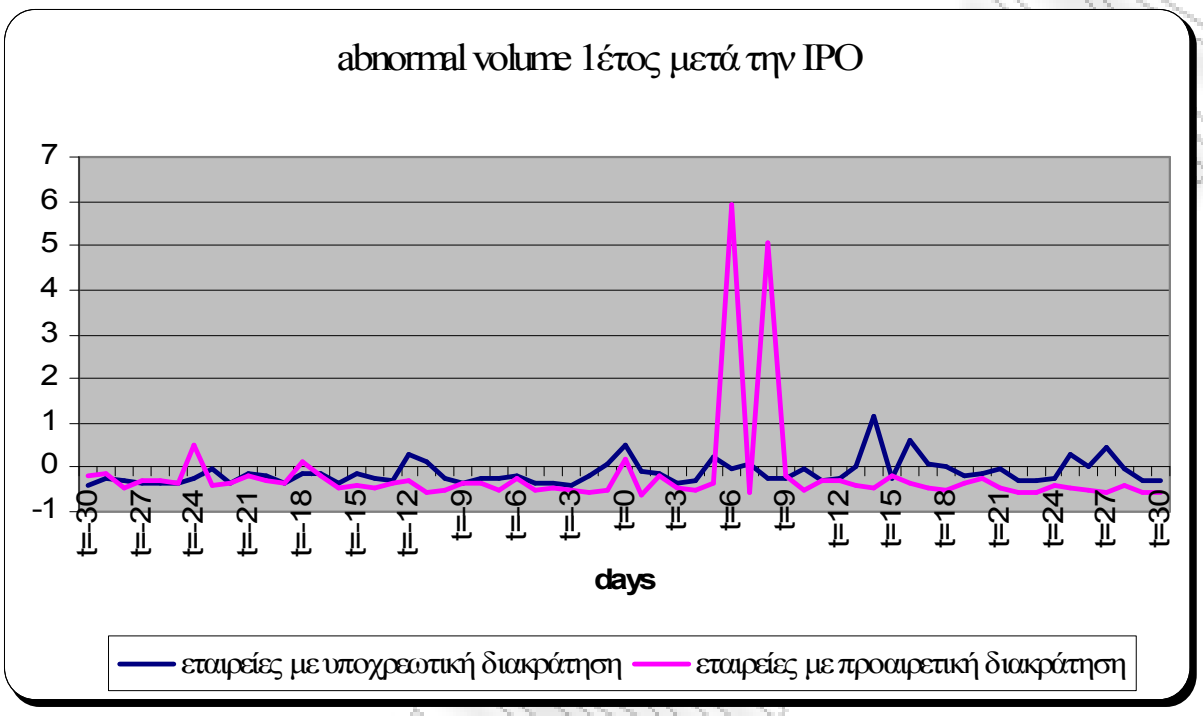
** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Στα Διαγράμματα 6 και 7 που ακολουθούν βλέπουμε την συμπεριφορά του έκτακτου όγκου συναλλαγών γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) 1 έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Από το διάγραμμα 6 παρατηρούμε αύξηση του εκτάκτου όγκου συναλλαγών κατά την ημερομηνία αποδέσμευσης. Εντονότερη αύξηση του όγκου συναλλαγών την ημέρα t=0 παρουσιάζει η Κύρια και η Παράλληλη αγορά. Την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή παρατηρείται μικρή μόνο αύξηση του εκτάκτου όγκου συναλλαγών κατά τη διάκριση των εταιρειών σε εταιρείες με υποχρεωτική και προαιρετική διακράτηση. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 8, ο μέσος όγκος συναλλαγών για το σύνολο του δείγματος ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, παρουσιάζει απότομη αύξηση την ημερομηνία αποδέσμευσης (t = 0). Τις ημέρες που ακολουθούν κινείται σε λίγο υψηλότερα επίπεδα από τις τιμές πριν την αποδέσμευση.

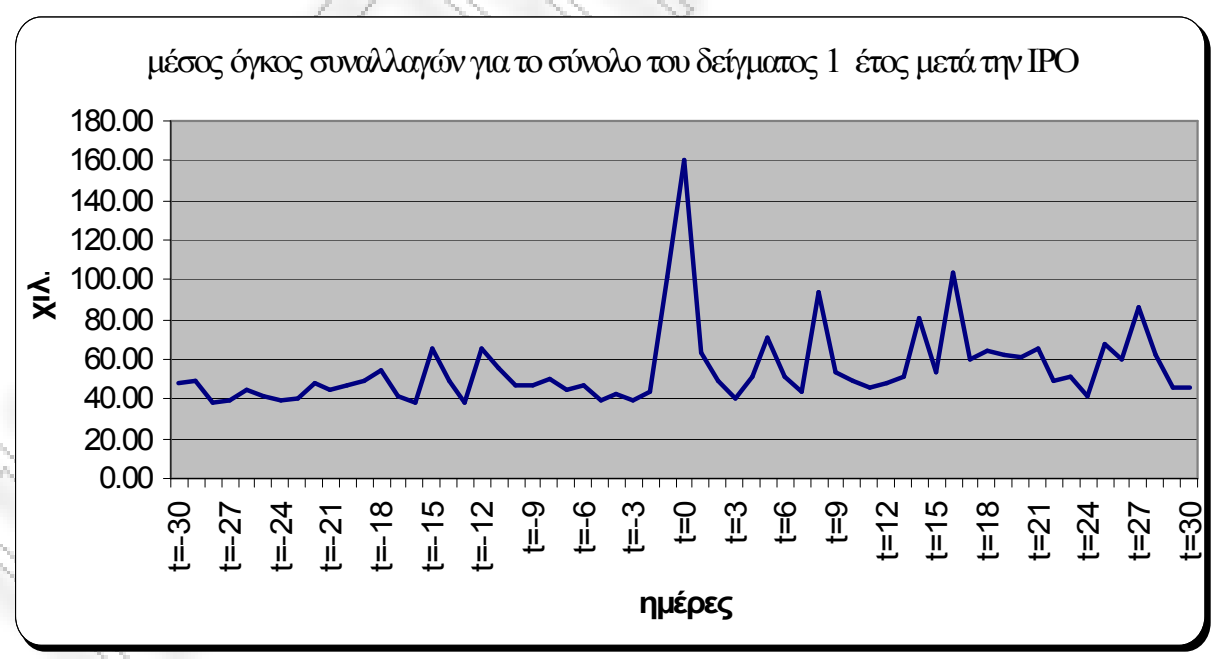
Διάγραμμα 6



Διάγραμμα 7



Διάγραμμα 8



6.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΣΗΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (AVERAGE ABNORMAL RETURN) ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET MODEL) 2 ΕΤΗ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΙΡΟ

Με βάση τα στοιχεία του Πίνακα 16, το δεύτερο έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, η μέση έκτακτη απόδοση (AAR) του συνόλου των εταιρειών που εξετάζουμε στο δείγμα μας εμφανίζεται αρνητική (-1,128%) και στατιστικά σημαντική. Μια τέτοια συμπεριφορά μπορεί ερμηνευθεί καθώς την ημέρα εκείνη αποδεσμεύονται οι αρχικοί μέτοχοι από όλους τους περιορισμούς περί διακράτησης μετοχών που έχουν θέσει, είτε προαιρετικά είτε υποχρεωτικά βάσει νομοθεσίας. Μελετώντας τον πίνακα με τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, παρατηρούμε ότι στο διάστημα (-1,0) το CAAR είναι αρνητικό (-0.01004) και στατιστικά σημαντικό. Το επενδυτικό κοινό γνωρίζει την ημέρα αποδέσμευσης και προκειμένου να μην χάσει από την πώληση μετοχών των αρχικών μετόχων προβαίνει σε πωλήσεις προ της ημέρας αποδέσμευσης. Η έντονη επομένως πώληση των μετοχών οδηγεί σε μεγάλο αριθμό μετοχών προς διάθεση και πτώση της τιμής τους. Στατιστικά σημαντική αρνητική CAAR παρατηρείται και στα διαστήματα (-10,0) και (-5,0) που επαληθεύει την ερμηνεία που δίνεται.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 17, που αφορά τις εταιρείες που εισήχθησαν στην ΝΕ.Χ.Α., την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή έχουμε στατιστικά σημαντική αρνητική μέση υπερβάλλουσα απόδοση (-2.570%). Στατιστικά σημαντική αρνητική αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση παρατηρείται και στο υποδιαστήμα (-10,0) όπου ισούται με -0.069021, στο διάστημα (-5,0) είναι ίση με -0.044304 και στο (-1,0) γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης είναι -0.025403.

Μελετώντας τις μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς, από τον Πίνακα 18, βλέπουμε ότι η AAR την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) είναι αρνητική (-1,674%) και στατιστικά σημαντική. Παρατηρούμε στατιστικά σημαντικές αρνητικές τιμές στα διαστήματα (-10,0) και (-5,0) για την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση. Για τα υποδιαστήματα (-1, 0) και (-1,+1) οι αρνητικές τιμές δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Επομένως, το επενδυτικό κοινό προβαίνει σε πωλήσεις μετοχών αρκετές ημέρες πριν από

την αποδέσμευση των μετοχών για να αποφύγει να ζημιωθεί μετά την αποδέσμευση από τους αρχικούς μετόχους της εταιρείας.

Για τις εταιρείες της Κύριας Αγοράς, ο Πίνακας 19 μας δείχνει ότι η μέση έκτακτη απόδοση, την ημέρα αποδέσμευσης στα δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, είναι αρνητική (-0,087%) αλλά μη στατιστικά σημαντική. Στο διάστημα (-1,0) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (CAAR) στις εταιρείες της Κύριας Αγοράς είναι αρνητική αλλά, επίσης, όχι στατιστικά σημαντική. Επομένως, η απόδοση των εταιρειών της Κύριας αγοράς, κατά την ημερομηνία της οριστικής αποδέσμευσης των αρχικών μετόχων, δεν φαίνεται να επηρεάζεται από την αποδέσμευση αυτή των μετοχών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Πίνακας 16

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για το σύνολο των εταιρειών** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=65

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	62	27	43.55	35	56.45	-0.541%	-1.55416
t=-19	60	24	40.00	36	60.00	-0.212%	-0.60871
t=-18	61	26	42.62	35	57.38	-0.090%	-0.25985
t=-17	61	25	40.98	36	59.02	-0.196%	-0.56406
t=-16	64	26	40.63	38	59.38	-0.323%	-0.92950
t=-15	63	23	36.51	40	63.49	-0.837%	-2.40588
t=-14	56	22	39.29	34	60.71	-0.654%	-1.88095
t=-13	61	24	39.34	37	60.66	0.074%	0.21192
t=-12	59	29	49.15	30	50.85	-0.578%	-1.66007
t=-11	62	32	51.61	30	48.39	-0.380%	-1.09236
t=-10	63	28	44.44	35	55.56	-0.479%	-1.37796
t=-9	59	27	45.76	32	54.24	-0.032%	-0.09088
t=-8	60	27	45.00	33	55.00	-0.493%	-1.41751
t=-7	59	28	47.46	31	52.54	-0.363%	-1.04444
t=-6	59	20	33.90	39	66.10	-0.251%	-0.72008
t=-5	60	23	38.33	37	61.67	0.074%	0.21354
t=-4	58	24	41.38	34	58.62	-0.532%	-1.52810
t=-3	58	16	27.59	42	72.41	-0.892%	-2.56418
t=-2	61	33	54.10	28	45.90	-0.066%	-0.18937
t=-1	59	29	49.15	30	50.85	0.124%	0.35635
t=0	57	21	36.84	36	63.16	-1.128%	-3.24220**
t=1	60	30	50.00	30	50.00	0.118%	0.34033
t=2	58	22	37.93	36	62.07	-0.915%	-2.62987
t=3	61	33	54.10	28	45.90	0.915%	2.63028
t=4	60	35	58.33	25	41.67	0.659%	1.89359
t=5	57	20	35.09	37	64.91	-0.104%	-0.29885
t=6	60	26	43.33	34	56.67	-0.346%	-0.99548
t=7	62	29	46.77	33	53.23	0.249%	0.71482
t=8	60	23	38.33	37	61.67	-0.605%	-1.73820
t=9	61	30	49.18	31	50.82	0.186%	0.53372
t=10	57	23	40.35	34	59.65	-0.499%	-1.43542

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.04037	-3.49899 **
(-5,0)	-0.02419	-2.83895 **
(-1,0)	-0.01004	-2.04061 *
(-1,+1)	-0.00886	-1.46966

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 17

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α.** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=8

day	N	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	8	4	50.00	4	50.00	-0.810%	-0.84989
t=-19	7	3	42.86	4	57.14	0.240%	0.25151
t=-18	8	3	37.50	5	62.50	-0.220%	-0.23124
t=-17	8	5	62.50	3	37.50	-1.117%	-1.17166
t=-16	8	3	37.50	5	62.50	-1.654%	-1.73495
t=-15	7	3	42.86	4	57.14	0.787%	0.82582
t=-14	8	5	62.50	3	37.50	1.118%	1.17224
t=-13	8	5	62.50	3	37.50	-0.218%	-0.22915
t=-12	8	1	12.50	7	87.50	-0.673%	-0.70568
t=-11	8	4	50.00	4	50.00	-0.234%	-0.24572
t=-10	8	3	37.50	5	62.50	-1.609%	-1.68817
t=-9	8	4	50.00	4	50.00	1.733%	1.81733
t=-8	8	5	62.50	3	37.50	-0.207%	-0.21715
t=-7	8	3	37.50	5	62.50	-0.678%	-0.71125
t=-6	8	1	12.50	7	87.50	-1.710%	-1.79331
t=-5	6	3	50.00	3	50.00	0.147%	0.15382
t=-4	7	3	42.86	4	57.14	-2.175%	-2.28190
t=-3	8	3	37.50	5	62.50	0.467%	0.49024
t=-2	7	3	42.86	4	57.14	-0.329%	-0.34480
t=-1	7	4	57.14	3	42.86	0.029%	0.03071
t=0	6	1	16.67	5	83.33	-2.570%	-2.69524**
t=1	7	4	57.14	3	42.86	0.017%	0.01817
t=2	8	4	50.00	4	50.00	0.342%	0.35894
t=3	8	5	62.50	3	37.50	3.225%	3.38252
t=4	8	5	62.50	3	37.50	1.355%	1.42099
t=5	6	2	33.33	4	66.67	-0.574%	-0.60226
t=6	8	4	50.00	4	50.00	-0.325%	-0.34135
t=7	8	4	50.00	4	50.00	0.068%	0.07147
t=8	8	4	50.00	4	50.00	0.666%	0.69909
t=9	8	2	25.00	6	75.00	-0.028%	-0.02932
t=10	8	3	37.50	5	62.50	-0.313%	-0.32865

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.069021	-2.18286 *
(-5,0)	-0.044304	-1.8972 *
(-1,0)	-0.025403	-1.88411 *
(-1,+1)	-0.025229	-1.52788

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 18

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες στη Παράλληλη Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=32

day	N	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	31	12	38.71	19	61.29	-0.895%	-1.57970
t=-19	29	9	31.03	20	68.97	-0.463%	-0.81769
t=-18	29	12	41.38	17	58.62	-0.333%	-0.58839
t=-17	29	11	37.93	18	62.07	-0.015%	-0.02716
t=-16	31	14	45.16	17	54.84	0.009%	0.01598
t=-15	31	7	22.58	24	77.42	-1.479%	-2.61111
t=-14	28	9	32.14	19	67.86	-1.406%	-2.48180
t=-13	30	10	33.33	20	66.67	-0.009%	-0.01660
t=-12	30	16	53.33	14	46.67	-0.712%	-1.25761
t=-11	31	17	54.84	14	45.16	-0.603%	-1.06530
t=-10	31	12	38.71	19	61.29	-0.837%	-1.47706
t=-9	29	10	34.48	19	65.52	-1.101%	-1.94442
t=-8	30	14	46.67	16	53.33	-0.957%	-1.68894
t=-7	29	17	58.62	12	41.38	-0.758%	-1.33786
t=-6	29	12	41.38	17	58.62	-0.143%	-0.25262
t=-5	31	12	38.71	19	61.29	0.109%	0.19171
t=-4	29	10	34.48	19	65.52	-0.647%	-1.14161
t=-3	29	6	20.69	23	79.31	-1.429%	-2.52261
t=-2	30	18	60.00	12	40.00	-0.212%	-0.37371
t=-1	28	16	57.14	12	42.86	0.866%	1.52817
t=0	28	9	32.14	19	67.86	-1.674%	-2.95524**
t=1	29	14	48.28	15	51.72	-0.021%	-0.03632
t=2	28	8	28.57	20	71.43	-1.739%	-3.07045
t=3	28	16	57.14	12	42.86	1.380%	2.43696
t=4	28	17	60.71	11	39.29	1.281%	2.26094
t=5	28	10	35.71	18	64.29	-0.082%	-0.14466
t=6	30	11	36.67	19	63.33	-0.854%	-1.50769
t=7	31	16	51.61	15	48.39	0.703%	1.24193
t=8	28	10	35.71	18	64.29	-0.717%	-1.26518
t=9	31	16	51.61	15	48.39	0.446%	0.78769
t=10	25	10	40.00	15	60.00	-0.736%	-1.29964

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.06783	-3.61036 **
(-5,0)	-0.02987	-2.15281 *
(-1,0)	-0.00808	-1.00909
(-1,+1)	-0.00829	-0.84489

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 19

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες στη Κύρια Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=25

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	23	11	47.83	12	52.17	0.030%	0.08201
t=-19	24	12	50.00	12	50.00	-0.040%	-0.10675
t=-18	24	11	45.83	13	54.17	0.246%	0.66343
t=-17	24	9	37.50	15	62.50	-0.108%	-0.29023
t=-16	25	9	36.00	16	64.00	-0.310%	-0.83373
t=-15	25	13	52.00	12	48.00	-0.496%	-1.33393
t=-14	20	8	40.00	12	60.00	-0.311%	-0.83733
t=-13	23	9	39.13	14	60.87	0.284%	0.76391
t=-12	21	12	57.14	9	42.86	-0.349%	-0.93824
t=-11	23	11	47.83	12	52.17	-0.130%	-0.34877
t=-10	24	13	54.17	11	45.83	0.359%	0.96602
t=-9	22	13	59.09	9	40.91	0.737%	1.98409
t=-8	22	8	36.36	14	63.64	0.035%	0.09420
t=-7	22	8	36.36	14	63.64	0.271%	0.72986
t=-6	22	7	31.82	15	68.18	0.139%	0.37291
t=-5	23	8	34.78	15	65.22	0.009%	0.02468
t=-4	22	11	50.00	11	50.00	0.143%	0.38532
t=-3	21	7	33.33	14	66.67	-0.668%	-1.79941
t=-2	24	12	50.00	12	50.00	0.193%	0.51966
t=-1	24	9	37.50	15	62.50	-0.714%	-1.92119
t=0	23	11	47.83	12	52.17	-0.087%	-0.23418
t=1	24	12	50.00	12	50.00	0.316%	0.85008
t=2	22	10	45.45	12	54.55	-0.323%	-0.86892
t=3	25	12	48.00	13	52.00	-0.345%	-0.92964
t=4	24	13	54.17	11	45.83	-0.299%	-0.80457
t=5	23	8	34.78	15	65.22	-0.008%	-0.02182
t=6	22	11	50.00	11	50.00	0.338%	0.91108
t=7	23	9	39.13	14	60.87	-0.302%	-0.81176
t=8	24	9	37.50	15	62.50	-0.898%	-2.41670
t=9	22	12	54.55	10	45.45	-0.104%	-0.27927
t=10	24	10	41.67	14	58.33	-0.315%	-0.84705

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.00417	0.33828
(-5,0)	-0.01124	-1.23500
(-1,0)	-0.00801	-1.52408
(-1,+1)	-0.00485	-0.75361

Από τον Πίνακα 20 παρατηρούμε ότι την ημέρα αποδέσμευσης στα δύο χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, η τιμή της AAR είναι αρνητική (-1,137%) και παράλληλα στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά τις υποπεριόδους που τερματίζουν την ημέρα αποδέσμευσης έχουμε αρνητικές αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και μάλιστα είναι στατιστικά σημαντικές για τα διαστήματα (-10,0), (-5,0) και (-1,0). Το επενδυτικό κοινό γνωρίζει για την αποδέσμευση των αρχικών μετόχων και προβαίνει σε πωλήσεις των μετοχών του όταν ακόμα η τιμή της μετοχής είναι σε υψηλά επίπεδα. Όπως παρατηρούμε την ημερομηνία αποδέσμευσης, οι αρχικοί μέτοχοι όντως προβαίνουν σε πωλήσεις των μετοχών τους καθώς ως την ημερομηνία αυτή ήταν υποχρεωμένοι, βάσει Νόμου, για διακράτηση ποσοστού των υπό κατοχή μετοχών τους.

Για τις εταιρείες για τις οποίες οι αρχικοί μέτοχοι προβαίνουν εθελοντικά σε διακράτηση μετοχών -καθώς δεν επιβάλλεται βάσει νομοθεσίας- την ημέρα αποδέσμευσης στα δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, η AAR παρουσιάζει αρνητική τιμή (-1.073%) αλλά όχι στατιστικά σημαντική, σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 21. Στο διήμερο διάστημα (-1,0) και στο τριήμερο διάστημα (-1,+1) γύρω από την ημέρα αποδέσμευσης στα δύο έτη παρατηρούνται αρνητικές τιμές -0.00238 και -0.00574 αντίστοιχα, αλλά επίσης μη στατιστικά σημαντικές. Κατά την αποδέσμευση, επομένως, στα 2 έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, δεν παρατηρείται καμία στατιστικά σημαντική επιρροή της αποδέσμευσης στην τιμή των μετοχών εταιρειών με προαιρετική διακράτηση, σε αντίθεση με την αποδέσμευση στο εξάμηνο και στο έτος που έχουμε την τιμή να παρουσιάζει ανοδική πορεία την ημερομηνία αποδέσμευσης.

Πίνακας 20

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=56

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	53	21	39.62	32	60.38	-0.798%	-2.01406
t=-19	52	19	36.54	33	63.46	-0.360%	-0.90784
t=-18	52	22	42.31	30	57.69	-0.229%	-0.57906
t=-17	52	20	38.46	32	61.54	-0.358%	-0.90284
t=-16	56	22	39.29	34	60.71	-0.217%	-0.54719
t=-15	54	19	35.19	35	64.81	-0.686%	-1.73218
t=-14	47	20	42.55	27	57.45	-0.256%	-0.64491
t=-13	52	20	38.46	32	61.54	-0.154%	-0.38838
t=-12	51	24	47.06	27	52.94	-0.747%	-1.88526
t=-11	53	27	50.94	26	49.06	-0.473%	-1.19484
t=-10	54	25	46.30	29	53.70	-0.603%	-1.52107
t=-9	50	22	44.00	28	56.00	0.039%	0.09752
t=-8	52	21	40.38	31	59.62	-0.812%	-2.04853
t=-7	50	22	44.00	28	56.00	-0.528%	-1.33138
t=-6	50	16	32.00	34	68.00	-0.326%	-0.82389
t=-5	51	19	37.25	32	62.75	0.063%	0.15962
t=-4	49	19	38.78	30	61.22	-0.795%	-2.00539
t=-3	50	14	28.00	36	72.00	-0.815%	-2.05588
t=-2	52	25	48.08	27	51.92	-0.289%	-0.72956
t=-1	50	22	44.00	28	56.00	-0.004%	-0.01011
t=0	49	19	38.78	30	61.22	-1.137%	-2.86884**
t=1	51	26	50.98	25	49.02	0.199%	0.50103
t=2	50	19	38.00	31	62.00	-0.855%	-2.15827
t=3	52	27	51.92	25	48.08	0.610%	1.53971
t=4	52	32	61.54	20	38.46	0.776%	1.95748
t=5	50	18	36.00	32	64.00	-0.291%	-0.73328
t=6	53	23	43.40	30	56.60	-0.390%	-0.98341
t=7	53	24	45.28	29	54.72	0.197%	0.49656
t=8	51	20	39.22	31	60.78	-0.573%	-1.44656
t=9	52	24	46.15	28	53.85	0.118%	0.29884
t=10	51	21	41.18	30	58.82	-0.652%	-1.64634

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.05206	-3.96111**
(-5,0)	-0.02976	-3.06601**
(-1,0)	-0.01141	-2.03572*
(-1,+1)	-0.00942	-1.37289

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 21

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες με προαιρετική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

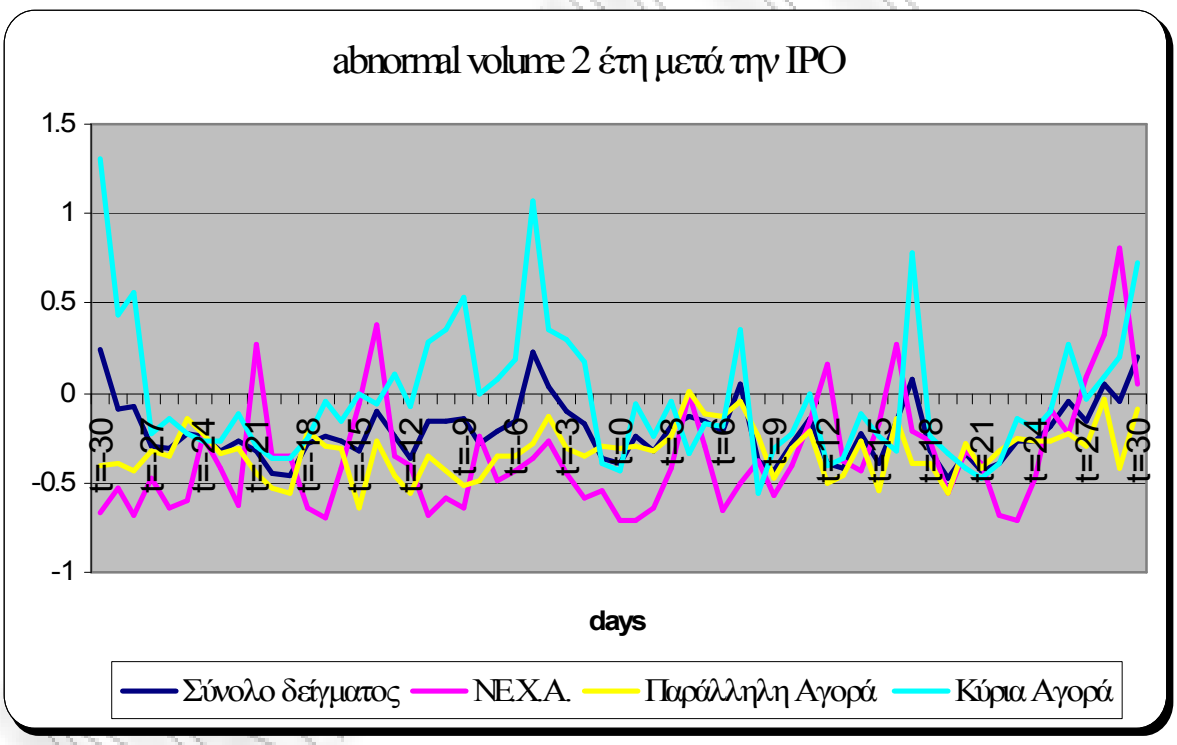
Περίοδος 2000-2005 με n=9

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AARR]
t=-20	9	6	66.67	3	33.33	0.975%	1.46226
t=-19	8	5	62.50	3	37.50	0.750%	1.12461
t=-18	9	4	44.44	5	55.56	0.713%	1.06906
t=-17	9	5	55.56	4	44.44	0.737%	1.10506
t=-16	8	4	50.00	4	50.00	-1.069%	-1.60274
t=-15	9	4	44.44	5	55.56	-1.740%	-2.60914
t=-14	9	2	22.22	7	77.78	-2.737%	-4.10330
t=-13	9	4	44.44	5	55.56	1.389%	2.08225
t=-12	8	5	62.50	3	37.50	0.503%	0.75469
t=-11	9	5	55.56	4	44.44	0.170%	0.25540
t=-10	9	3	33.33	6	66.67	0.261%	0.39113
t=-9	9	5	55.56	4	44.44	-0.422%	-0.63259
t=-8	8	6	75.00	2	25.00	1.578%	2.36575
t=-7	9	6	66.67	3	33.33	0.549%	0.82322
t=-6	9	4	44.44	5	55.56	0.172%	0.25723
t=-5	9	4	44.44	5	55.56	0.137%	0.20513
t=-4	9	5	55.56	4	44.44	0.901%	1.35025
t=-3	8	2	25.00	6	75.00	-1.376%	-2.06227
t=-2	9	8	88.89	1	11.11	1.224%	1.83478
t=-1	9	7	77.78	2	22.22	0.835%	1.25177
t=0	8	2	25.00	6	75.00	-1.073%	-1.60917
t=1	9	4	44.44	5	55.56	-0.336%	-0.50339
t=2	8	3	37.50	5	62.50	-1.288%	-1.93047
t=3	9	6	66.67	3	33.33	2.677%	4.01291
t=4	8	3	37.50	5	62.50	-0.101%	-0.15191
t=5	7	2	28.57	5	71.43	1.229%	1.84246
t=6	7	3	42.86	4	57.14	-0.018%	-0.02679
t=7	9	5	55.56	4	44.44	0.554%	0.83106
t=8	9	3	33.33	6	66.67	-0.783%	-1.17394
t=9	9	6	66.67	3	33.33	0.574%	0.86091
t=10	6	2	33.33	4	66.67	0.801%	1.20147

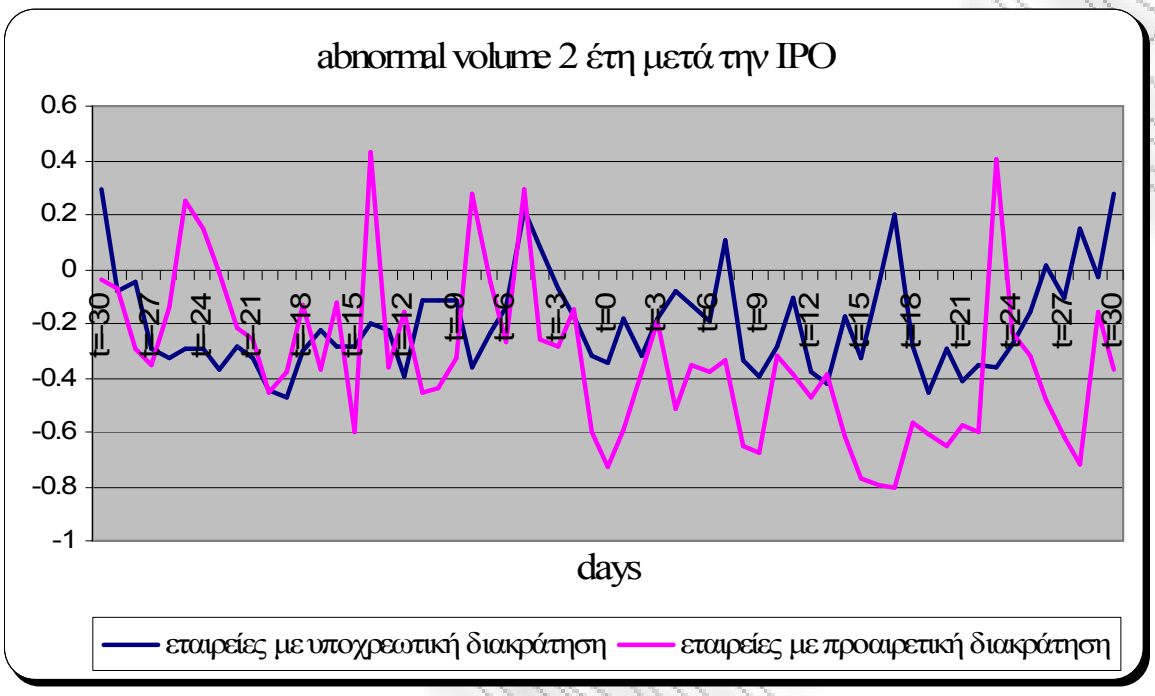
	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.02785	1.25888
(-5,0)	0.00647	0.39620
(-1,0)	-0.00238	-0.25272
(-1,+1)	-0.00574	-0.49697

Στα Διαγράμματα 9 και 10 που ακολουθούν, βλέπουμε την συμπεριφορά του έκτακτου όγκου συναλλαγών γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) 2 έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Την ημέρα αποδέσμευσης (t=0) δεν παρατηρείται κάποια έντονη κινητικότητα του έκτακτου όγκου συναλλαγών. Δεν φαίνεται, επομένως, κατά το δεύτερο έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, ο όγκος συναλλαγών να επηρεάζεται κατά κάποιο τρόπο από την οριστική αποδέσμευση των αρχικών μετόχων. Ο μέσος όγκος συναλλαγών για το σύνολο του δείγματος δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 11, για το διάστημα (-30,+30) γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης των μετοχών.

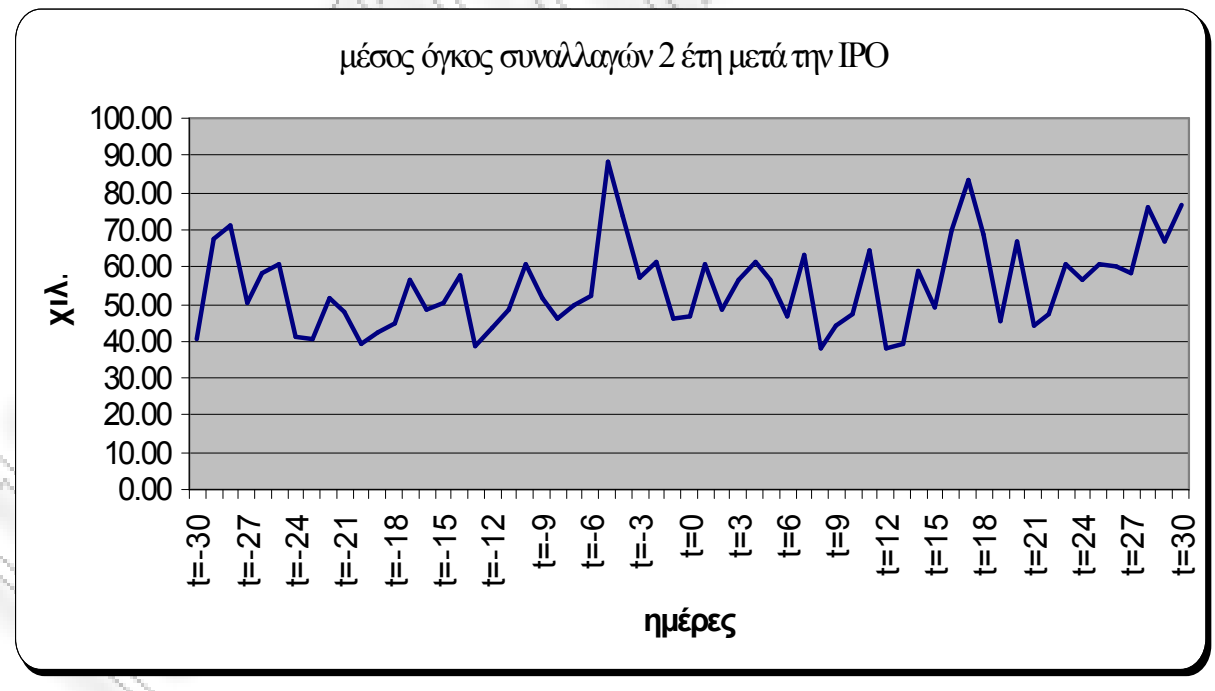
Διάγραμμα 9



Διάγραμμα 10



Διάγραμμα 11



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7
ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη μελέτη εξετάζουμε την περίοδο αποδέσμευσης μετοχών ένα εξάμηνο, ένα έτος και δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, για τις εταιρείες που εισήχθησαν στην Κύρια, Παράλληλη Αγορά καθώς και στη ΝΕ.Χ.Α. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών την περίοδο 2000-2005. Για την Κύρια και τη Παράλληλη Αγορά, σύμφωνα με την Ελληνική Νομοθεσία κατά το διάστημα 2000-2003, οι μέτοχοι προ δημόσιας εγγραφής (Δ.Ε.) με ποσοστό μεγαλύτερο του 20% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας δεν μπορούν να πωλήσουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% της ιδιοκτησίας τους το πρώτο έτος και ποσοστό μεγαλύτερο του 20% αυτής κατά το δεύτερο έτος, προσαυξημένο με το ποσοστό που δεν πωλήθηκε κατά το πρώτο έτος. Το 2003 ο Νόμος περί υποχρεωτικής δέσμευσης μετοχών καταργήθηκε και υπόκειται στην ευχέρεια των μετόχων προ Δ.Ε. κάθε εταιρείας της Παράλληλης και Κύριας Αγοράς εάν θα προβούν σε δέσμευση των μετοχών τους. Όσον αφορά της εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α. δεσμεύονται οι μέτοχοι προ Δ.Ε. με ποσοστό άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου για διακράτηση ποσοστού 80% της ιδιοκτησίας τους κατά τα πρώτα τρία έτη.

Για το πρώτο εξάμηνο οι μέτοχοι προ Δ.Ε. προβαίνουν σε εθελοντική διακράτηση για το σύνολο των μετοχών τους. Λόγω του προαιρετικού χαρακτήρα τα αποτελέσματα της αποδέσμευσης στους έξι μήνες μπορούν να συγκριθούν με τα αντίστοιχα αποτελέσματα στις αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και της Μεγάλης Βρετανίας. Στο ενημερωτικό δελτίο κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, οι μέτοχοι προ Δ.Ε. δηλώνουν το ποσοστό των μετοχών το οποίο δεσμεύουν και το χρονικό διάστημα για το οποίο τις δεσμεύουν.

Εξετάζοντας το δείγμα μας ένα εξάμηνο μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, παρατηρούμε στατιστικά σημαντική αρνητική μέση έκτακτη απόδοση (-1,014%) την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) μόνο για τις εταιρείες με υποχρεωτική -βάσει Νομοθεσίας -δέσμευση των μετοχών. Για το τμήμα του δείγματος με προαιρετική δέσμευση, η τιμή της μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης είναι επίσης στατιστικά

σημαντική σε επίπεδο 0,05 αλλά –αντίθετα με τα αναμενόμενα βάσει των προηγούμενων μελετών σε αγορές της Μεγάλης Βρετανίας και Ηνωμένων Πολιτειών- η τιμή είναι θετική (1,071%). Όσον αφορά τα αποτελέσματα της μέσης έκτακτης απόδοσης (AAR) την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, τις εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α. στη Κύρια και Παράλληλη Αγορά, οι τιμές δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (CAAR) είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική στα υποδιαστήματα (-1,0), (-1,+1) για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, για εταιρείες στην Παράλληλη αγορά και εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση. Για τις εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α., Κύρια αγορά και εταιρείες με προαιρετική διακράτηση τα αποτελέσματα για την CAAR δεν είναι στατιστικά σημαντικά.

Μελετώντας την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) ένα έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή παρατηρούμε στατιστικά σημαντική θετική AAR (1,305%) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 για τις εταιρείες με προαιρετική διακράτηση των μετοχών (εταιρείες στην Κύρια και Παράλληλη αγορά μετά το 2003). Για τα υπόλοιπα δείγματα τα οποία εξετάζουμε η AAR την ημέρα αποδέσμευσης δεν είναι στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (CAAR) είναι θετική και στατιστικά σημαντική για τις εταιρείες με προαιρετική διακράτηση των μετοχών στα διαστήματα (-1,0) και (-1,+1). Τόσο η AAR όσο και η CAAR για το σύνολο του δείγματος, για εταιρείες της Κύριας και Παράλληλης αγοράς, εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α. αλλά και εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές τιμές.

Προεκτείνοντας τη μελέτη στα δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, παρατηρούμε ότι την ημερομηνία αποδέσμευσης (t=0) η μέση έκτακτη απόδοση (AAR) παρουσιάζεται αρνητική και στατιστικά σημαντική για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος (-1,128%), για εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α. (-2,570%), στη Παράλληλη αγορά (-1,674%) και εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση μετοχών (-1,137%). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (CAAR) είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική στα διαστήματα (-10,0), (-5,0) και (-1,0) για το σύνολο των εταιρειών, για εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α. και για εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση. Στην Παράλληλη αγορά η CAAR είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική στα διαστήματα (-10,0) και (-5,0). Όσον αφορά την CAAR για

εταιρείες στην Κύρια αγορά και εταιρείες με προαιρετική διακράτηση των μετοχών τους, τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Επομένως, το επενδυτικό κοινό δείχνει ενδεχομένως, μεγαλύτερη εμπιστοσύνη απέναντι στις εταιρείες της Κύριας αγοράς και δεν προβαίνει σε πώληση των μετοχών πριν την ημερομηνία αποδέσμευσης. Οι μέτοχοι προ Δ.Ε. των εταιρειών της Κύριας Αγοράς δεν πωλούν μαζικά τις μετοχές τους την ημερομηνία αποδέσμευσης στα δύο έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Όσον αφορά τη μελέτη του εκτάκτου όγκου συναλλαγών, κατά την ημερομηνία αποδέσμευσης στους 6 πρώτους μήνες παρατηρείται αύξηση του όγκου συναλλαγών για τις εταιρείες της Κύριας αγοράς, για το σύνολο του δείγματος, για τις εταιρείες με υποχρεωτική αλλά και προαιρετική διακράτηση των μετοχών τους. Την ημερομηνία αποδέσμευσης 1 έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, ιδιαίτερη αύξηση του όγκου συναλλαγών παρατηρείται στο σύνολο των εταιρειών του δείγματος, αλλά και στο δείγμα των εταιρειών με υποχρεωτική και προαιρετική διακράτηση. Κατά την αποδέσμευση, όμως, στα 2 έτη, παρατηρούμε ότι ο όγκος συναλλαγών δεν αυξάνεται την συγκεκριμένη περίοδο για κανένα από τα δείγματα τα οποία εξετάζουμε. Όλες οι παρατηρηθείσες αυξήσεις του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης παρουσιάζουν προσωρινό και όχι μόνιμο χαρακτήρα.

Επομένως, οι εταιρείες με υποχρεωτική, βάσει Νομοθεσίας, διακράτηση των μετοχών τους, παρουσιάζουν τόσο στους 6 μήνες όσο και κατά την αποδέσμευση το πρώτο και δεύτερο έτος μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, αρνητική AAR και CAAR (-1,0). Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα αυτά, καταλήγουμε στο ότι το επενδυτικό κοινό πιθανολογεί μια μαζική πώληση των μετοχών των αρχικών μετόχων και πτώση τιμής, και προκειμένου να προλάβει ενδεχόμενες απώλειες, προβαίνει σε πωλήσεις τμήματος των μετοχών που κατέχει. Οι αρχικοί μέτοχοι την ημέρα αποδέσμευσης πράγματι φαίνεται να πωλούν τμήμα του κεφαλαίου τους, ρίχνοντας περαιτέρω την τιμή της μετοχής.

Αντίθετα, για τις εταιρείες με προαιρετική διακράτηση -εταιρείες δηλαδή της Κύριας και Παράλληλης αγοράς που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά το διάστημα 2003-2005, διάστημα κατά το οποίο δεν ήταν υποχρεωτική η περίοδος

διακράτησης βάσει νομοθεσίας- παρατηρούμε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα μέσης έκτακτης απόδοσης την ημερομηνία αποδέσμευσης στο εξάμηνο και στο χρόνο, αλλά οι τιμές είναι θετικές. Οι αρχικοί μέτοχοι εθελοντικά προβαίνουν σε δέσμευση των μετοχών τους, προκειμένου να καταδείξουν με αυτόν τον τρόπο την αξιοπιστία της εταιρείας. Το επενδυτικό κοινό δεν προβαίνει σε πώληση των μετοχών του στο διάστημα πριν από την αποδέσμευση. Επιπλέον, οι αρχικοί μέτοχοι δεν πωλούν τις μετοχές τους την ημερομηνία αποδέσμευσης κατά τρόπο μαζικό και έτσι η τιμή δεν παρουσιάζει πτωτική τάση. Συμπεραίνουμε, επομένως, ότι εφόσον δεν επιβάλλεται από τον νόμο η περίοδος διακράτησης των μετοχών δεν παρατηρείται το φαινόμενο της πτώσης της τιμής της μετοχής την περίοδο γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης, και κατ' επέκταση και της απόδοσης αυτής. Τα αποτελέσματα αυτά για τις εταιρείες με προαιρετική διακράτηση έρχονται σε αντίθεση με τα πορίσματα των μελετών στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Brav & Gompers (2000), Ofek & Richardson (2000), Bradley & Jordan (2001), Field & Hanka (2001)), σύμφωνα με τις οποίες η απόδοση των μετοχών γύρω από την ημερομηνία αποδέσμευσης εμφανίζει στατιστικά σημαντική αρνητική τιμή.

Στον Πίνακα 22, που ακολουθεί, παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα της μέσης έκτακτης απόδοσης και της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης για το σύνολο του δείγματος, για τις εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α., της Παράλληλης, της Κύριας αγοράς, τις εταιρείες με υποχρεωτική και προαιρετική διακράτηση των μετοχών τόσο ένα εξάμηνο όσο και για την αποδέσμευση στο ένα και στα δύο έτη μετά αρχική δημόσια εγγραφή.

Πίνακας 22

Συνοπτική παρουσίαση εμπειρικών αποτελεσμάτων αποδέσμευσης μετοχών 6 μήνες, 1 έτος και 2 έτη μετά την αρχική δημόσια εγγραφή για το σύνολο του δείγματος, τις εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α., της Παράλληλης και Κύριας αγοράς, τις εταιρείες με υποχρεωτική και τις εταιρείες με προαιρετική διακράτηση

	6 ΜΗΝΕΣ	**1 ΕΤΟΣ**	**2 ΕΤΗ**
ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ			
AAR	-0.520%	0.236%	-1.128% **
CAAR (-1,0)	-0.00945 *	-0.001284	-0.01004 *
CAAR (-1,+1)	-0.01237 *	-0.002211	-0.00886
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΕ ΝΕ.Χ.Α.			
AAR	-0.977%	1.207%	-2.570% **
CAAR (-1,0)	-0.00482	-0.002919	-0.025403 *
CAAR (-1,+1)	0.00619	-0.006493	-0.025229
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗΣ ΑΓΟΡΑΣ			
AAR	-0.523%	-0.197%	-1.674% **
CAAR (-1,0)	-0.01324 *	-0.00397	-0.00808
CAAR (-1,+1)	-0.02062 **	-0.00498	-0.00829
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΥΡΙΑΣ ΑΓΟΡΑΣ			
AAR	-0.385%	0.627%	-0.087%
CAAR (-1,0)	-0.00673	0.004207	-0.00801
CAAR (-1,+1)	-0.00852	0.004186	-0.00485
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΜΕ ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗ			
AAR	-1.014% **	-0.021%	-1.137% **
CAAR (-1,0)	-0.01491 **	-0.006347	-0.01141 *
CAAR (-1,+1)	-0.01892 **	-0.007279	-0.00942
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΜΕ ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗ			
AAR	1.071% **	1.305% **	-1.073%
CAAR (-1,0)	0.00833	0.018865 **	-0.00238
CAAR (-1,+1)	0.00871	0.017962 *	-0.00574

* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aggarwal Rajesh R., Laurie Krigman, Kent L. Womack, October 2002, "Strategic IPO underpricing, information momentum, and lock-up expiration selling", *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, Issue 1

- Anderson Anne M., Edward A. Dyl, March 2006, "IPO listings: where and why?", *Working paper*, Lehigh University

- Booth James R., Lena Chua, June 1996, "Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing", *Journal of Financial Economics* Vol. 41, p. 291-310

- Bradley Daniel J., Bradford D. Jordan, Ha-Chin Yi, Ivan C. Roten, Winter 2001, "Venture capital and IPO lockup expiration: an empirical analysis", *The Journal of Financial Research*, Vol. XXIV, No 4, p. 465-492

- Brav Alon, Paul A. Gompers, February 2000, "Insider trading subsequent to Initial Public Offerings: evidence from expirations of lock-up provisions", *Working paper*, Duke University

- Brau James C., Val E. Lambson, Grant McQueen, September 2005, "Lockups Revisited", *Journal of Financial & Quantitative Analysis,* Vol. 40, Issue 3, p. 519-530

- Brown, S., and J. Warner, 1980, "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics,* Vol. 8, p. 205-58

- Brown, S., and J. Warner, 1985, "Using daily stock returns: The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, p. 3-31

- Cao Charles, Laura Casares Field, Gordon Hanka, March 2004, "Does insider trading impair liquidity? Evidence from IPO lockup expirations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No 1, p. 25-48

- Ertimur Yonca, Ewa Sletten, Jayanthi Sunder, September 2005, "Voluntary disclosure strategy around lockup expirations: evidence from management forecasts", *Working paper*, Stanford University

- Espenlaub Susanne, Marc Goergen, Arif Khurshed, May 2002, "The expiry of lock-in agreements of UK IPOs: a look at the Director's trading activity", *Working paper*, Manchester School of Accounting & Finance

- Field Laura Casares, Gordon Hanka, April 2001, "The expiration of IPO share lockups", *The Journal of Finance*, Vol. LVI, No 2, p. 471-500

- Gao Yuan, February 2005, "Trading and the information environment of IPO stocks around lockup expiration: evidence from intraday data", *Working paper*, Cornell University

- Goergen Marc, Renneboog Luc, Khurshed Arif, April 2006, "Lock-in agreements in French Nouveau Marché and German Markt IPOs", *Working paper*, University of Manchester

- Harper, Joel T., Jarrod Johnston, Jeff Madura, 2004, "Follow-on offerings", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, p. 252-264

- McNiel Mark, Newman Michael, Wetmore Kristie, July 2000, "The lockup zone: predicting an IPO stock's price change at lockup expiration", *Working paper*

- Ofek Eli, Matthew Richardson, January 2000, "The IPO lock-up period: implications for market efficiency and downward sloping demand curves", *Working paper*, Stern School of Business, New York University

- Ofek Eli, Matthew Richardson, June 2003, "DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices", *The Journal of Finance*, Vol. 58, p. 1113-1138

- Ray Rina, January 2005, "On second thought- once the lockup contract is signed", *Working paper*, Kelley School of Business

- Yung Chris, Zender Jaime F., January 2005, "The design of IPO lockups", *Working paper*, University of Colorado

- Zheng Steven X., Joseph P. Ogden, Frank C. Jen, November 2005, "Pursuing value through liquidity: share retention, lockup, and underpricing in IPOs", *Journal of Quantitative Finance and Accounting,* Vol. 25, issue 3, p. 293-312

TANEZINOPERA

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

MARKET ADJUSTED MODEL

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΑΓΟΡΑΣ

Στους πίνακες που παρατίθενται εξετάζεται για το διάστημα (-20,+10) ημερών με t=0 την ημερομηνία αποδέσμευσης, ο αριθμός των παρατηρήσεων (n), θετικών και αρνητικών, η μέση έκτακτη απόδοση, η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση σε διαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0), (-1,+1) γύρω από την αποδέσμευση και ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας αυτών, με βάση το Υπόδειγμα προσαρμοσμένης απόδοσης με το δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Πίνακας 23

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για το σύνολο των εταιρειών** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=80

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	73	40	54.79	33	45.21	0.659%	2.00048
t=-19	76	39	51.32	37	48.68	0.101%	0.30704
t=-18	79	45	56.96	34	43.04	0.345%	1.04758
t=-17	78	33	42.31	45	57.69	-0.171%	-0.51849
t=-16	76	35	46.05	41	53.95	0.088%	0.26687
t=-15	80	37	46.25	43	53.75	0.184%	0.55979
t=-14	76	41	53.95	35	46.05	0.362%	1.09898
t=-13	80	35	43.75	45	56.25	1.045%	3.17463
t=-12	76	37	48.68	39	51.32	-0.657%	-1.99430
t=-11	74	38	51.35	36	48.65	0.131%	0.39842
t=-10	76	35	46.05	41	53.95	0.575%	1.74721
t=-9	73	34	46.58	39	53.42	-0.921%	-2.79619
t=-8	76	38	50.00	38	50.00	-0.037%	-0.11168
t=-7	77	44	57.14	33	42.86	0.178%	0.54045
t=-6	78	33	42.31	45	57.69	-1.812%	-5.50251
t=-5	77	35	45.45	42	54.55	-1.613%	-4.89782
t=-4	75	36	48.00	39	52.00	-0.277%	-0.84024
t=-3	75	38	50.67	37	49.33	0.014%	0.04244
t=-2	75	33	44.00	42	56.00	-1.581%	-4.80113
t=-1	74	29	39.19	45	60.81	-1.566%	-4.75725
t=0	76	36	47.37	40	52.63	-0.906%	-2.75246**
t=1	80	31	38.75	48	60.00	-0.524%	-1.59260
t=2	79	44	55.70	35	44.30	-1.278%	-3.88023
t=3	77	37	48.05	40	51.95	0.290%	0.88063
t=4	77	31	40.26	46	59.74	1.444%	4.38430
t=5	77	36	46.75	41	53.25	-2.315%	-7.03181
t=6	78	30	38.46	48	61.54	-1.519%	-4.61375
t=7	78	42	53.85	36	46.15	0.841%	2.55330
t=8	76	31	40.79	45	59.21	-2.188%	-6.64597
t=9	78	31	39.74	47	60.26	0.310%	0.94102
t=10	76	30	39.47	46	60.53	-0.141%	-0.42821

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.07944	-7.27522**
(-5,0)	-0.05929	-7.35110**
(-1,0)	-0.02473	-5.31016**
(-1,+1)	-0.02997	-5.25522**

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 24

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για τις εταιρείες της ΝΕ.Χ.Α.** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=10

days	n	positive	% positive	negative	% negative	AAR	t[AAR]
t=-20	9	6	66.67	3	33.33	0.150%	0.15759
t=-19	10	5	50.00	5	50.00	1.827%	1.91604
t=-18	10	7	70.00	3	30.00	1.454%	1.52492
t=-17	10	3	30.00	7	70.00	-0.292%	-0.30568
t=-16	10	7	70.00	3	30.00	1.298%	1.36086
t=-15	10	7	70.00	3	30.00	0.471%	0.49404
t=-14	10	6	60.00	4	40.00	-0.007%	-0.00728
t=-13	10	6	60.00	4	40.00	0.381%	0.39941
t=-12	9	5	55.56	4	44.44	0.130%	0.13661
t=-11	10	7	70.00	3	30.00	0.981%	1.02879
t=-10	9	5	55.56	4	44.44	0.060%	0.06324
t=-9	9	4	44.44	5	55.56	-0.334%	-0.34978
t=-8	9	5	55.56	4	44.44	0.171%	0.17888
t=-7	10	4	40.00	6	60.00	-0.843%	-0.88418
t=-6	10	5	50.00	5	50.00	0.160%	0.16737
t=-5	10	3	30.00	7	70.00	-1.040%	-1.09017
t=-4	10	7	70.00	3	30.00	0.483%	0.50637
t=-3	10	4	40.00	6	60.00	-0.757%	-0.79359
t=-2	10	3	30.00	7	70.00	-0.747%	-0.78306
t=-1	10	4	40.00	6	60.00	0.481%	0.50416
t=0	9	2	22.22	7	77.78	-1.289%	-1.35200
t=1	10	5	50.00	5	50.00	-0.112%	-0.11756
t=2	10	5	50.00	5	50.00	-0.275%	-0.28859
t=3	10	4	40.00	6	60.00	-0.923%	-0.96836
t=4	9	3	33.33	6	66.67	-0.040%	-0.04203
t=5	10	8	80.00	2	20.00	1.326%	1.39057
t=6	10	5	50.00	5	50.00	0.840%	0.88107
t=7	10	5	50.00	5	50.00	0.436%	0.45734
t=8	10	3	30.00	7	70.00	-0.351%	-0.36855
t=9	10	3	30.00	7	70.00	0.035%	0.03646
t=10	10	1	10.00	9	90.00	-1.132%	-1.18680

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.03655	-1.15562
(-5,0)	-0.02869	-1.22813
(-1,0)	-0.00809	-0.59952
(-1,+1)	-0.00921	-0.55738

Πίνακας 25

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=39

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	34	16	47.06	18	52.94	0.724%	1.42271
t=-19	36	18	50.00	18	50.00	-0.344%	-0.67559
t=-18	38	19	50.00	19	50.00	-0.161%	-0.31731
t=-17	39	16	41.03	23	58.97	-0.321%	-0.63094
t=-16	37	14	37.84	23	62.16	-0.482%	-0.94785
t=-15	39	16	41.03	23	58.97	0.337%	0.66263
t=-14	36	19	52.78	17	47.22	0.393%	0.77308
t=-13	39	13	33.33	26	66.67	1.788%	3.51556
t=-12	38	18	47.37	20	52.63	-1.271%	-2.49984
t=-11	34	18	52.94	16	47.06	0.523%	1.02811
t=-10	37	18	48.65	19	51.35	1.066%	2.09607
t=-9	35	15	42.86	20	57.14	-1.745%	-3.43111
t=-8	37	16	43.24	21	56.76	-0.656%	-1.28946
t=-7	36	24	66.67	12	33.33	0.466%	0.91559
t=-6	39	14	35.90	25	64.10	-3.174%	-6.24089
t=-5	36	16	44.44	20	55.56	-3.214%	-6.31982
t=-4	35	18	51.43	17	48.57	-0.644%	-1.26614
t=-3	35	20	57.14	15	42.86	0.296%	0.58198
t=-2	35	16	45.71	19	54.29	-3.132%	-6.15961
t=-1	35	14	40.00	21	60.00	-3.242%	-6.37539
t=0	36	19	52.78	17	47.22	-1.088%	-2.13990*
t=1	39	12	30.77	27	69.23	-0.912%	-1.79251
t=2	39	19	48.72	20	51.28	-3.002%	-5.90322
t=3	38	20	52.63	18	47.37	0.614%	1.20725
t=4	37	14	37.84	23	62.16	3.006%	5.91159
t=5	39	19	48.72	20	51.28	-4.314%	-8.48254
t=6	37	10	27.03	27	72.97	-3.466%	-6.81633
t=7	39	21	53.85	18	46.15	1.883%	3.70252
t=8	36	16	44.44	20	55.56	-4.386%	-8.62436
t=9	37	11	29.73	26	70.27	0.442%	0.86912
t=10	36	17	47.22	19	52.78	0.287%	0.56422

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.15068	-8.93338**
(-5,0)	-0.11025	-8.85037**
(-1,0)	-0.04330	-6.02122**
(-1,+1)	-0.05242	-5.95121**

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 26

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για εταιρείες της Κύριας Αγοράς** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=31

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	30	18	60.00	12	40.00	0.738%	2.06164
t=-19	30	16	53.33	14	46.67	0.059%	0.16580
t=-18	31	19	61.29	12	38.71	0.608%	1.69841
t=-17	29	14	48.28	15	51.72	0.073%	0.20367
t=-16	29	14	48.28	15	51.72	0.398%	1.11174
t=-15	31	14	45.16	17	54.84	-0.100%	-0.28029
t=-14	30	16	53.33	14	46.67	0.447%	1.24984
t=-13	31	16	51.61	15	48.39	0.325%	0.90916
t=-12	29	14	48.28	15	51.72	-0.095%	-0.26658
t=-11	30	13	43.33	17	56.67	-0.596%	-1.66579
t=-10	30	12	40.00	18	60.00	0.125%	0.34812
t=-9	29	15	51.72	14	48.28	-0.108%	-0.30196
t=-8	30	17	56.67	13	43.33	0.664%	1.85702
t=-7	31	16	51.61	15	48.39	0.173%	0.48421
t=-6	29	14	48.28	15	51.72	-0.660%	-1.84353
t=-5	31	16	51.61	15	48.39	0.062%	0.17389
t=-4	30	11	36.67	19	63.33	-0.101%	-0.28330
t=-3	30	14	46.67	16	53.33	-0.058%	-0.16237
t=-2	30	14	46.67	16	53.33	-0.048%	-0.13533
t=-1	29	11	37.93	18	62.07	-0.250%	-0.69748
t=0	31	15	48.39	16	51.61	-0.584%	-1.63126
t=1	31	14	45.16	16	51.61	-0.170%	-0.47565
t=2	30	20	66.67	10	33.33	0.630%	1.76141
t=3	29	13	44.83	16	55.17	0.284%	0.79317
t=4	31	14	45.16	17	54.84	0.009%	0.02494
t=5	28	9	32.14	19	67.86	-0.832%	-2.32503
t=6	31	15	48.39	16	51.61	0.044%	0.12349
t=7	29	16	55.17	13	44.83	-0.421%	-1.17803
t=8	30	12	40.00	18	60.00	-0.163%	-0.45580
t=9	31	17	54.84	14	45.16	0.241%	0.67304
t=10	30	12	40.00	18	60.00	-0.324%	-0.90620

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.00784	-0.66091
(-5,0)	-0.00979	-1.11691
(-1,0)	-0.00833	-1.64667
(-1,+1)	-0.01003	-1.61912

Πίνακας 27

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1),με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για εταιρείες με υποχρεωτική δέσμευση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=60

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	55	30	54.55	25	45.45	0.681%	1.60601
t=-19	57	32	56.14	25	43.86	0.268%	0.63154
t=-18	60	38	63.33	22	36.67	0.552%	1.30036
t=-17	59	24	40.68	35	59.32	-0.069%	-0.16331
t=-16	56	26	46.43	30	53.57	0.238%	0.56214
t=-15	60	25	41.67	35	58.33	-0.420%	-0.98921
t=-14	56	32	57.14	24	42.86	0.366%	0.86195
t=-13	60	26	43.33	34	56.67	-0.240%	-0.56537
t=-12	56	25	44.64	31	55.36	-0.332%	-0.78306
t=-11	56	33	58.93	23	41.07	0.307%	0.72357
t=-10	56	28	50.00	28	50.00	0.021%	0.04976
t=-9	55	26	47.27	29	52.73	-0.047%	-0.11170
t=-8	58	32	55.17	26	44.83	0.367%	0.86640
t=-7	57	30	52.63	27	47.37	0.015%	0.03545
t=-6	59	25	42.37	34	57.63	-0.297%	-0.69957
t=-5	60	28	46.67	32	53.33	-0.114%	-0.26893
t=-4	58	31	53.45	27	46.55	0.344%	0.81064
t=-3	59	30	50.85	29	49.15	-0.002%	-0.00458
t=-2	58	26	44.83	32	55.17	-0.034%	-0.08083
t=-1	58	23	39.66	35	60.34	-0.451%	-1.06222
t=0	58	24	41.38	34	58.62	-1.061%	-2.50201**
t=1	60	26	43.33	33	55.00	-0.468%	-1.10359
t=2	59	34	57.63	25	42.37	0.440%	1.03790
t=3	57	30	52.63	27	47.37	0.650%	1.53370
t=4	58	25	43.10	33	56.90	-0.044%	-0.10411
t=5	57	30	52.63	27	47.37	0.224%	0.52893
t=6	59	26	44.07	33	55.93	-0.488%	-1.15022
t=7	59	31	52.54	28	47.46	-0.464%	-1.09328
t=8	57	26	45.61	31	54.39	-0.035%	-0.08191
t=9	59	24	40.68	35	59.32	0.004%	0.00871
t=10	58	21	36.21	37	63.79	-0.680%	-1.60348

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.01259	-0.89477
(-5,0)	-0.01318	-1.26880
(-1,0)	-0.01512	-2.52029**
(-1,+1)	-0.01980	-2.69496**

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 28

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στους 6 μήνες για εταιρείες με προαιρετική δέσμευση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=20

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	18	10	55.56	8	44.44	0.590%	1.38228
t=-19	19	7	36.84	12	63.16	-0.399%	-0.93556
t=-18	19	7	36.84	12	63.16	-0.308%	-0.72080
t=-17	19	9	47.37	10	52.63	-0.486%	-1.13830
t=-16	20	9	45.00	11	55.00	-0.334%	-0.78203
t=-15	20	12	60.00	8	40.00	1.996%	4.67742
t=-14	20	9	45.00	11	55.00	0.351%	0.82336
t=-13	20	9	45.00	11	55.00	4.900%	11.48388
t=-12	20	12	60.00	8	40.00	-1.565%	-3.66802
t=-11	18	5	27.78	13	72.22	-0.415%	-0.97372
t=-10	20	7	35.00	13	65.00	2.127%	4.98440
t=-9	18	8	44.44	10	55.56	-3.589%	-8.41063
t=-8	18	6	33.33	12	66.67	-1.339%	-3.13873
t=-7	20	14	70.00	6	30.00	0.642%	1.50505
t=-6	19	8	42.11	11	57.89	-6.516%	-15.27032
t=-5	17	7	41.18	10	58.82	-6.902%	-16.17366
t=-4	17	5	29.41	12	70.59	-2.394%	-5.60925
t=-3	16	8	50.00	8	50.00	0.073%	0.17029
t=-2	17	7	41.18	10	58.82	-6.857%	-16.06926
t=-1	16	6	37.50	10	62.50	-5.611%	-13.14937
t=0	18	12	66.67	6	33.33	-0.407%	-0.95361
t=1	20	5	25.00	15	75.00	-0.693%	-1.62454
t=2	20	10	50.00	10	50.00	-6.345%	-14.86940
t=3	20	7	35.00	13	65.00	-0.738%	-1.72866
t=4	19	6	31.58	13	68.42	5.985%	14.02541
t=5	20	6	30.00	14	70.00	-9.553%	-22.38714
t=6	19	4	21.05	15	78.95	-4.721%	-11.06421
t=7	19	11	57.89	8	42.11	4.891%	11.46218
t=8	19	5	26.32	14	73.68	-8.648%	-20.26755
t=9	19	7	36.84	12	63.16	1.260%	2.95387
t=10	18	9	50.00	9	50.00	1.596%	3.74056

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.30772	-21.74352**
(-5,0)	-0.22097	-21.14108**
(-1,0)	-0.06018	-9.97231**
(-1,+1)	-0.06711	-9.08029**

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 29

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για το σύνολο των εταιρειών** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=74

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	72	34	47.22	38	52.78	-0.347%	-0.97170
t=-19	70	37	52.86	33	47.14	0.219%	0.61238
t=-18	69	28	40.58	41	59.42	0.085%	0.23718
t=-17	69	33	47.83	36	52.17	0.059%	0.16627
t=-16	68	37	54.41	31	45.59	0.185%	0.51731
t=-15	70	37	52.86	33	47.14	0.098%	0.27441
t=-14	70	37	52.86	33	47.14	0.303%	0.84855
t=-13	71	37	52.11	34	47.89	-0.061%	-0.17028
t=-12	70	29	41.43	41	58.57	0.170%	0.47493
t=-11	73	34	46.58	39	53.42	-0.245%	-0.68523
t=-10	73	37	50.68	36	49.32	-0.090%	-0.25230
t=-9	70	29	41.43	41	58.57	-0.159%	-0.44516
t=-8	72	35	48.61	37	51.39	-0.287%	-0.80217
t=-7	67	33	49.25	34	50.75	0.126%	0.35164
t=-6	72	29	40.28	43	59.72	-0.071%	-0.19730
t=-5	70	35	50.00	35	50.00	0.047%	0.13181
t=-4	71	36	50.70	35	49.30	0.059%	0.16384
t=-3	70	32	45.71	38	54.29	-0.324%	-0.90640
t=-2	71	39	54.93	32	45.07	0.461%	1.29009
t=-1	72	29	40.28	43	59.72	-0.334%	-0.93505
t=0	67	37	55.22	30	44.78	0.342%	0.95809
t=1	71	27	38.03	44	61.97	-0.085%	-0.23903
t=2	72	32	44.44	40	55.56	-0.259%	-0.72510
t=3	72	33	45.83	39	54.17	-0.389%	-1.08895
t=4	70	36	51.43	34	48.57	-0.015%	-0.04128
t=5	66	27	40.91	39	59.09	-0.470%	-1.31512
t=6	71	36	50.70	35	49.30	0.100%	0.28089
t=7	66	31	46.97	35	53.03	-0.278%	-0.77758
t=8	68	29	42.65	39	57.35	-0.249%	-0.69749
t=9	70	32	45.71	38	54.29	-0.007%	-0.01958
t=10	66	34	51.52	32	48.48	0.460%	1.28750

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.00230	-0.19384
(-5,0)	0.00251	0.28674
(-1,0)	0.00008	0.01629
(-1,+1)	-0.00077	-0.12470

Πίνακας 30

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α.** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=9

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	8	4	50.00	4	50.00	-0.320%	-0.29987
t=-19	9	4	44.44	5	55.56	-0.710%	-0.66555
t=-18	8	4	50.00	4	50.00	1.511%	1.41658
t=-17	9	4	44.44	5	55.56	-0.900%	-0.84413
t=-16	9	8	88.89	1	11.11	1.519%	1.42447
t=-15	8	5	62.50	3	37.50	0.067%	0.06271
t=-14	9	4	44.44	5	55.56	-0.191%	-0.17900
t=-13	8	3	37.50	5	62.50	-0.056%	-0.05215
t=-12	9	4	44.44	5	55.56	-0.913%	-0.85563
t=-11	9	4	44.44	5	55.56	-0.652%	-0.61111
t=-10	8	5	62.50	3	37.50	-0.659%	-0.61834
t=-9	9	3	33.33	6	66.67	-0.978%	-0.91693
t=-8	9	4	44.44	5	55.56	-0.024%	-0.02268
t=-7	9	6	66.67	3	33.33	1.276%	1.19662
t=-6	9	5	55.56	4	44.44	0.341%	0.31958
t=-5	7	3	42.86	4	57.14	-0.908%	-0.85116
t=-4	9	3	33.33	6	66.67	-0.347%	-0.32513
t=-3	8	5	62.50	3	37.50	-1.077%	-1.00998
t=-2	8	4	50.00	4	50.00	0.380%	0.35668
t=-1	9	1	11.11	8	88.89	-1.583%	-1.48453
t=0	6	3	50.00	3	50.00	1.122%	1.05195
t=1	8	3	37.50	5	62.50	-0.173%	-0.16257
t=2	8	3	37.50	5	62.50	-0.109%	-0.10217
t=3	9	4	44.44	5	55.56	-0.698%	-0.65491
t=4	9	5	55.56	4	44.44	0.489%	0.45807
t=5	9	2	22.22	7	77.78	-1.928%	-1.80762
t=6	9	4	44.44	5	55.56	-0.413%	-0.38760
t=7	9	6	66.67	3	33.33	0.516%	0.48411
t=8	9	4	44.44	5	55.56	0.378%	0.35426
t=9	9	2	22.22	7	77.78	-0.366%	-0.34278
t=10	8	5	62.50	3	37.50	2.431%	2.27933

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.02457	-0.69465
(-5,0)	-0.02413	-0.92352
(-1,0)	-0.00461	-0.30588
(-1,+1)	-0.00635	-0.34361

Πίνακας 31

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες στη Παράλληλη Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=37

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	37	18	48.65	19	51.35	-0.346%	-0.65200
t=-19	33	15	45.45	18	54.55	0.204%	0.38386
t=-18	35	16	45.71	19	54.29	-0.261%	-0.49180
t=-17	37	19	51.35	18	48.65	0.445%	0.83793
t=-16	33	15	45.45	18	54.55	0.031%	0.05829
t=-15	35	15	42.86	20	57.14	-0.029%	-0.05455
t=-14	34	19	55.88	15	44.12	0.573%	1.07801
t=-13	36	21	58.33	15	41.67	0.189%	0.35665
t=-12	34	14	41.18	20	58.82	0.693%	1.30482
t=-11	37	15	40.54	22	59.46	-0.436%	-0.82163
t=-10	37	16	43.24	21	56.76	-0.241%	-0.45319
t=-9	34	14	41.18	20	58.82	-0.198%	-0.37187
t=-8	35	15	42.86	20	57.14	-0.732%	-1.37799
t=-7	33	16	48.48	17	51.52	-0.370%	-0.69637
t=-6	36	13	36.11	23	63.89	-0.131%	-0.24593
t=-5	35	18	51.43	17	48.57	-0.152%	-0.28579
t=-4	35	19	54.29	16	45.71	0.127%	0.23885
t=-3	34	14	41.18	20	58.82	-0.296%	-0.55657
t=-2	35	17	48.57	18	51.43	0.403%	0.75884
t=-1	35	17	48.57	18	51.43	-0.055%	-0.10443
t=0	36	17	47.22	19	52.78	-0.173%	-0.32555
t=1	36	16	44.44	20	55.56	-0.108%	-0.20329
t=2	37	16	43.24	21	56.76	-0.313%	-0.59018
t=3	36	14	38.89	22	61.11	-0.425%	-0.80030
t=4	36	18	50.00	18	50.00	-0.106%	-0.20018
t=5	34	16	47.06	18	52.94	-0.557%	-1.04795
t=6	34	19	55.88	15	44.12	0.331%	0.62396
t=7	31	14	45.16	17	54.84	-0.419%	-0.78894
t=8	34	14	41.18	20	58.82	-0.418%	-0.78686
t=9	35	16	45.71	19	54.29	0.211%	0.39733
t=10	33	15	45.45	18	54.55	0.159%	0.29969

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.01816	-1.03117
(-5,0)	-0.00146	-0.11212
(-1,0)	-0.00228	-0.30404
(-1,+1)	-0.00336	-0.36561

Πίνακας 32

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες στη Κύρια Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=28

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	27	12	44.44	15	55.56	-0.357%	-0.93257
t=-19	28	18	64.29	10	35.71	0.535%	1.39877
t=-18	26	8	30.77	18	69.23	0.112%	0.29198
t=-17	23	10	43.48	13	56.52	-0.185%	-0.48474
t=-16	26	14	53.85	12	46.15	-0.082%	-0.21363
t=-15	27	17	62.96	10	37.04	0.272%	0.71111
t=-14	27	14	51.85	13	48.15	0.129%	0.33677
t=-13	27	13	48.15	14	51.85	-0.396%	-1.03567
t=-12	27	11	40.74	16	59.26	-0.128%	-0.33596
t=-11	27	15	55.56	12	44.44	0.153%	0.40060
t=-10	28	16	57.14	12	42.86	0.271%	0.70971
t=-9	27	12	44.44	15	55.56	0.162%	0.42428
t=-8	28	16	57.14	12	42.86	0.185%	0.48504
t=-7	25	11	44.00	14	56.00	0.366%	0.95573
t=-6	27	11	40.74	16	59.26	-0.127%	-0.33329
t=-5	28	14	50.00	14	50.00	0.534%	1.39739
t=-4	27	14	51.85	13	48.15	0.105%	0.27482
t=-3	28	13	46.43	15	53.57	-0.143%	-0.37401
t=-2	28	18	64.29	10	35.71	0.556%	1.45511
t=-1	28	11	39.29	17	60.71	-0.281%	-0.73465
t=0	25	17	68.00	8	32.00	0.897%	2.34611**
t=1	27	8	29.63	19	70.37	-0.029%	-0.07658
t=2	27	13	48.15	14	51.85	-0.229%	-0.59912
t=3	27	15	55.56	12	44.44	-0.238%	-0.62262
t=4	25	13	52.00	12	48.00	-0.064%	-0.16755
t=5	23	9	39.13	14	60.87	0.229%	0.59770
t=6	28	13	46.43	15	53.57	-0.015%	-0.03924
t=7	26	11	42.31	15	57.69	-0.384%	-1.00531
t=8	25	11	44.00	14	56.00	-0.246%	-0.64218
t=9	26	14	53.85	12	46.15	-0.176%	-0.46114
t=10	25	14	56.00	11	44.00	0.227%	0.59250

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.025265	1.991857*
(-5,0)	0.016693	1.781908
(-1,0)	0.006163	1.139472
(-1,+1)	0.00587	0.886164

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 33

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=59

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	57	26	45.61	31	54.39	-0.344%	-0.79976
t=-19	57	30	52.63	27	47.37	0.081%	0.18760
t=-18	54	22	40.74	32	59.26	-0.026%	-0.05998
t=-17	54	29	53.70	25	46.30	0.173%	0.40335
t=-16	55	33	60.00	22	40.00	0.529%	1.23079
t=-15	56	30	53.57	26	46.43	0.169%	0.39419
t=-14	56	27	48.21	29	51.79	0.053%	0.12333
t=-13	56	30	53.57	26	46.43	0.115%	0.26776
t=-12	56	22	39.29	34	60.71	-0.174%	-0.40591
t=-11	58	30	51.72	28	48.28	0.012%	0.02824
t=-10	58	32	55.17	26	44.83	0.016%	0.03759
t=-9	55	23	41.82	32	58.18	-0.162%	-0.37656
t=-8	58	30	51.72	28	48.28	-0.202%	-0.46958
t=-7	53	21	39.62	32	60.38	-0.168%	-0.39194
t=-6	57	23	40.35	34	59.65	0.169%	0.39350
t=-5	57	29	50.88	28	49.12	0.349%	0.81316
t=-4	56	27	48.21	29	51.79	-0.136%	-0.31667
t=-3	55	26	47.27	29	52.73	-0.317%	-0.73768
t=-2	57	36	63.16	21	36.84	0.796%	1.85180
t=-1	57	22	38.60	35	61.40	-0.446%	-1.03700
t=0	53	28	52.83	25	47.17	0.203%	0.47180
t=1	56	22	39.29	34	60.71	0.058%	0.13510
t=2	58	25	43.10	33	56.90	-0.134%	-0.31099
t=3	57	27	47.37	30	52.63	-0.450%	-1.04617
t=4	57	29	50.88	28	49.12	-0.085%	-0.19866
t=5	52	19	36.54	33	63.46	-0.598%	-1.39053
t=6	57	27	47.37	30	52.63	-0.034%	-0.07870
t=7	52	25	48.08	27	51.92	-0.169%	-0.39239
t=8	54	22	40.74	32	59.26	-0.383%	-0.89033
t=9	56	26	46.43	30	53.57	0.007%	0.01735
t=10	54	29	53.70	25	46.30	0.511%	1.18853

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.00102	0.07189
(-5,0)	0.00449	0.42678
(-1,0)	-0.00243	-0.39966
(-1,+1)	-0.00185	-0.24832

Πίνακας 34

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 1 έτος για εταιρείες με προαιρετική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=15

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	15	9	60.00	6	40.00	0.121%	0.25142
t=-19	13	6	46.15	7	53.85	0.615%	1.28249
t=-18	15	6	40.00	9	60.00	0.655%	1.36579
t=-17	15	5	33.33	10	66.67	-0.049%	-0.10244
t=-16	13	4	30.77	9	69.23	-0.701%	-1.46116
t=-15	14	7	50.00	7	50.00	-0.468%	-0.97434
t=-14	14	10	71.43	4	28.57	1.538%	3.20471
t=-13	15	6	40.00	9	60.00	-0.815%	-1.69926
t=-12	14	7	50.00	7	50.00	0.964%	2.00906
t=-11	15	4	26.67	11	73.33	-0.839%	-1.74910
t=-10	15	6	40.00	9	60.00	-0.292%	-0.60957
t=-9	15	5	33.33	10	66.67	-1.308%	-2.72533
t=-8	14	4	28.57	10	71.43	-1.710%	-3.56396
t=-7	14	11	78.57	3	21.43	1.116%	2.32518
t=-6	15	7	46.67	8	53.33	-0.420%	-0.87451
t=-5	13	5	38.46	8	61.54	-1.564%	-3.26031
t=-4	15	8	53.33	7	46.67	0.651%	1.35735
t=-3	15	6	40.00	9	60.00	-0.418%	-0.87057
t=-2	14	3	21.43	11	78.57	-0.603%	-1.25569
t=-1	15	7	46.67	8	53.33	0.249%	0.51927
t=0	13	9	69.23	4	30.77	0.987%	2.05629*
t=1	15	6	40.00	9	60.00	-0.365%	-0.75989
t=2	14	7	50.00	7	50.00	-1.089%	-2.26914
t=3	15	7	46.67	8	53.33	0.090%	0.18683
t=4	13	8	61.54	5	38.46	0.392%	0.81607
t=5	14	7	50.00	7	50.00	-0.192%	-0.39995
t=6	14	9	64.29	5	35.71	0.747%	1.55616
t=7	14	6	42.86	8	57.14	-0.552%	-1.15027
t=8	14	7	50.00	7	50.00	0.377%	0.78658
t=9	14	5	35.71	9	64.29	-0.162%	-0.33713
t=10	12	5	41.67	7	58.33	-0.082%	-0.17168

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.03312	-2.08098*
(-5,0)	-0.00698	-0.59345
(-1,0)	0.01236	1.82120
(-1,+1)	0.00871	1.04828

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

Πίνακας 35

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για το σύνολο των εταιρειών** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=65

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	62	28	45.16	34	54.84	-0.342%	-0.96179
t=-19	60	26	43.33	34	56.67	-0.079%	-0.22172
t=-18	61	29	47.54	32	52.46	0.066%	0.18615
t=-17	61	28	45.90	33	54.10	-0.029%	-0.08168
t=-16	64	26	40.63	38	59.38	-0.142%	-0.39914
t=-15	63	26	41.27	37	58.73	-0.682%	-1.91498
t=-14	56	25	44.64	31	55.36	-0.585%	-1.64268
t=-13	61	26	42.62	35	57.38	0.138%	0.38839
t=-12	59	31	52.54	28	47.46	-0.444%	-1.24579
t=-11	62	31	50.00	31	50.00	-0.259%	-0.72704
t=-10	63	28	44.44	35	55.56	-0.341%	-0.95659
t=-9	59	29	49.15	30	50.85	0.153%	0.43086
t=-8	60	27	45.00	33	55.00	-0.336%	-0.94447
t=-7	59	27	45.76	32	54.24	-0.126%	-0.35342
t=-6	59	22	37.29	37	62.71	-0.083%	-0.23351
t=-5	60	25	41.67	35	58.33	0.338%	0.95040
t=-4	58	28	48.28	30	51.72	-0.355%	-0.99634
t=-3	58	25	43.10	33	56.90	-0.734%	-2.06096
t=-2	61	32	52.46	29	47.54	-0.045%	-0.12700
t=-1	59	30	50.85	29	49.15	0.174%	0.48879
t=0	57	19	33.33	38	66.67	-1.060%	-2.97560**
t=1	60	30	50.00	30	50.00	0.206%	0.57722
t=2	58	24	41.38	34	58.62	-0.672%	-1.88652
t=3	61	37	60.66	24	39.34	0.982%	2.75734
t=4	60	35	58.33	25	41.67	0.602%	1.69138
t=5	57	19	33.33	38	66.67	-0.094%	-0.26477
t=6	60	30	50.00	30	50.00	-0.076%	-0.21204
t=7	62	29	46.77	33	53.23	0.386%	1.08449
t=8	60	26	43.33	34	56.67	-0.467%	-1.31043
t=9	61	36	59.02	25	40.98	0.405%	1.13610
t=10	57	22	38.60	35	61.40	-0.500%	-1.40478

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.02414	-2.04360**
(-5,0)	-0.01681	-1.92723*
(-1,0)	-0.00886	-1.75844
(-1,+1)	-0.00680	-1.10251

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 36

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α.** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=8

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	8	4	50.00	4	50.00	-0.900%	-0.97643
t=-19	7	3	42.86	4	57.14	0.151%	0.16389
t=-18	8	3	37.50	5	62.50	-0.485%	-0.52632
t=-17	8	4	50.00	4	50.00	-1.329%	-1.44268
t=-16	8	2	25.00	6	75.00	-1.715%	-1.86119
t=-15	7	4	57.14	3	42.86	0.777%	0.84354
t=-14	8	5	62.50	3	37.50	1.162%	1.26118
t=-13	8	5	62.50	3	37.50	-0.175%	-0.19019
t=-12	8	1	12.50	7	87.50	-0.671%	-0.72869
t=-11	8	4	50.00	4	50.00	-0.436%	-0.47332
t=-10	8	2	25.00	6	75.00	-1.708%	-1.85430
t=-9	8	4	50.00	4	50.00	1.619%	1.75775
t=-8	8	4	50.00	4	50.00	-0.193%	-0.20961
t=-7	8	3	37.50	5	62.50	-0.625%	-0.67809
t=-6	8	1	12.50	7	87.50	-1.842%	-1.99931
t=-5	6	2	33.33	4	66.67	0.050%	0.05401
t=-4	7	2	28.57	5	71.43	-2.522%	-2.73751
t=-3	8	4	50.00	4	50.00	0.483%	0.52385
t=-2	7	3	42.86	4	57.14	-0.446%	-0.48407
t=-1	7	4	57.14	3	42.86	-0.290%	-0.31438
t=0	6	0	0.00	6	100.00	-2.478%	-2.68911**
t=1	7	3	42.86	4	57.14	-0.201%	-0.21849
t=2	8	3	37.50	5	62.50	0.184%	0.19939
t=3	8	5	62.50	3	37.50	3.214%	3.48848
t=4	8	5	62.50	3	37.50	1.066%	1.15718
t=5	6	1	16.67	5	83.33	-1.086%	-1.17832
t=6	8	3	37.50	5	62.50	-0.538%	-0.58358
t=7	8	3	37.50	5	62.50	0.021%	0.02286
t=8	8	4	50.00	4	50.00	0.679%	0.73648
t=9	8	2	25.00	6	75.00	0.097%	0.10564
t=10	8	2	25.00	6	75.00	-0.645%	-0.69982

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.07952	-2.60228**
(-5,0)	-0.05203	-2.30547**
(-1,0)	-0.02767	-2.12379*
(-1,+1)	-0.02969	-1.86022

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 37

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες στη Παράλληλη Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=32

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	31	12	38.71	19	61.29	-0.580%	-1.02560
t=-19	29	11	37.93	18	62.07	-0.222%	-0.39243
t=-18	29	14	48.28	15	51.72	-0.042%	-0.07482
t=-17	29	13	44.83	16	55.17	0.250%	0.44183
t=-16	31	16	51.61	15	48.39	0.188%	0.33306
t=-15	31	9	29.03	22	70.97	-1.212%	-2.14374
t=-14	28	12	42.86	16	57.14	-1.271%	-2.24884
t=-13	30	12	40.00	18	60.00	0.105%	0.18600
t=-12	30	18	60.00	12	40.00	-0.419%	-0.74153
t=-11	31	14	45.16	17	54.84	-0.353%	-0.62496
t=-10	31	13	41.94	18	58.06	-0.469%	-0.83024
t=-9	29	11	37.93	18	62.07	-0.853%	-1.50799
t=-8	30	14	46.67	16	53.33	-0.846%	-1.49680
t=-7	29	14	48.28	15	51.72	-0.328%	-0.58010
t=-6	29	12	41.38	17	58.62	0.134%	0.23766
t=-5	31	14	45.16	17	54.84	0.468%	0.82741
t=-4	29	14	48.28	15	51.72	-0.295%	-0.52199
t=-3	29	10	34.48	19	65.52	-1.219%	-2.15549
t=-2	30	17	56.67	13	43.33	-0.173%	-0.30513
t=-1	28	17	60.71	11	39.29	1.042%	1.84328
t=0	28	7	25.00	21	75.00	-1.557%	-2.75474**
t=1	29	15	51.72	14	48.28	0.310%	0.54899
t=2	28	10	35.71	18	64.29	-1.305%	-2.30856
t=3	28	18	64.29	10	35.71	1.594%	2.81885
t=4	28	19	67.86	9	32.14	1.338%	2.36706
t=5	28	11	39.29	17	60.71	0.030%	0.05276
t=6	30	15	50.00	15	50.00	-0.415%	-0.73340
t=7	31	16	51.61	15	48.39	0.911%	1.61094
t=8	28	14	50.00	14	50.00	-0.450%	-0.79673
t=9	31	21	67.74	10	32.26	0.817%	1.44463
t=10	25	10	40.00	15	60.00	-0.631%	-1.11579

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.04096	-2.18419*
(-5,0)	-0.01734	-1.25196
(-1,0)	-0.00515	-0.64450
(-1,+1)	-0.00205	-0.20927

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 38

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες στη Κύρια Αγορά** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=25

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	23	12	52.17	11	47.83	0.171%	0.43035
t=-19	24	12	50.00	12	50.00	0.027%	0.06703
t=-18	24	12	50.00	12	50.00	0.381%	0.95845
t=-17	24	11	45.83	13	54.17	0.067%	0.16918
t=-16	25	8	32.00	17	68.00	-0.049%	-0.12226
t=-15	25	13	52.00	12	48.00	-0.433%	-1.08912
t=-14	20	8	40.00	12	60.00	-0.323%	-0.81131
t=-13	23	9	39.13	14	60.87	0.291%	0.73060
t=-12	21	12	57.14	9	42.86	-0.392%	-0.98483
t=-11	23	13	56.52	10	43.48	-0.070%	-0.17598
t=-10	24	13	54.17	11	45.83	0.282%	0.70789
t=-9	22	14	63.64	8	36.36	0.946%	2.37931
t=-8	22	9	40.91	13	59.09	0.307%	0.77163
t=-7	22	10	45.45	12	54.55	0.322%	0.80948
t=-6	22	9	40.91	13	59.09	0.270%	0.67808
t=-5	23	9	39.13	14	60.87	0.239%	0.60190
t=-4	22	12	54.55	10	45.45	0.256%	0.64393
t=-3	21	11	52.38	10	47.62	-0.528%	-1.32739
t=-2	24	12	50.00	12	50.00	0.231%	0.58016
t=-1	24	9	37.50	15	62.50	-0.703%	-1.76846
t=0	23	12	52.17	11	47.83	-0.084%	-0.21042
t=1	24	12	50.00	12	50.00	0.198%	0.49664
t=2	22	11	50.00	11	50.00	-0.177%	-0.44442
t=3	25	14	56.00	11	44.00	-0.418%	-1.04981
t=4	24	11	45.83	13	54.17	-0.411%	-1.03303
t=5	23	7	30.43	16	69.57	0.013%	0.03326
t=6	22	12	54.55	10	45.45	0.555%	1.39529
t=7	23	10	43.48	13	56.52	-0.194%	-0.48735
t=8	24	8	33.33	16	66.67	-0.867%	-2.18041
t=9	22	13	59.09	9	40.91	-0.064%	-0.16214
t=10	24	10	41.67	14	58.33	-0.316%	-0.79457

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.01538	1.16568
(-5,0)	-0.00589	-0.60432
(-1,0)	-0.00787	-1.39928
(-1,+1)	-0.00590	-0.85577

Πίνακας 39

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1,0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες με υποχρεωτική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=56

day	n	positive	%positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	53	22	41.51	31	58.49	-0.536%	-1.33108
t=-19	52	21	40.38	31	59.62	-0.192%	-0.47660
t=-18	52	24	46.15	28	53.85	-0.041%	-0.10192
t=-17	52	22	42.31	30	57.69	-0.122%	-0.30174
t=-16	56	24	42.86	32	57.14	0.010%	0.02459
t=-15	54	24	44.44	30	55.56	-0.499%	-1.23712
t=-14	47	24	51.06	23	48.94	-0.161%	-0.39967
t=-13	52	22	42.31	30	57.69	-0.030%	-0.07420
t=-12	51	26	50.98	25	49.02	-0.557%	-1.38151
t=-11	53	28	52.83	25	47.17	-0.286%	-0.70917
t=-10	54	25	46.30	29	53.70	-0.432%	-1.07322
t=-9	50	25	50.00	25	50.00	0.246%	0.61020
t=-8	52	22	42.31	30	57.69	-0.633%	-1.57200
t=-7	50	21	42.00	29	58.00	-0.221%	-0.54772
t=-6	50	17	34.00	33	66.00	-0.102%	-0.25400
t=-5	51	21	41.18	30	58.82	0.382%	0.94919
t=-4	49	24	48.98	25	51.02	-0.569%	-1.41302
t=-3	50	23	46.00	27	54.00	-0.609%	-1.51242
t=-2	52	25	48.08	27	51.92	-0.227%	-0.56336
t=-1	50	23	46.00	27	54.00	0.133%	0.32991
t=0	49	17	34.69	32	65.31	-1.040%	-2.58188**
t=1	51	27	52.94	24	47.06	0.333%	0.82676
t=2	50	20	40.00	30	60.00	-0.579%	-1.43797
t=3	52	31	59.62	21	40.38	0.714%	1.77161
t=4	52	32	61.54	20	38.46	0.757%	1.87736
t=5	50	17	34.00	33	66.00	-0.264%	-0.65517
t=6	53	27	50.94	26	49.06	-0.047%	-0.11622
t=7	53	25	47.17	28	52.83	0.367%	0.91039
t=8	51	23	45.10	28	54.90	-0.378%	-0.93703
t=9	52	31	59.62	21	40.38	0.421%	1.04458
t=10	51	20	39.22	31	60.78	-0.600%	-1.48998

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	-0.03074	-2.30002*
(-5,0)	-0.01931	-1.95615*
(-1,0)	-0.00907	-1.59238
(-1,+1)	-0.00574	-0.82284

* Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.10

** Σε επίπεδο σημαντικότητας 0.05

Πίνακας 40

Αριθμός παρατηρήσεων (n), ημερήσιες τιμές Μέσης Έκτακτης Απόδοσης (AAR), ποσοστό θετικών και αρνητικών AAR, έλεγχος t-statistics (t[AAR]) για τις ημερήσιες τιμές του AAR, αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις και έλεγχος t-statistics (t[CAAR]) για τα υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0), (-1, 0) και (-1,+1), με t = 0 την ημέρα αποδέσμευσης **στο 2 έτος για εταιρείες με προαιρετική διακράτηση** με αρχική δημόσια προσφορά μετοχών

Περίοδος 2000-2005 με n=9

day	n	positive	% positive	negative	%negative	AAR	t[AAR]
t=-20	9	6	66.67	3	33.33	0.799%	1.16940
t=-19	8	5	62.50	3	37.50	0.656%	0.96008
t=-18	9	5	55.56	4	44.44	0.687%	1.00457
t=-17	9	6	66.67	3	33.33	0.505%	0.73944
t=-16	8	2	25.00	6	75.00	-1.206%	-1.76519
t=-15	9	2	22.22	7	77.78	-1.782%	-2.60788
t=-14	9	1	11.11	8	88.89	-2.799%	-4.09484
t=-13	9	4	44.44	5	55.56	1.110%	1.62431
t=-12	8	5	62.50	3	37.50	0.277%	0.40556
t=-11	9	3	33.33	6	66.67	-0.101%	-0.14727
t=-10	9	3	33.33	6	66.67	0.210%	0.30770
t=-9	9	4	44.44	5	55.56	-0.360%	-0.52707
t=-8	8	5	62.50	3	37.50	1.595%	2.33371
t=-7	9	6	66.67	3	33.33	0.401%	0.58692
t=-6	9	5	55.56	4	44.44	0.024%	0.03442
t=-5	9	4	44.44	5	55.56	0.089%	0.12996
t=-4	9	4	44.44	5	55.56	0.814%	1.19033
t=-3	8	2	25.00	6	75.00	-1.512%	-2.21195
t=-2	9	7	77.78	2	22.22	1.005%	1.47057
t=-1	9	7	77.78	2	22.22	0.402%	0.58888
t=0	8	2	25.00	6	75.00	-1.177%	-1.72252
t=1	9	3	33.33	6	66.67	-0.518%	-0.75726
t=2	8	4	50.00	4	50.00	-1.249%	-1.82733
t=3	9	6	66.67	3	33.33	2.530%	3.70216
t=4	8	3	37.50	5	62.50	-0.400%	-0.58530
t=5	7	2	28.57	5	71.43	1.118%	1.63580
t=6	7	3	42.86	4	57.14	-0.293%	-0.42815
t=7	9	4	44.44	5	55.56	0.500%	0.73164
t=8	9	3	33.33	6	66.67	-0.971%	-1.42112
t=9	9	5	55.56	4	44.44	0.310%	0.45364
t=10	6	2	33.33	4	66.67	0.351%	0.51379

	CAAR	t[CAAR]
(-10,0)	0.01491	0.65759
(-5,0)	-0.00379	-0.22646
(-1,0)	-0.00775	-0.80160
(-1,+1)	-0.01292	-1.09171