

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΜΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ
ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ :

**Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την Περίοδο
1999-2004**

Χριστίνα Γκαρίπη (0250)
Σεπτέμβριος 2006

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1ο

Εισαγωγή.....	σελ. 6
---------------	--------

Κεφάλαιο 2ο

Τα Πλεονεκτήματα της Δημόσιας Εγγραφής για μια Εταιρεία.....	σελ. 8
1) Άντληση Κεφαλαίων για Ανάπτυξη.....	σελ.8
2) Αποτίμηση της Εταιρείας.....	σελ. 9
3) Αύξηση της Ρευστότητας.....	σελ. 10
4) Ενίσχυση της φήμης της εταιρείας.....	σελ. 11

Κεφάλαιο 3ο

Το Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο των Δημοσίων Εγγραφών

3.1. Εισαγωγή.....	σελ. 12
3.2. Κριτήρια Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.....	σελ. 13
3.3. Κριτήρια Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.....	σελ. 15
3.4. Σύγκριση Κύριας Αγοράς και Παράλληλης.....	σελ. 16
3.5. Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του Χ.Α.....	σελ. 17
3.6. Η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών.....	σελ. 22

Κεφάλαιο 4ο

Ανάδοχοι

4.1. Ορισμός Αναδόχου.....	σελ. 25
4.2. Η Δέσμευση των Αναδόχων.....	σελ. 28
4.3. Υποχρεώσεις Κύριου Αναδόχου και Συμβούλων της Έκδοσης.....	σελ. 29
4.4. Πλεονεκτήματα Εκδότριας από Αναδόχους.....	σελ. 31
4.5. Κριτήρια Επιλογής Αναδόχων.....	σελ. 32
4.6. Ευθύνη των Αναδόχων.....	σελ. 34
4.7. Δημόσιες Εγγραφές με Ρήτρα «καλής προσπάθειας».....	σελ. 36
4.8. Αξιολόγηση των Αναδόχων με το Συντελεστή Μεταβλητικότητας.....	σελ. 40
4.9. Αξιολόγηση Αναδόχων με τη Σταθερότητα της Μετοχής.....	σελ. 43

Κεφάλαιο 5ο

Οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και το Οικονομικό Κλίμα στην Ελλάδα

5.1. Δημόσιες Εγγραφές το 1999.....σελ.	51
5.2. Δημόσιες Εγγραφές το 2000.....σελ.	54
5.3. Δημόσιες Εγγραφές το 2001.....σελ.	60
5.4. Δημόσιες Εγγραφές το 2002.....σελ.	67
5.5. Δημόσιες Εγγραφές το 2003.....σελ.	74
5.6. Δημόσιες Εγγραφές το 2004.....σελ.	79

Κεφάλαιο 6ο

Ανάλυση Βιβλιογραφίας.....σελ.	84
--------------------------------	----

Κεφάλαιο 7ο

Ανάλυση του Φαινομένου της «Υποτιμολόγησης» στο Ελληνικό Χρηματιστήριο.

Περιγραφή Δείγματος – Μεθοδολογία - Εμπειρικά Αποτελέσματα.....σελ.	93
---	----

Κεφάλαιο 8ο

Συμπεράσματα.....σελ.	110
-----------------------	-----

Βιβλιογραφία.....σελ.	113
------------------------------	------------

Παράρτημα Ι

Πίνακες Δημοσίων Εγγραφών.....σελ.	116
------------------------------------	-----

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1: Αξιολόγηση Αναδόχων με βάσει το Συντελεστή Μεταβλητικότητας.σελ.41

Πίνακας 2: Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών Έτους 1999.....σελ. 44

Πίνακας 3: Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών Έτους 2000.....σελ. 45

Πίνακας 4: Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών Έτους 2001.....σελ. 46

Πίνακας 5: Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών Έτους 2002.....σελ. 47

Πίνακας 6: Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών Έτους 2003.....σελ. 47

Πίνακας 7: Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών Έτους 2004.....σελ. 48

Πίνακας 8: Αντληθέντα Κεφάλαια ανά Ανάδοχο για την Περίοδο 1999-2004....σελ. 49

Πίνακας 9: Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. το Έτος 1999.....σελ. 53

Πίνακας 10: Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. το Έτος 2000.....σελ. 57

Πίνακας 11: Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. το Έτος 2001.....σελ. 63

Πίνακας 12: Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. το Έτος 2002.....σελ. 70

Πίνακας 13: Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. το Έτος 2004.....σελ. 83

Πίνακας 14: Κυριότερες Διεθνείς Μελέτες για το «Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης»σελ. 84

Πίνακας 15: Ανασκόπηση Μελετών για τις Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....σελ. 86

Πίνακας 16: Αριθμός Εισαγωγών στο Χ.Α.Α. κατά Έτος και Αγορά για την Περίοδο 1/1/1999 – 31/12/2004.....σελ. 94

Πίνακας 17: Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών και Ύψος Αντληθέντων Κεφαλαίων την Περίοδο 1999-2001.....σελ. 99

Πίνακας 18: Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών και Ύψος Αντληθέντων Κεφαλαίων την Περίοδο 1992-2004.....σελ. 99

Πίνακας 19: Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Χρονική Περίοδος 1999-2004.....σελ. 102

Πίνακας 20: Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Χρονική Περίοδος 1999-2004.....σελ. 105

Πίνακας 21: Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές της Κύριας Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για τη Χρονική Περίοδο 1999-2004.....σελ. 108

Πίνακας 22: Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές της Παράλληλης Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Χρονική Περίοδος 1999-2004.....σελ. 109

ΠΙΝΑΚΑΣ 23: Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές της ΝΕ.Χ.Α. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Χρονική Περίοδος 1999-2004.σελ. 53

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1: Αντληθέντα Κεφάλαια των Μεγαλύτερων Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων για την περίοδο 1999-2004.....σελ. 50

Διάγραμμα 2: Κατανομή των Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Κλάδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το έτος 1999.....σελ. 53

Διάγραμμα 3: Κατανομή των Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Κλάδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το έτος 2000.....σελ. 58

- Διάγραμμα 4:** Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις Επιχειρήσεις το Έτος 2000.....σελ. 59
- Διάγραμμα 5:** Κατανομή των Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Κλάδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το έτος 2001.....σελ. 64
- Διάγραμμα 6:** Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις Επιχειρήσεις το Έτος 2001.....σελ. 66
- Διάγραμμα 7:** Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2002.....σελ. 69
- Διάγραμμα 8:** Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2002, με Εξαίρεση των Δημοσίων Εγγραφών των Ο.Π.Α.Π. και Δ.Ε.Η.....σελ. 69
- Διάγραμμα 9:** Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις Επιχειρήσεις το Έτος 2002.....σελ. 73
- Διάγραμμα 10:** Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2003.....σελ. 75
- Διάγραμμα 11:** Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2003, με Εξαίρεση των Δημοσίων Εγγραφών των Ο.Π.Α.Π. και Δ.Ε.Η.....σελ. 76
- Διάγραμμα 12:** Αριθμός Εισηγμένων Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή ανά Αγορά του Χ.Α.Α το έτος 2004.....σελ. 80
- Διάγραμμα 13:** Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών ανά Έτος και Μέσα Επίπεδα Γ.Δ.Χ.Α. από 1/1/1999 έως 31/12/2004.....σελ. 95
- Διάγραμμα 14:** Ποσοστό Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών ανά Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....σελ. 96
- Διάγραμμα 15:** Σύνολο Αντληθέντων Κεφαλαίων Δημοσίων Εγγραφών για την Περίοδο 1999-2004.....σελ. 97
- Διάγραμμα 16:** Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και Αξία Συναλλαγών στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1995-2004.....σελ. 98
- Διάγραμμα 17:** Ετήσιες Αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των Δημοσίων Εγγραφών κατά την περίοδο 1999-2004.....σελ.104

Κεφάλαιο 1ο

Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία αποτελεί μια εμπειρική ανασκόπηση των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών (Initial Public Offerings) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1999-20004.

Γενικότερα, η εισαγωγή νέων εταιρειών στα κυριότερα Διεθνή Χρηματιστήρια, έχει αποτελέσει και κατά το παρελθόν ένα πολύ σημαντικό αντικείμενο μελέτης από τους ερευνητές, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο. Σχετικά με την εισαγωγή έχουν αναπτυχθεί πολλές θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τη βραχυχρόνια συμπεριφορά των IPOs, όπως οι θεωρίες του φαινομένου της υποτιμολόγησης, της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών, της αποτελεσματικότητας της αγοράς, της ικανότητας των αναδόχων κ.λπ. Ειδικότερα, οι θεωρίες αυτές αποτελούν σημαντικό μέρος πολλών μελετών σχετικά με τη συμπεριφορά των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών και χρησιμοποιούνται σε πολλές χρηματιστηριακές κυρίως της Ευρώπης όπου τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότερες εταιρείες εισάγονται στο Χρηματιστήριο για την άντληση κεφαλαίων.

Η εργασία αυτή διαρθρώνεται ως εξής:

- Ø Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα από την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο.
- Ø Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται το Θεσμικό Πλαίσιο που εφαρμόζεται στην Ελλάδα, από τα αρμόδια όργανα το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς και οι διαδικασίες εισαγωγής μιας εταιρείας σε κάποια από τις Αγορές του Χ.Α.Α.

- Ø Στο τέταρτο κεφάλαιο, αναπτύσσεται ο ρόλος των Αναδόχων σχετικά με τις διαδικασίες των Δημοσίων Εγγραφών και αναλύονται οι δραστηριότητες τους. Επίσης επιχειρείται η αξιολόγηση τους μέσω του συντελεστή μεταβλητικότητας και της σταθερότητας των μετοχών των νέων εταιρειών που εισήχθησαν την περίοδο 1999-2004 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τέλος, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα κεφάλαια που κατάφεραν να αντλήσουν οι ανάδοχοι για τις εκδότριες εταιρείες και συνεπώς και τα κέρδη που επέτυχαν οι ίδιοι αφού η αμοιβή τους για την αναδοχή υπολογίζεται ως ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων.
- Ø Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται περιγραφή των συνθηκών που επικρατούν στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά και τον τρόπο που αυτές επηρεάζουν τις δημόσιες εγγραφές, τόσο ως προς τον αριθμό των εταιρειών που εισάγονται στο χρηματιστήριο όσο και ως προς το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων. Επίσης, αναλύονται οι Δημόσιες Εγγραφές για κάθε έτος του εξεταζόμενου δείγματος.
- Ø Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια σύντομη ανασκόπηση της διεθνούς και εγχώριας σχετικά με τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και τα θέματα που απασχολούν τους ερευνητές.
- Ø Στο έβδομο κεφάλαιο αναπτύσσεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται σχετικά με το φαινόμενο της «υποτιμολόγησης» των δημοσίων εγγραφών και περιγράφεται το εξεταζόμενο δείγμα. Επιπλέον, παρουσιάζονται και αναλύονται τα εμπειρικά αποτελέσματα καθώς και εξάγονται συμπεράσματα σχετικά με την επένδυση σε Δημόσιες Εγγραφές.

Κεφάλαιο 2ο

Πλεονεκτήματα των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών

Με την εισαγωγή νέων μετοχικών τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών οι εταιρείες απολαμβάνουν πολλά πλεονεκτήματα όσον αφορά την άντληση κεφαλαίων με πολύ χαμηλό κόστος σχεδόν μηδαμινό από τους θεσμικούς επενδυτές και το ευρύ επενδυτικό κοινό που επενδύει στο χρηματιστήριο. Τα πλεονεκτήματα αυτά βέβαια συνοδεύονται και με κάποια μειονεκτήματα που χαρακτηρίζονται αμελητέα σε σχέση με τα οφέλη που αποκομίζονται όπως θα αναλυθεί ακολούθως.

Το μόνο ίσως στοιχείο που μπορεί να θεωρηθεί ως μειονέκτημα είναι ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις στον ελλαδικό χώρο είναι οικογενειακές και προτιμούν να δανείζονται από τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, παρά να εισαχθούν στο Χ.Α.Α.

Επιπροσθέτως, οι τελευταίοι νόμοι που ψηφίστηκαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την προστασία του ευρύτερου επενδυτικού κοινού από το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης, που μπορεί να έχουν πρόσωπα στενά συνδεδεμένα με μια επιχείρηση, όπως οι σύμβουλοι της διοίκησης, οι Ορκωτοί Ελεγκτές, τα συγγενικά πρόσωπα των μετόχων και του διοικητικού συμβουλίου, οι χρηματιστές της εταιρείας κ.λπ. Τα όργανα αυτά ελέγχονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και για αυτούς είναι μάλλον ανεπιθύμητος ο έλεγχος, λειτουργώντας ως αντικίνητρο για την εισαγωγή των μετοχών και το δανεισμό κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Ασφαλώς, τα μειονεκτήματα της εισαγωγής με δημόσια εγγραφή αντισταθμίζονται με τα πλεονεκτήματα που είναι περισσότερα και συνδράμουν στην περαιτέρω ανάπτυξη της εταιρείας και κερδοφορία της εταιρείας

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο είναι τα εξής:

1) **Άντληση Κεφαλαίων για Ανάπτυξη:** Γενικότερα, οι εταιρείες μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με πολλούς τρόπους, όπως να απευθυνθούν στους παλαιούς μετόχους ή σε νέους, με άμεση χρηματοδότηση από τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή με την έκδοση εταιρικών ομολόγων. Ο άμεσος δανεισμός όμως φέρει το βάρος τους κόστους των τόκων για τις επιχειρήσεις είτε για μικρό είτε για μεγάλο χρονικό διάστημα. Από την άλλη πλευρά, η έκδοση ομολόγων φέρει το κόστος των κουπονιών που θα πρέπει να πληρώνουν οι μέτοχοι της εταιρείας κάθε χρόνο στους κατόχους των ομολογιών. Επιπλέον, οι υπάρχοντες μέτοχοι μπορεί να μην είναι διατεθειμένοι να αυξήσουν τη θέση τους στην εταιρεία για λόγους κυρίως διασποράς του κινδύνου στα χαρτοφυλάκια τους. Συν τοις άλλοις, η αναζήτηση άλλων μετόχων πέρα των παλαιών καθίσταται πολύ δύσκολη με δεδομένο ότι οι εταιρείες δεν είναι ευρέως γνωστές και όπως συμβαίνει στην Ελλάδα, οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι «οικογενειακές», δηλαδή οι κύριοι μέτοχοι της είναι μέλη μιας οικογένειας» και δεν επιθυμούν την είσοδο «εξωτερικών» μετόχων στην εταιρεία τους ή ακόμα και αν παραχωρήσουν μέρος των μετοχών τους σε εξωτερικούς επενδυτές για άντληση κεφαλαίων, τότε θα πουλήσουν ένα μικρό μέρος, με σκοπό τη διατήρηση της πλειοψηφίας των μετοχών και του δικαιώματος της προτεραιότητας στη λήψη των διοικητικών και διαχειριστικών αποφάσεων της εταιρείας τους. Για το λόγο αυτό οι εταιρείες που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο αδυνατούν να βρουν νέους μετόχους αφού η επικινδυνότητα για αυτούς είναι μεγάλη με δεδομένο ότι με το μικρό ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο που θα κατέχουν οι νέοι μέτοχοι δεν θα μπορούν να διαχειρίζονται ενεργά τα χρήματά τους.

Αντιθέτως, με την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, μια εταιρεία μπορεί να επιτύχει την άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επιχειρηματικών της σχεδίων, την ανάπτυξη της εταιρείας και την άνθηση της κερδοφορίας της ή ακόμα και για την εξόφληση χρεών της. Επίσης, με τον τρόπο αυτό μπορεί να αντλήσει περισσότερα κέρδη με πολύ μικρότερο κόστος από τους προαναφερθέντες τρόπους (ομόλογα και αναζήτηση μετόχων), ενώ και ο χρόνος συγκέντρωσης είναι μικρότερος αφού πλέον οι συναλλαγές μετοχών σε χρηματιστήρια πραγματοποιούνται πολύ γρήγορα.

2) **Αποτίμηση της Εταιρείας:** Η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι μια δύσκολη και επίπονη διαδικασία την οποία συνήθως δεν πραγματοποιούν οι εταιρείες. Η διαδικασία αυτή καθίσταται πιο εύκολη για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες, αφού οι τρέχουσες τιμές των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι δεδομένες κάθε μέρα, τόσο κατά τη διάρκεια των συναλλαγών όσο και στο τέλος των ημερήσιων διαπραγματεύσεων. Η ουσία της ημερήσιας αποτίμησης των μετοχών μιας εταιρείας στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό στίβο είναι απαραίτητη αφού πολλά χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως παράγωγα, options, futures και swaps κ.α. χρησιμοποιούν την αξία των μετοχικών τίτλων ως μέσο διαπραγμάτευσης αντί για τη χρήση μετρητών. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να προστεθεί και το γεγονός ότι στην Ελλάδα, η χρησιμοποίηση της αξίας της μετοχής ως μονάδα διαπραγμάτευσης είναι πλέον συμφέρουσα από τη διαπραγμάτευση με μετρητά αφού η φορολογική νομοθεσία φορολογεί με μικρότερο συντελεστή τις μετοχικές αποδόσεις από τα χρηματικά εισοδήματα, δηλαδή τα εισοδήματα που προέρχονται από την πώληση μετοχών φορολογούνται με μικρότερο συντελεστή από τις υπόλοιπες αποδοχές. Τα τελευταία χρόνια πρέπει να τονιστεί ότι οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια αμείβουν τους εργαζομένους τους και τα στελέχη τους με μετοχές. Η πολιτική αυτή των επιχειρήσεων

3) **Αύξηση της Ρευστότητας:** Πολλές φορές για εταιρείες που αναπτύσσονται διαπιστώνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου της επιχείρησης βρίσκεται συσσωρευμένο σε αυτή. Για τις εταιρείες που δεν είναι εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, η ρευστοποίηση τους δεν είναι εύκολη υπόθεση αφού δεν απευθύνονται σε μεγάλο επενδυτικό κοινό και αγορά για αυτές είναι περιορισμένη. Όταν μια εταιρεία εισάγεται σε μια Κεφαλαιαγορά, είναι πολύ εύκολο πέρα του να αντλήσει κεφάλαια και να αυξήσει την αξία της, να αποκτήσει ρευστότητα. Η τιμή της μετοχής στη Χρηματιστηριακή Αγορά προσδιορίζεται με βάση τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης. Η εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας είναι επίσης ωφέλιμη για τους μετόχους της εταιρείας, εφόσον μπορούν να ρευστοποιήσουν μέρος του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν και να το επενδύσουν με σκοπό να αυξήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία και το σημαντικότερο να ρευστοποιήσουν τη θέση τους στην εταιρεία χωρίς μεγάλες ζημιές και άμεσα. Ενώ βάσει των αρχών της Χρηματοοικονομικής, η

αύξηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης, μπορεί να προσελκύσει περισσότερο εύκολα κεφάλαια για την επιχείρηση.

4) **Ενίσχυση της φήμης της εταιρείας:** Με την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο, η επωνυμία της γίνεται αμέσως ευρέως γνωστή στον χρηματοοικονομικό και επιχειρηματικό χώρο, ενισχύει τη φήμη της και γίνεται περισσότερο αναγνωρίσιμη. Η εισαγωγή μέρους του μετοχικού της κεφαλαίου στη χρηματιστηριακή αγορά βελτιώνει την επιχειρηματική της εικόνα, αποτελεί διαφήμιση για την εταιρεία και τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που παράγει και ισχυροποιεί τη θέση της έναντι των ανταγωνιστριών της, αφού ουσιαστικά, η εισαγωγή στο χρηματιστήριο μπορεί να λειτουργήσει ως έμμεση διαφήμιση. Επίσης πολύ σημαντικό είναι ότι μια εταιρεία που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο μπορεί να επιτύχει καλύτερους όρους άμεσου δανεισμού από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εφόσον μπορεί να αντλήσει κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά για την κάλυψη των υποχρεώσεων της.

Κεφάλαιο 3^ο

Το Θεσμικό Πλαίσιο στην Ελλάδα

3.1. Εισαγωγή

Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι η πρώτη οργανωμένη αγορά κινητών αξιών στην Ελλάδα. Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι το σύνολο των μετοχών ορισμένων Ανωνύμων Εταιρειών που πληρούν κάποιες προϋποθέσεις έτσι ώστε να συμμετέχουν στην αγορά διαπραγμάτευσης τίτλων. Οι κανόνες εισαγωγής και διαπραγμάτευσης των μετοχικών τίτλων των ανωνύμων εταιρειών στην αγορά του Χρηματιστηρίου και οι νόμοι λειτουργίας του τίθενται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Για την εισαγωγή μιας ανώνυμης εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) θα πρέπει οι μετοχές της να ενταχθούν και να διαπραγματεύονται σε κάποια από τις Αγορές του Χρηματιστηρίου. Το Ελληνικό Χρηματιστήριο απαρτίζεται από τέσσερις αγορές. Οι όροι και οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή μίας εταιρείας σε κάποια από τις αγορές αυτές διαφέρουν ανάλογα με την αγορά. Στη συνέχεια θα αναλυθούν και οι προϋποθέσεις εισαγωγής των εταιρειών για να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και ειδικότερα σε κάποια από τις αγορές, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών απαρτίζεται από τις εξής αγορές:

- **Κύρια Αγορά**
- **Παράλληλη Αγορά**

- **Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α)**

- **Ελληνική Αγορά Αναδύομένων Κεφαλαιαγορών (Ε.ΑΓ.Α.Κ)**

Αποτελείται λοιπόν από τέσσερις ομάδες μετοχών που τίθενται σε διαπραγμάτευση με τους ίδιους κανόνες, αλλά οι όροι και οι προϋποθέσεις εισαγωγής τους σε κάθε μια από αυτές διαφέρουν.

3.2. Κριτήρια Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.

Με βάση τους κανόνες και τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας στην Κύρια Αγορά διαπραγμάτευσης μετοχικών τίτλων απαιτούνται τα εξής:

Στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών εισάγονται για διαπραγμάτευση μετοχικοί τίτλοι εταιρειών των οποίων η νομική μορφή είναι ανώνυμη εταιρεία των οποίων η δραστηριότητα μπορεί να είναι οποιαδήποτε. Υποχρεωτικά όμως στην αγορά αυτή εισάγονται οι τράπεζες και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί. Η εταιρεία προς εισαγωγή θα πρέπει να έχει δημοσιευμένους ισολογισμούς της τελευταίας τριετίας με ικανοποιητική κεφαλαιακή διάρθρωση (δηλαδή μετοχικό κεφάλαιο, αποθεματικά και κέρδος χρήσεως εις νέον), ώστε να είναι σε θέση να καλύψει τυχόν ζημιές. Το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου δηλαδή το γινόμενο του αριθμού των μετοχών επί την ονομαστική αξία των μετοχών της να ανέρχεται σε 11.738.811,45€ Επιπροσθέτως, για τις οικονομικές καταστάσεις της ανώνυμης εταιρείας απαιτείται φορολογικός έλεγχος για όλες τις χρήσεις, για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης, έχουν δημοσιευτεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Επιπροσθέτως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει και μια ελάχιστη απαιτούμενη διασπορά του συνόλου των μετοχών, η οποία ανέρχεται στο 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας, ο απόφαση αυτή ελήφθη για την προστασία των δικαιωμάτων της μειοψηφίας. Παράλληλα, απαιτείται και η κατανομή μετοχών σε

Θεσμικούς και μη Θεσμικούς Επενδυτές. Ειδικότερα, μετοχικοί τίτλοι θα πρέπει να διανεμηθούν σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα (Θεσμικούς και μη Επενδυτές). Η απόφαση αυτή δεν αναφέρεται σε πρόσωπα τα οποία κατέχουν αριθμό μετοχών μεγαλύτερο από το 2% του αριθμού των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Όσον αφορά τη διάθεση μετοχών με ιδιωτική τοποθέτηση, θα πρέπει να μη διατίθεται ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των μετοχών που προορίζονται να διατεθούν με δημόσια εγγραφή όταν η συνολική κεφαλαιοποίηση της αύξησης δεν υπερβαίνει τα 234,78 εκατ. ευρώ.

Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών που πρόκειται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, ορίζεται από τον ανάδοχο της έκδοσης είτε πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής είτε μετά αυτής, με την προϋπόθεση όμως ότι κατά τη δημόσια εγγραφή τηρείται η διαδικασία του book building, δηλαδή ότι η τελική τιμή δεν θα μπορεί να ξεπερνά το 15% της κατώτερης προσφοράς.

Για τις επιχειρήσεις που πρόκειται να εισαχθούν στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών δεν είναι υποχρεωτική η κατάρτιση και υποβολή επενδυτικού σχεδίου αλλά ούτε και η σύνταξη εκθέσεων αξιολόγησης του επενδυτικού σχεδίου. Αντιθέτως, για την εισαγωγή των μετοχικών τίτλων μιας ανώνυμης εταιρείας στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου καθίσταται υποχρεωτική η σύνταξη και η δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου κατόπιν έγκρισης του από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών και πριν τη διάθεση των μετοχών στο επενδυτικό κοινό.

Για τις εταιρείες που εισάγονται στην κύρια αγορά, ο ανάδοχος θα πρέπει να ολοκληρώσει τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής εντός 15 ημερών από την έγκριση της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο και εντός μηνός από τη λήξη της δημόσιας εγγραφής η μετοχές θα πρέπει να διαπραγματεύονται.

Τέλος οι νόμοι και οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη διαδικασία εισαγωγής μετοχών εταιρειών στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι οι εξής:

- Ø Νόμος 2651/1998
- Ø Π.Δ. 350/1985

- Ø ΦΕΚ 1257Β'/1998
- Ø ΦΕΚ 2096/1999
- Ø ΦΕΚ 20Β'/1999
- Ø 13/174/1999 (Ε.Κ.)
- Ø Συνεδρίαση Ε.Κ. 5/3/1999
- Ø Κανονιστική Διάταξη 20 του Χ.Α.

3.3. Κριτήρια Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.

Στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών εισάγονται για διαπραγμάτευση μετοχικοί τίτλοι εταιρειών των οποίων η νομική μορφή είναι ανώνυμη εταιρεία, όπως και στην κύρια και των οποίων η δραστηριότητα μπορεί να είναι οποιαδήποτε. Το ελάχιστο μέγεθος ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ξεπερνά 2,93 εκατ. ευρώ όπως αυτά δημοσιεύονται στον τελευταίο ισολογισμό. Επιπλέον, η ανώνυμη εταιρεία για να εισαχθεί στην παράλληλη αγορά θα πρέπει να έχει δημοσιευμένους τους ισολογισμούς των δύο τελευταίων εταιρικών χρήσεων, ενώ η κεφαλαιακή της διάρθρωση θα πρέπει να είναι ικανοποιητική με βάσει τον τελευταίο ισολογισμό που έχει δημοσιεύσει. Επίσης και για την εισαγωγή μιας εταιρείας στην παράλληλη αγορά είναι υποχρεωτικός ο φορολογικός έλεγχος για όλες τις χρήσεις, για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αιτήσεως της προς εισαγωγή, έχουν δημοσιευτεί οι ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επίσης ορίζει ελάχιστη απαιτούμενη διασπορά του συνόλου των μετοχών και συγκεκριμένα το 20% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Ακόμα, απαιτείται οι μετοχές που εισάγονται με εγγραφή το Χρηματιστήριο των Αθηνών να κατανεμηθούν σε τουλάχιστον 1.000 πρόσωπα, Θεσμικούς και μη Θεσμικούς Επενδυτές. Βάσει κανονισμού της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι μετοχές που προορίζονται για ιδιωτική τοποθέτηση δεν θα πρέπει να ξεπερνούν το 5% εκείνων που διατίθενται για δημόσια εγγραφή.

Σχετικά με την κατάρτιση επενδυτικού σχεδίου, την αξιολόγηση του και τη σύνταξη ενημερωτικού φυλλαδίου ισχύουν ακριβώς ότι και για την εισαγωγή μετοχών στην κύρια αγορά, ενώ και στην περίπτωση εισαγωγής στην παράλληλη αγορά ο ανάδοχος ο ανάδοχος είναι υποχρεωμένος να ολοκληρώσει τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής εντός 15 ημερών και ένα μήνα μετά τη λήξη της δημόσιας εγγραφής η μετοχή θα πρέπει να διαπραγματεύεται στην αγορά του Χρηματιστηρίου.

Τέλος οι νόμοι και οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη διαδικασία εισαγωγής μετοχών εταιρειών στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι οι εξής:

- Ø Νόμος 2651/1998
- Ø Π.Δ. 489/1989
- Ø ΦΕΚ 1257 Β'/1998
- Ø ΦΕΚ 2096/1999
- Ø ΦΕΚ 20Β'/1999
- Ø 13/174/1999 (Ε.Κ.)
- Ø Συνεδρίαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/3/1999
- Ø Κανονιστική Διάταξη 20 του Χ.Α.
- Ø Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 17/59

3.4. Σύγκριση Κύριας Αγοράς και Παράλληλης

Όπως φαίνεται από τις προϋποθέσεις εισαγωγής των νέων εταιρειών στις δύο Αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών η Κύρια Αγορά θέτει αυστηρότερους περιορισμούς σε σχέση με την Παράλληλη. Οι εταιρείες που εισάγονται στην Κύρια Αγορά είναι ανώνυμες εταιρείες σχετικά μεγαλύτερου μεγέθους, με περισσότερα ίδια κεφάλαια σε σχέση με αυτές που εισάγονται στην Παράλληλη Αγορά.

Μια ανώνυμη εταιρεία η οποία είναι εισηγμένη στην παράλληλη Αγορά μπορεί κατόπιν απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών να μεταταχθούν στην Κύρια Αγορά, εφόσον πληροί τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια Αγορά και επιπλέον τις κατωτέρω:

- Να έχει παραμείνει στην Παράλληλη Αγορά για τουλάχιστον δύο χρόνια.
- Να έχει κάνει χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων που έλαβε από τη δημόσια εγγραφή.
- Να μην έχει υποπέσει σε σοβαρές παραβιάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας κατά το χρονικό διάστημα που διαπραγματεύονταν οι μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά.

Από τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί μια εταιρεία εισηγμένη στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών για να μεταβεί στην Κύρια Αγορά μπορούμε να εξάγουμε το συμπέρασμα ότι ουσιαστικά η Παράλληλη Αγορά λειτουργεί ως ένας προθάλαμος εισαγωγής των εταιρειών στην Κύρια Αγορά. Την περίοδο, όπου διαπραγματεύονται οι μετοχές μιας εταιρείας στην Παράλληλη Αγορά δοκιμάζουν τις αντοχές και τις δυνατότητες τους σε όλα τα επίπεδα και όταν το οικονομικό μέγεθός τους, γίνει αντίστοιχο με εκείνο των εταιρειών της Κύρια Αγοράς, εκμεταλλευόμενη τα αντληθέντα κεφάλαια που άντλησε από τη φθηνή χρηματοδότηση που προσφέρει η χρηματιστηριακή αγορά και αξιοποιώντας τα γρήγορα και κατάλληλα και καταφέρει με τον τρόπο αυτό να αναπτυχθεί, τότε μπορεί να περάσει στο επόμενο πιο δύσκολο στάδιο που είναι η Κύρια Αγορά. Η δυνατότητα όμως αυτή αποτελεί παράλληλα και ένα κίνητρο των εταιρειών της Παράλληλης Αγοράς για ανάπτυξη. Έτσι οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στην Παράλληλη Αγορά δείχνουν περισσότερες προοπτικές εξέλιξης σε ρυθμούς ανάπτυξης σε σχέση με αυτές της Κύριας.

3.5. Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του Χ.Α.

Η σύσταση της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, έγινε με σκοπό την εισαγωγή μικρομεσαίων δυναμικών και καινοτομικών επιχειρήσεων οι οποίες δεν εισάγονται στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου.

Κριτήρια Εισαγωγής

Ίδια Κεφάλαια

Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας εταιρίας πρέπει να ανέρχονται σε διακόσια εκατομμύρια (200.000.000) δραχμές τουλάχιστον, για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.

Δημοσίευση Οικονομικών Καταστάσεων

Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρία, για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της υποβολής της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.

Φορολογικός Έλεγχος

Εταιρία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της για πρώτη φορά στη ΝΕ.Χ.Α, πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις, για τις οποίες, κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης, έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Διάθεση Μετοχών - Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

1. Για την εισαγωγή των μετοχών στη ΝΕ.Χ.Α διατίθενται, με δημόσια εγγραφή, στο κοινό τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) μετοχές, αξίας τουλάχιστον διακοσίων πενήντα εκατομμυρίων (250.000.000) δραχμών. Από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον ογδόντα τις εκατό (80%) προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

Δέσμευση Μετοχών

Μέτοχος της εταιρίας που κατέχει μετοχές η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου δεσμεύεται, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, ότι δεν θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο το 80% των μετοχών του για τον πρώτο χρόνο και 50% για τον δεύτερο και τρίτο χρόνο από την εισαγωγή της στην ΝΕ.Χ.Α.

Επενδυτικό Σχέδιο

Η εταιρία υποβάλλει επενδυτικό σχέδιο, το οποίο συντάσσεται με ευθύνη του αναδόχου. Στο σχέδιο αυτό γίνεται υποχρεωτικά αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών του στοιχείων, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της εταιρίας και των μέσων που προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων. Οι προδιαγραφές και το ειδικότερο περιεχόμενο του επενδυτικού σχεδίου, τα κριτήρια βάσει των οποίων εκτιμώνται ο δυναμισμός της επιχείρησης, οι προοπτικές της και η πρωτοτυπία της επιχειρηματικής προτάσεως, καθώς και κάθε άλλο αναγκαίο για την επάρκειά του στοιχείο καθορίζονται με κανονιστική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.

Ενημερωτικό Δελτίο

Η εταιρία συντάσσει και δημοσιεύει, πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής, Ενημερωτικό Δελτίο, σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985 (ΦΕΚ 125Α'), στο οποίο περιέχονται επιπροσθέτως και τα ακόλουθα: α) Πληροφορίες για τις οικονομικές προοπτικές της εταιρίας, όπως αυτές αξιολογούνται από τον ανάδοχο, για χρονικό διάστημα πέραν της τρέχουσας χρήσης, τις οποίες η εταιρία αιτιολογεί.

Ανάδοχος Έκδοσης – Σύμβουλος

Ανάδοχος Έκδοσης εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση με δημόσια εγγραφή κεφαλαίου της εταιρίας και οφείλει να παρακολουθεί και να

ενημερώνει το κοινό για την πρόοδο του επενδυτικού σχεδίου και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας, ευθυνόμενος κατά τα λοιπά σύμφωνα με τις διατάξεις του π.δ 350/1985.

Υποχρεώσεις Εισηγμένων Εταιριών

1. Εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στη ΝΕ.Χ.Α, υποχρεούνται να δημοσιεύουν οικονομικές καταστάσεις, σύμφωνα με το Π.Δ. 360/1985 (ΦΕΚ 129 Α'). Υποχρεούνται επίσης: α) να υποβάλλουν ανά εξάμηνο έκθεση σχετικά με τον τρόπο χρήσης των κεφαλαίων και την πορεία του επενδυτικού σχεδίου, β) να δημοσιεύουν σε ετήσια βάση το σύνολο των μετοχών και δικαιωμάτων που κατέχουν τα μέλη του Διοικητικού τους Συμβουλίου και τα στελέχη που κατέχουν διευθυντικές θέσεις.
2. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που εκδίδεται ύστερα από γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α και δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, μπορούν να ορίζονται επιπλέον υποχρεώσεις για γνωστοποίηση στοιχείων σχετικών με την κατάσταση και την εξέλιξη της δραστηριότητας της εταιρίας

Ειδικά Χαρακτηριστικά της ΝΕ.Χ.Α.

Δέσμευση Μετοχών

Μέτοχος της εταιρίας που κατέχει μετοχές η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου δεσμεύεται, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, ότι δεν θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο το 80% των μετοχών του για τον πρώτο χρόνο και 50% για τον δεύτερο και τρίτο χρόνο από την εισαγωγή της στην ΝΕ.Χ.Α.

Ειδικός Διαπραγματευτής

Προϋποθέσεις:

. Να είναι Μέλος του Χ.Α.

. Να έχει μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ίσο με το προβλεπόμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο του άρθρου 28 παρ.1 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ Α 73) για Ε.Π.Ε.Υ. που δικαιούνται να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου έκδοσης τίτλων.

Η εταιρία ορίζει έναν τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή. Η ιδιότητα του Ειδικού Διαπραγματευτή δεν είναι ασυμβίβαστη με την ιδιότητα του Αναδόχου Έκδοσης ή του Συμβούλου. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής είναι μέλος του Χ.Α, συνάπτει χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός κύκλου στο όνομά του και για ίδιο λογαριασμό και συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας αγοράς των μετοχών της εταιρίας.

Ο Ειδικός Διαπραγματευτής οφείλει να διαθέτει Τμήμα Ειδικού Διαπραγματευτή από το οποίο θα διενεργεί συναλλαγές ειδικής διαπραγμάτευσης μόνο για ίδιο λογαριασμό μέσω ξεχωριστού κωδικού αριθμού τον οποίο θα γνωστοποιεί στο Χ.Α. και θα χρησιμοποιεί αποκλειστικά για το σκοπό αυτό. Στο τμήμα αυτό θα απασχολείται ένα τουλάχιστον πρόσωπο με πλήρη και αποκλειστική απασχόληση το οποίο θα γνωστοποιείται στο Χ.Α. και το οποίο πρέπει α) να έχει την ιδιότητα χρηματιστηριακού εκπροσώπου, β) να μην είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου, διευθυντικό στέλεχος ή ελεγκτής εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στη ΝΕ.Χ.Α. και γ) να μην απασχολείται σε άλλο Τμήμα του ίδιου Μέλους και ιδίως στο Τμήμα Διαπραγμάτευσης μετοχών εισηγμένων στη ΝΕ.Χ.Α.

Από την ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης εισηγμένων μετοχών Εταιρίας στη ΝΕ.Χ.Α., ο ορισμένος από αυτήν Ειδικός Διαπραγματευτής οφείλει να ενισχύει τη ρευστότητά τους. Για το σκοπό αυτό και από τη χρονική στιγμή όπου, σύμφωνα με τις ισχύουσες

διατάξεις, δίνεται στα Μέλη η δυνατότητα διαβίβασης εντολών στο Σύστημα Συναλλαγών προς αυτόματη και συνεχή κατάρτισή τους, ο Ειδικός Διαπραγματευτής διαβιβάζει στον πίνακα Συνεχούς Διαπραγμάτευσης σε συνεχή βάση, αποκλειστικά ταυτόχρονες εντολές αγοράς και πώλησης για ίδιο λογαριασμό για κάθε μετοχή της οποίας έχει αναλάβει την ειδική διαπραγμάτευση (εντολές ειδικής διαπραγμάτευσης) μέσω του κωδικού της παρ. 1 του άρθρου 3 της παρούσας, υποχρεωτικά για μία ημερήσια ελάχιστη ποσότητά τους, υπό όρους και προϋποθέσεις που ορίζονται στις ακόλουθες παραγράφους.

A. Η απόκλιση τιμής για κάθε διαβίβαση των ανωτέρω εντολών αγοράς και πώλησης, η οποία ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ τιμής της εντολής πώλησης και τιμής της εντολής αγοράς, πρέπει να είναι μικρότερη ή ίση από το πέντε τοις εκατό (5%) του ημίσεως του αθροίσματός τους. Εννοείται ότι οι τιμές αυτές κυμαίνονται εντός του επιτρεπτού, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις, ημερήσιου ορίου διακύμανσής τους.

B. Ως Ελάχιστη Ημερήσια Ποσότητα Μετοχών ορίζεται ο αριθμός που αντιστοιχεί στο 0,5% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων στη ΝΕ.Χ.Α. μετοχών της Εταιρίας.

3.6. Η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών

Η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) συστάθηκε το 1997 με το Νόμο 2533/1997. Το θεσμικό πλαίσιο για τη λειτουργία της συμπληρώθηκε με μια σειρά Υπουργικών Αποφάσεων, καθώς και Κανονιστικών Αποφάσεων των ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ). Με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 34 του νόμου 2533/1997, οι διατάξεις που διέπουν τη λειτουργία της Παράλληλης Αγοράς του άρθρου 32 του Νόμου 1806/1988 (ΦΕΚ 207 Α') διέπουν και τη λειτουργία της ΕΑΓΑΚ.

Αξίες που εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ

Στην ΕΑΓΑΚ εισάγονται προς διαπραγμάτευση τριών ειδών κινητές αξίες:

1. Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛΠΙΣ).
2. Μεριδία Επενδυτικών Κεφαλαίων Αναδυομένων Αγορών (ΕΚΑΑ).
3. Μετοχές Εταιρειών Διαχείρισης Χαρτοφυλακίων Αναδυομένων Αγορών (ΕΧΑΑ).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της, μετά από γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑ, δύναται να προσθέσει και άλλες κατηγορίες αξιών, οι οποίες θα επιτρέπεται να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ΕΑΓΑΚ.

Ομοιότητες και διαφορές της ΕΑΓΑΚ από τις άλλες αγορές του ΧΑ

Η ΕΑΓΑΚ αποτελεί μία ακόμη οργανωμένη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ), δηλαδή την Παράλληλη Αγορά Αναδυομένων Αγορών. Οι άλλες αγορές του ΧΑ είναι η Κύρια, η Παράλληλη και η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕΧΑ). Οι προς διαπραγμάτευση κινητές αξίες εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών, εφόσον έχει εξετάσει την ικανοποίηση ή μη των προϋποθέσεων και 6 όρων εισαγωγής που αφορούν ειδικότερα το κάθε είδος κινητής αξίας και τους εκδότες (βλέπε παρακάτω ανά κινητή αξία).

Η διαπραγμάτευση των αξιών που εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ γίνεται μέσω του Ολοκληρωμένου Αυτοματοποιημένου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), σύμφωνα με τις ίδιες μεθόδους διαπραγμάτευσης που ακολουθούνται για τις άλλες αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών (υπ' αριθμ. 18/1999, 60/2001, 63/2001, 66/2001 και 70/2001 Αποφάσεις του ΔΣ του ΧΑ, όπως ισχύουν), και στον ίδιο τόπο και χρόνο. Οι αξίες που εισάγονται και διαπραγματεύονται στην ΕΑΓΑΚ είναι υποχρεωτικά άυλες ενώ η εκκαθάρισή τους πραγματοποιείται από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) μέσω του Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ). Από 1.1.2001 η διαπραγμάτευση και εκκαθάριση των αξιών αυτών όπως και των άλλων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών κινητών αξιών, πραγματοποιείται σε ευρώ. Ωστόσο, η ΕΑΓΑΚ διαφέρει από τις υπόλοιπες τρεις αγορές, ως προς τις αξίες που εισάγονται σε αυτήν. Εκτός από τα ΕΛΠΙΣ, που δύναται να εισαχθούν και στην Κύρια Αγορά του ΧΑ, στην ΕΑΓΑΚ

εισάγονται και δύο νέες κινητές αξίες που δε μπορούν να εισαχθούν σε καμία από τις άλλες αγορές: οι μετοχές ΕΧΑΑ και τα μερίδια ΕΚΑΑ. Όλες οι αξίες που εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ σχετίζονται με αναδυόμενες αγορές υπό την έννοια ότι είτε παριστούν μετοχές που εκδίδονται από εταιρεία που έχει την έδρα της σε κάποια αναδυόμενη αγορά (ΕΛΠΙΣ), είτε εκδίδονται από εταιρείες που επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε αναδυόμενες αγορές (μερίδια ΕΚΑΑ, μετοχές ΕΧΑΑ).

Επίσης, η λειτουργία της συγκεκριμένης αγοράς υποστηρίζεται από το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ), δηλαδή η εταιρία υποβάλλει το φάκελό της στις υπηρεσίες του ΧΚΘ, οι οποίες διενεργούν τον έλεγχο των απαιτούμενων δικαιολογητικών και του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου και στη συνέχεια ο φάκελος διαβιβάζεται στο ΧΑ για έγκριση του ενημερωτικού δελτίου. Πέρα από τη συμμετοχή του στη διαδικασία εισαγωγής, το ΧΚΘ έχει, σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο, και άλλες αρμοδιότητες όπως να εισηγείται τη λήψη μέτρων σχετικά με τη λειτουργία και τις διαδικασίες της ΕΑΓΑΚ, να μεριμνά για την πρόωθηση και ανάπτυξη της αγοράς αυτής και γενικά να παρακολουθεί τις κινητές αξίες που εισάγονται σε αυτήν.

Κεφάλαιο 4ο

Ανάδοχοι

Ορισμός του αναδόχου

Γενικά οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από το ευρύ κοινό τόσο κατά την εισαγωγή τους σε κάποια από τις αγορές του Χ.Α., με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή όσο και αργότερα μέσω μιας νέας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Ως Κύριος Ανάδοχος νοείται εκείνος από τους Αναδόχους ο οποίος αναγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο ως Κύριος Ανάδοχος και σε περίπτωση περισσοτέρων, καθένας από αυτούς. Σε περίπτωση παράλειψης προσδιορισμού και αναγραφής ενός ή περισσοτέρων Κυρίων Αναδόχων, ο όρος θα περιλαμβάνει όλους τους Αναδόχους, πλην της περίπτωσης του άρθρου 8 του παρόντος.

Αναδοχή έκδοσης κινητών αξιών μετοχών ή ομολογιών (underwriting) είναι η ανάληψη του κινδύνου από τον ανάδοχο για την κάλυψη μιας έκδοσης μετοχικών ή ομολογιακών τίτλων που εκδίδει μια εταιρεία (εκδότρια εταιρεία), σε μια οργανωμένη χρηματαγορά από φορείς, όπως πιστωτικά ιδρύματα, Ε.Π.Ε.Υ και Α.Χ.Ε, με μετοχικό κεφάλαιο μεγαλύτερο των 2,93 εκατ. ευρώ, οι οποίες αναλαμβάνουν το ρόλο του αναδόχου.

Ο ανάδοχος μπορεί να είναι μια Τράπεζα ή μια ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία (Α.Χ.Ε.) ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, η οποία να έχει μετοχικό κεφάλαιο μεγαλύτερο από εκείνο που ορίζει κάθε φορά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αυτό σημαίνει ότι ο ανάδοχος πρέπει να είναι μεγάλη εταιρεία του χρηματοπιστωτικού τομέα, η οποία να εμπνέει εμπιστοσύνη στους υποψήφιους θεσμικούς επενδυτές.

Ο ανάδοχος θέτει στη διάθεση της επιχείρησης που πρόκειται να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών το δίκτυο των καταστημάτων του, το προσωπικό του που είναι καταλλήλως εκπαιδευμένο, την πελατεία του που είναι υποψήφιοι αγοραστές των υπό έκδοση μετοχών (ή ομολογιών) της εταιρείας και τέλος τη φήμη και της αξιοπιστία του, δηλαδή ότι όλες οι ενέργειες για την εισαγωγή θα είναι νόμιμες και διαφανείς, πράγμα που ακόμα αμφισβητείται για την εισαγωγή νέων μετοχών την περίοδο 1998 μέχρι και το 1999.

Ο ανάδοχος θα πρέπει να διαθέτει ειδικό τμήμα αναλυτών ώστε να μπορεί να ελέγξει την επιχείρηση ως προς την εκπλήρωση των όρων εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο, τη βιωσιμότητα των επενδυτικών της σχεδίων, τη σταθερότητα της διοικήσεως της, την οικονομική της θέση και τις προοπτικές της στον κλάδο της οικονομίας που υπάγεται.

Οι ανάδοχοι είναι όπως προείπαμε κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνήθως μεγάλα, όπως τράπεζες ή επενδυτικές τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες αφού διατεθούν να αναλάβουν την έκδοση των μετοχικών τίτλων στο Χρηματιστήριο, λαμβάνουν τους τίτλους που πλέον είναι άυλοι και φέρουν την υποχρέωση να τους διαπραγματευτούν. Οι εκδόσεις μπορούν να χωριστούν σε εκείνους που γίνονται με δημόσια εγγραφή (με ανοιχτή δηλαδή πρόσκληση ενδιαφέροντος) και ιδιωτική τοποθέτηση. Στην πράξη μια δημόσια εγγραφή πρέπει να είναι επαρκώς μεγάλη σε μέγεθος και να μπορεί να προσελκύσει έναν ικανοποιητικό αριθμό αγοραστών, ενώ από την άλλη οι εκδόσεις που δεν δύνανται να εκπληρώσουν τις προϋποθέσεις αυτές προσφέρονται με ιδιωτική τοποθέτηση. Για τις δημόσιες εγγραφές πρέπει να ακολουθηθούν διαδικασίες που να προστατεύουν το επενδυτικό κοινό. Στις Η.Π.Α. για παράδειγμα οι τίτλοι που προσφέρονται με δημόσια εγγραφή θα πρέπει πρώτα να εγγραφούν από την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) πριν την πώληση τους, ενώ οι ιδιωτικές προσφορές δεν έχουν αυτό τον περιορισμό. Σκοπός της εγγραφής αυτής είναι η βεβαίωση της κυριότητας των χρεογράφων αυτών από μια κεντρική αρχή, έτσι ώστε να μειωθεί η πιθανότητα εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού από τους εκδότες των τίτλων. Η εγγραφή στα μητρώα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν σημαίνει βέβαια ότι η επένδυση είναι και αξιόλογη, απλά τεκμηριώνει την ποιότητα της ακρίβειας των πληροφοριών που περιέχονται στη δημόσια ανακοίνωση., κάτι ανάλογο με αυτό που

συμβαίνει και στην Ελλάδα για την εισαγωγή νέων μετοχικών τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, που όμως δεν μπόρεσε να προφυλάξει τους επενδυτές από τις συνέπειες του '99.

Πολλές φορές για την έκδοση νέων μετοχικών τίτλων και την εισαγωγή αυτών στο Χρηματιστήριο Αξιών, οι επενδυτικές τράπεζες ή οι Χρηματιστηριακές Εταιρείες δημιουργούν κοινοπραξίες για τη διασπορά του κινδύνου πώλησης των νέων εκδόσεων σε περισσότερους από ένα συμμετέχοντες, δηλαδή οι ανάδοχοι μπορεί να είναι πλέον του ενός. Μια κοινοπραξία (syndicate) αποτελείται από ένα σύνολο τραπεζών που συνδυάζονται για να αναλάβουν μια έκδοση. Ένα μέλος της κοινοπραξίας ο κύριος ανάδοχος οργανώνει την κοινοπραξία και αποστέλλει μηνύματα στα ενδιαφερόμενα πιστωτικά ιδρύματα, συντονίζοντας τις ενέργειες τους και πιθανώς αναλαμβάνοντας και το μεγαλύτερο μέρος της έκδοσης. Οι πλέον συνηθεις κοινοπραξίες γίνονται για τις αυξησεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

Στην περίπτωση που οι ανάδοχοι είναι πλέον του ενός για την αποφυγή λήψης υψηλού κινδύνου για μια έκδοση, οι ανάδοχοι χωρίζονται στους κύριους αναδόχου-συντονιστές, στους συναναδόχους, στους λοιπούς αναδόχους και στους συμβούλους της έκδοσης των μετοχών.

Ο κύριος ανάδοχος διενεργεί τις περισσότερες λειτουργίες και διαδικασίες για τη δημόσια εγγραφή, διατρέχοντας το υψηλότερο ποσοστό του κινδύνου αλλά αποκομίζοντας και τη μεγαλύτερη προμήθεια. Το γεγονός όμως ότι κάποιος έχει αναλάβει την αναδοχή δεν συνεπάγεται ότι είναι υποχρεωμένος να καλύψει τις μετοχές που θα μείνουν αδιάθετες.

Για μια δημόσια εγγραφή μεταξύ εκδότριας εταιρείας και αναδόχων υπογράφονται συμβάσεις ανάλογα με την περίπτωση, με τις οποίες τίθενται ρητά οι δεσμεύσεις και οι υποχρεώσεις και των δύο πλευρών όπως και τα δικαιώματα τους, ο τρόπος διεξαγωγής των διαδικασιών, οι εγγυήσεις, οι κυρώσεις για τυχόν παραβίαση της συμβάσεως, τα χρονικά όρια κ.λπ. Οι διμερείς αυτές συμβάσεις θα πρέπει να έχουν συνταχθεί και σύμφωνα με τους κανόνες λειτουργίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου στο οποίο εισάγονται, καθώς και με τους κανόνες δεοντολογίας που έχουν θεσπιστεί για την προστασία των επενδυτών ώστε να προστατεύονται οι θεσμικοί και μη θεσμικοί επενδυτές και η Χρηματαγορά να λειτουργεί ομαλά.

Όλες οι διαδικασίες που σχετίζονται με την αναδοχή εξετάζονται και ελέγχονται από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ σε εξαιρετικές περιπτώσεις η εποπτεία της δημόσιας εγγραφής νέων μετοχών περνάει στη δικαιοδοσία της Κεντρικής Τραπέζης της Ελλάδος. Σε περίπτωση όπου οι εποπτεύουσες αρχές θεωρήσουν ότι κάποιος από τους αναδόχους παραβιάσει τους κανονισμούς που τίθενται για τους αναδόχους που τίθενται από το Νόμο 2651/98 και κρίνουν ότι με τις διαδικασίες αυτές διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία της Χρηματαγοράς, τότε οι ανάδοχοι που υποπέφτουν στην παραβίαση αφού επιπληχτούν από τις εποπτεύουσες αρχές, τους επιβάλλονται κυρώσεις με βάση της συμβάσεως και μπορεί να τιμωρηθούν με πρόστιμο ύψους 2,93 εκατ. ευρώ.

4.2. Η δέσμευση των Αναδόχων

Όσον αφορά τις δημόσιες εγγραφές νέων μετοχικών τίτλων οι επενδυτικές τράπεζες (δηλαδή οι θεσμικοί επενδυτές όπως μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα, χρηματιστηριακές εταιρείες ή γενικότερα οι θεσμικοί επενδυτές) έχουν να επιλέξουν μεταξύ δύο τρόπων για την έκδοση των νέων μετοχικών τίτλων στην πρωτογενή αγορά. Αρχικά, οι νέες εκδόσεις μπορούν να γίνουν με δέσμευση (firm commitments) δηλαδή να πραγματοποιηθούν απ' ευθείας με αγορά του συνόλου της έκδοσης από ένα και μόνο θεσμικό επενδυτή (ή μια κοινοπραξία), ο οποίος θα αναλάβει τους κινδύνους μεταπώλησης τους στο κοινό. Ο ανάδοχος αυτός αγοράζει τους τίτλους και προσπαθεί να τους μεταπωλήσει σε υψηλότερη τιμή, κερδίζοντας τη διαφορά σαν αμοιβή για την υπηρεσία του.

Ο ανάδοχος αυτός λαμβάνει τον κίνδυνο της αγοράς αφού κανείς δεν μπορεί να του εγγυηθεί την τιμή μεταπώλησης. Μέρος της αμοιβής του λοιπόν είναι η αποζημίωση του για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει να καλύψει τα έξοδα έγκρισης της έκδοσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και προχωρά στις λεπτομέρειες για την περαίωση της δημόσιας εγγραφής των νέων μετοχικών τίτλων μέχρι την πρώτη διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο, διαδικασίες που μπορεί να διαρκέσουν αρκετό καιρό. Κατά τη διάρκεια των διαδικασιών είναι πιθανό να αλλάξουν οι συνθήκες της

αγοράς και ο ανάδοχος να εκτεθεί σε σημαντικούς κινδύνους από μια πτωτική αγορά, όπως ακριβώς συνέβη με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές την περίοδο μετά την πτώση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, όπου η αγορά ήταν έντονα πτωτική και επικρατούσε απαισιοδοξία από την πλευρά των επενδυτών.

Βάσει του νόμου 2651/98 οι ανάδοχοι εγγυούνται ότι η εκδότρια εταιρεία τηρεί όλες τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, ακόμα και σε περίπτωση ιδιαιτεροτήτων έκδοσης, οπότε αυτές γνωστοποιούνται. Παράλληλα οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι βάσει του νόμου να αποφεύγουν δραστηριότητες οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με το πνεύμα των σχετικών νόμων περί της λειτουργίας της Χρηματαγοράς και οφείλουν να τη διασφαλίζουν.

4.3. Υποχρεώσεις Κύριου Αναδόχου και Συμβούλων της Έκδοσης

- Τον προσδιορισμό της συνολικής αξίας της υπό ένταξη εταιρείας και τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής της, η οποία θα αντανακλά την πραγματική αξία των χρεογράφων.
- Την έκδοση, σε συνεργασία με την εταιρεία, του Ενημερωτικού Δελτίου που θα διανεμηθεί στους υποψήφιους επενδυτές για να γνωρίσουν την εταιρεία και τις δραστηριότητες της, τουλάχιστον τρεις μέρες πριν την έναρξη της εισαγωγής της εταιρεία στο Χ.Α..
- Οι ανάδοχοι και οι σύμβουλοι μιας έκδοσης δεν πρέπει να προβαίνουν σε σταθεροποίηση της τιμής, εφόσον κάτι τέτοιο δεν αναφέρεται ξεκάθαρα στο ενημερωτικό δελτίο καθώς και σε συναλλαγές που σχετίζονται με εκτέλεση εντολών πελατών της εταιρείας. Γενικά σταθεροποίηση της τιμής γίνεται αποδεκτή μονάχα όταν αυτή η πράξη αναφέρεται ρητά στο ενημερωτικό δελτίο. Με τον όρο σταθεροποίηση τιμής εννοείται η αγορά μετοχών από τους αναδόχους στην περίπτωση που η χρηματιστηριακή τιμή είναι χαμηλότερη από την τιμή έκδοσης, για όσο διάστημα αυτό διαρκεί. Στην Ελλάδα, πριν λάβει χώρα μια τέτοιου είδους πράξη, θα πρέπει να ενημερωθούν οι αρχές τουλάχιστον μια εργάσιμη μέρα πριν, σχετικά με τον αριθμό των μετοχών (τουλάχιστον 15% των μετοχών που διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή), όσο και για το εύρος των τιμών στα οποία ο ανάδοχος θα τις αγοράσει. Το ποσοστό

που αγοράζει ο ανάδοχος δεν λαμβάνεται υπόψη για την εκτίμηση της επαρκούς διασποράς.

- Να λαμβάνονται όλα τα αναγκαία μέτρα έτσι ώστε οι προβλέψεις και οι εκτιμήσεις που εμφανίζονται στο Ενημερωτικό Δελτίο να επαληθεύονται για την προστασία των επενδυτών και την διασφάλιση της διαφονίας της λειτουργίας της Κεφαλαιαγοράς.
- Την υποβολή στους αρμόδιους φορείς όλων των σχετικών δικαιολογητικών για την έγκριση της εισαγωγής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο. Η απόφαση για την εισαγωγή λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Τις σωστές διαδικασίες πληρωμής κατά τη διάρκεια της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής, με βάση την αρχή της ίσης διαχείρισης των επενδυτών.
- Την ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την κατανομή των τίτλων και την παράδοση αυτών εντός ενός εικοσιτετραώρου πριν την έναρξη της διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο.
- Να διασφαλίζουν ότι υπάρχουν αποτελεσματικοί μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου για ενέργειες ατόμων που ανήκουν στο προσωπικό τους, ώστε να διασφαλίζεται το απόρρητο όλων των αδημοσίευτων συναλλαγών και πληροφοριών για την εν λόγω έκδοση και να αποφευχθεί η οποιαδήποτε διαρροή.
- Όλες οι μορφές διαφήμισης που γίνονται από την εκδότρια να είναι σύμφωνες με τους κανονισμούς και τέσσερις ημέρες πριν την πρώτη διαπραγμάτευση να γίνεται καμία διαφήμιση για τη δημόσια εγγραφή.
- Να προωθούν στην κεφαλαιαγορά τις νέες μετοχές και είναι υποχρεωμένοι να καταβάλλουν στην εταιρεία το ποσό των χρημάτων από την πώληση των μετοχών μετά την αφαίρεση των δαπανών της έκδοσης και την προμήθεια που κρατάνε.
- Τη διανομή των προμηθειών στους υπολοίπους αναδόχους και τους συμβούλους από τον κύριο ανάδοχο.

- Τέλος οι σύμβουλοι της αναδοχής θα πρέπει να καθοδηγούν σωστά την εκδότρια εταιρεία και να παρέχουν στους αναδόχους όλα τα έγγραφα και τις πληροφορίες που κρίνονται απαραίτητα για την τήρηση των σχετικών νόμων.

Βεβαίως πάντοτε υπάρχει και η περίπτωση να μην καλυφθεί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και να μείνουν αδιάθετες μετοχές. Αυτό μπορεί να συμβεί διότι υπάρχει περίπτωση οι ανάδοχοι να υπερεκτιμήσουν μια επιχείρηση και να καθορίσουν υψηλή τιμή εισαγωγής των μετοχών αυτής στο Χρηματιστήριο. Την τιμή αυτή η αγορά, το σύνολο των επενδυτών δεν την αποδέχεται και έτσι τελικά δεν αντλούνται τα απαιτούμενα από την επιχείρηση κεφάλαια και συνεπώς μια τέτοια αναδοχή δεν μπορεί να θεωρηθεί επιτυχημένη.

Αναλόγως με το περιεχόμενο της συμφωνίας που έχουν υπογράψει από κοινού η προς εισαγωγή εταιρεία (η εκδότρια των μετοχών) και ο ανάδοχος, σε περίπτωση που δε διατεθεί το σύνολο των νέων μετοχών στο επενδυτικό κοινό, ο ανάδοχος αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει τις μετοχές αυτές στην τιμή έκδοσης τους, επιβαρύνοντας ενδεχομένως τη θέση του. Με τον τρόπο αυτό η εταιρεία εξασφαλίζει την προγραμματισμένη εισροή κεφαλαίων από την υλοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων της. Ωστόσο, για να περιορίσει ο ανάδοχος τον κίνδυνο αυτό μπορεί να φροντίσει για τη συμμετοχή και άλλων αναδόχων με σκοπό την κατανομή του κινδύνου της έκδοσης. Ο ανάδοχος που αναλαμβάνει το μεγαλύτερο ποσοστό του κινδύνου για όλες τις παραπάνω διαδικασίες λέγεται κύριος ανάδοχος ενώ οι υπόλοιπες εταιρείες (που συνήθως διαθέτουν μονάχα την πελατεία τους και το δίκτυο καταστημάτων τους για τη διάθεση των νέων μετοχικών τίτλων) αποκαλούνται υποανάδοχοι.

Τις περισσότερες φορές ο ανάδοχος λόγω της εμπειρίας, των γνώσεων που διαθέτει και του εξειδικευμένου προσωπικού του, εξακολουθεί να παρέχει συμβουλές στην εταιρεία και να την καθοδηγεί για αρκετό χρονικό διάστημα μετά την εισαγωγή στην αγορά διαπραγματεύσεων του Χρηματιστηρίου.

Πλεονεκτήματα Εκδότριας από Αναδόχους.

Οι ανάδοχοι προσφέρουν στην εκδότρια εταιρεία την εμπειρία τους και τις εξειδικευμένες γνώσεις του προσωπικού τους, που δύσκολα μπορεί να διαθέτει μια προς εισαγωγή εταιρεία. Με τον τρόπο αυτό η εταιρεία μπορεί να εξυπηρετήσει καλύτερα τα συμφέροντά της. Μια εταιρεία μπορεί να αποφύγει τον κίνδυνο της μη πώλησης των μετοχών της με εξαίρεση του ενδεχομένου να έχει συμφωνηθεί μεταξύ αναδόχου και εκδότριας εταιρείας ρήτρα «καλής προσπάθειας», ενώ παράλληλα έχει στην διάθεσή της ειδικούς για την καλύτερη προώθηση των μετοχικών της τίτλων. Επίσης, χρησιμοποιεί συμβούλους εξειδικευμένους για τον προσδιορισμό της τιμής έκδοσης των μετοχών καθώς και για τον κατάλληλο χρόνο για την έκδοση νέων μετοχών.

Κριτήρια Επιλογής Αναδόχων

Για την ανάθεση της αναδοχής στην κατάλληλη εταιρεία οι ενδιαφερόμενες εκδότριες εταιρείες λαμβάνουν υπόψη τους τα εξής κριτήρια:

- α) Τη φήμη και τις ικανότητες των αναδόχων.
- β) Την ικανότητα προώθησης των νέων μετοχικών εκδόσεων, συνήθως επιλέγονται ανάδοχοι οι οποίοι διαθέτουν μεγάλο μερίδιο αγοράς και πολλούς πελάτες για να εξασφαλίσουν την πώληση των μετοχών και να αντλήσουν τα αναμενόμενα αντληθέντα κεφάλαια.
- γ) Τις γνώσεις των στελεχών για θέματα σχετικά με την αποτίμηση των μετοχικών τίτλων της εταιρείας, για τον προσδιορισμό της κατάλληλης τιμής, για την αποφυγή του φαινομένου της υποτιμολόγησης ή της υπερτιμολόγησης που παρατηρούνται σε πολλές δημόσιες εγγραφές στην Ελλάδα και σε όλο τον κόσμο.

Κόστος Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

Για την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο πρέπει να καταβληθούν κάποιες δαπάνες. Οι δαπάνες αυτές είναι διοικητικές καθώς επίσης οι εταιρείες οφείλουν να καταβάλλουν το κόστος τιμολόγησης των μετοχικών τίτλων. Το κόστος εισαγωγής μετοχών στο ελληνικό Χρηματιστήριο με δημόσια εγγραφή είναι σχετικά μικρό (της

τάξης του 4-8%) σε σχέση με το κόστος εισαγωγή ομολόγων ή άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Κόστος Διοικητικών Δαπανών

Το κόστος των διοικητικών υπηρεσιών για την εισαγωγή μετοχών με δημόσια εγγραφή στο ελληνικό Χρηματιστήριο έγκειται στις εξής διαδικασίες:

- α) πληρωμή των αναδόχων, των συμβούλων και των εποπτικών αρχών για τις υπηρεσίες τους
- β) Δαπάνες για διαφήμιση της νέας έκδοσης
- γ) Δαπάνες για τη σύνταξη και κυκλοφορία του ενημερωτικού φυλλαδίου

Κόστος Τιμολόγησης Αξιογράφων

Ως κόστος τιμολόγησης ορίζεται η διαφορά της τιμής όπως διαμορφώθηκε την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών και της τιμής έκδοσης. Σε περίπτωση που η τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης (δηλαδή την τιμή, η οποία διαμορφώθηκε στην πρωτογενή αγορά μετοχών) τότε υπάρχει κόστος για την εταιρεία.

Μια εταιρεία η οποία εισάγεται στο Χρηματιστήριο επιθυμεί να επιτύχει όσο το δυνατόν υψηλότερη τιμή στην πρωτογενή αγορά με σκοπό να αντλήσει περισσότερα κεφάλαια. Αντιθέτως οι ανάδοχοι τείνουν να υποεκτιμούν την τιμή έκδοσης της μετοχής επειδή αν η τιμή στην πρωτογενή αγορά θεωρηθεί πολύ υψηλή θα έχει τον κίνδυνο να μην πουλήσει το σύνολο της έκδοσης. Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι όσον αφορά την τιμολόγηση των μετοχών υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και των αναδόχων, με δεδομένο ότι αν οι μετοχές της νέας έκδοσης δεν πουληθούν στο επενδυτικό κοινό, ο ανάδοχος θα υποχρεωθεί να αγοράσει ο ίδιος,

έχοντας τον κίνδυνο μείωσης της τιμής της έκδοσης στην πρώτη διαπραγμάτευση της δευτερογενούς αγοράς του Χρηματιστηρίου.

4.6. Ευθύνη των Αναδόχων

Η ευθύνη του κύριου αναδόχου ορίζεται από το Π.Δ. 350/85 (όπως τροποποιήθηκε από το νόμο 2324/95), και πιο συγκεκριμένα αναφέρεται ότι:

- Το ενημερωτικό φυλλάδιο που συντάσσεται, δημοσιεύεται και εγκρίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/85 υπογράφεται από τον εκδότη των κινητών αξιών και τον ανάδοχο.
- Ο ανάδοχος ευθύνεται έναντι αυτών που απέκτησαν τις κινητές αξίες με δημόσια εγγραφή, για κάθε θετική ζημιά που υπέστησαν από τη χρηματιστηριακή πώληση κινητών αξιών εξαιτίας πταίσματος του αναδόχου ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου και τον καθορισμό της τιμής των κινητών αξιών που διατέθηκαν σε δημόσια εγγραφή. Διευκρινίζεται ότι η εκδότρια εταιρεία και ο ανάδοχος ευθύνονται εξ' ολοκλήρου.
- Παράλληλα, κάθε συμφωνία περιορισμού ή απαλλαγής της ευθύνης της εκδότριας εταιρείας ή του αναδόχου είναι άκυρη έναντι αυτών που αποκτούν κινητές αξίες σε δημόσια εγγραφή, ενώ και η ευθύνη του αναδόχου δεν περιορίζει την ευθύνη της εκδότριας εταιρείας.
- Όσοι ζημιώνονται θα πρέπει να μπορούν να αποδείξουν ότι υπάρχει αιτιώδης συνάφεια μεταξύ του αναδόχου και της ζημιάς, ενώ ο ανάδοχος από την πλευρά του θα πρέπει να αποδείξει ότι δεν υπάρχει πταίσμα.
- Αξιώσεις για αποζημιώσεις ζημιωθέντων κατά του αναδόχου παραγράφονται μετά το πέρας ενός έτους από την ημέρα διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο.
- Η τιμή διάθεσης των μετοχών καθορίζεται από τον ανάδοχο είτε προ της ενάρξεως της δημόσιας εγγραφής είτε μετά το πέρας αυτής εφόσον κατά τη διάρκεια της δημόσιας εγγραφής εφαρμόζεται η διαδικασία του βιβλίου

προσφορών. Αν καθορίζεται προ της ενάρξεως τότε αυτή ή αναγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο ή αναγγέλλεται το αργότερο την προτεραιία της ενάρξεως διαπραγμάτευσης. Αν εφαρμόζεται η διαδικασία του βιβλίου προσφορών, ο ανάδοχος, το αργότερο της προτεραιίας της ενάρξεως της δημόσιας εγγραφής θα πρέπει να ανακοινώσει το εύρος των τιμών της κινητής αξίας. Η τελική τιμή καθορίζεται από τον ανάδοχο εντός του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και αναγγέλλεται από αυτόν το αργότερο την επόμενη εργάσιμη μέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α. της ημέρας εκείνης. Ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής αποτελεί υποχρεωτικά περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.

Σε περίπτωση όπου κατά τη δημόσια εγγραφή έχουμε περισσότερους του ενός, αναδόχους, συμφωνούνται και καταγράφονται τα ποσοστά συμμετοχής του κάθε αναδόχου στην κάλυψη όλων των προς έκδοση νέων μετοχών. μετά τη λήξη της διαδικασίας της δημόσιας εγγραφής υπολογίζεται το πλεόνασμα ή το έλλειμμα του κάθε αναδόχου. Το σύνολο των τυχόν επιμέρους ελλειμμάτων καλύπτεται αναλογικά από τους έχοντες πλεόνασμα αναδόχους. Αν σε κάποιον ανάδοχο παρουσιάζεται έλλειμμα, ακόμα και μετά από αυτή τη διαδικασία, τότε αυτό καλύπτεται από την αγορά μετοχών, τόσων όσων χρειάζεται για να καλύψει τον αριθμό που εγγυήθηκε.

Όλες οι δαπάνες που διενεργούνται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας έκδοσης των νέων μετοχικών τίτλων με δημόσια εγγραφή, καθώς και οποιοσδήποτε φόρος ή τέλος συμφωνείται να βαρύνουν την εκδότρια εταιρεία μονάχα.

Αναφορικά με τις προβλέψεις που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία, η στάση των αναδόχων δεν είναι ξεκάθαρη. Από τη μια πλευρά και με δεδομένο ότι οι τιμές των μετοχών στηρίζονται κυρίως στις μελλοντικές προσδοκίες για τις επιδόσεις της εταιρείας, η παρουσίαση αισιόδοξων στοιχείων στο ενημερωτικό δελτίο είναι θεμιτή. Με τον τρόπο αυτό οι εταιρείες προσελκύουν περισσότερους επενδυτές και οι ανάδοχοι απολαμβάνουν υψηλότερα κέρδη από την έκδοση των νέων μετοχικών τίτλων.

Από την άλλη πλευρά, οι υψηλές τιμές των μετοχών κρύβουν πολλούς κινδύνους. Ειδικότερα, οι σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των προβλεπόμενων και πραγματικών κερδών μπορούν να μπορούν να δημιουργήσουν αντιδικίες και ενδεχόμενες επίδικες

αποζημιώσεις που πιθανώς να διεκδικήσουν στο μέλλον οι επενδυτές από τη συμμετοχή τους στη δημόσια εγγραφή. Επιπλέον, μπορούν να επιφέρουν υψηλά πρόστιμα στους αναδόχους και τις εταιρείες από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, ενώ παράλληλα είναι πιθανό να αμαυρωθεί η φήμη των αναδόχων και να μην προτιμηθούν σε μελλοντικές εκδόσεις που πιθανόν να καλύψουν. Για το λόγο αυτό θα πρέπει οι επενδυτές να αξιολογούν τους αναδόχους των δημόσιων εγγραφών για τη σταθερότητα τους και τις ικανότητές τους, κάτι που είναι χρήσιμο και για τις εταιρείες που ενδιαφέρονται μελλοντικά να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο, για την επιλογή του αναδόχου.

Ουσιαστικά, η εμφάνιση πραγματικών και ρεαλιστικών προβλέψεων στο ενημερωτικό δελτίο, στο βαθμό πάντοτε που αυτό είναι εφικτό, είναι η βέλτιστη λύση για το πρόβλημα που μπορεί να αντιμετωπίσουν οι ανάδοχοι και οι ίδιες οι επιχειρήσεις που εκδίδουν μετοχές στο Χρηματιστήριο. Η παροχή μεγαλύτερης διαφάνειας και η καλύτερης ποιότητας πληροφόρηση ωθεί όλο και περισσότερους επενδυτές να απευθυνθούν στο χρηματιστήριο για την καλύτερη αξιοποίηση των χρημάτων τους. Στην Ελλάδα, η εμπιστοσύνη των εγχώριων και αλλοδαπών επενδυτών κλονίστηκε εξ' αιτίας της μεγάλης πτώσης των μετοχών μετά το 1999.

4.7. Δημόσιες Εγγραφές με Ρήτρα «καλής προσπάθειας»

Οι δημόσιες προσφορές νέων μετοχικών τίτλων που πρόκειται να διαπραγματευτούν στο Χρηματιστήριο μπορεί να γίνουν και με ρήτρα «καλής προσπάθειας» (best-efforts selling), οπότε ο ανάδοχος προσπαθεί να πουλήσει όσο το δυνατό περισσότερους μετοχικούς τίτλους από την έκδοση. Το μέρος των μετοχικών τίτλων που δεν θα διατεθεί θα επιστραφεί στον εκδότη. Με τον τρόπο αυτό ο θεσμικός επενδυτής που αναλάβει την αναδοχή αποφεύγει τον κίνδυνο της μεταπώλησης.

Το κόστος μιας δημόσιας εγγραφής εξαρτάται από τον τύπο του τίτλου που πρόκειται να εκδοθεί. Οι δημόσιες εγγραφές των μετοχών έχουν το υψηλότερο κόστος, είτε πρόκειται για αρχική δημόσια εγγραφή (initial public offerings, IPOs) είτε για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (seasonal equity offerings, SEOs) μιας εταιρείας που ήδη είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο.

Ανασκόπηση Επιτυχημένων και Αποτυχημένων Αναδόχων της Περιόδου 1999-2004 από Πλευράς Απόδοσης Μετοχής, Σταθερότητας Μετοχής και Αριθμού Αναδόχων

Στις συντριπτικά περισσότερες περιπτώσεις οι τίτλοι των νέων στη Σοφοκλέους εταιρειών κατακρημνίστηκαν μόλις άρχισε η διαπραγμάτευσή τους, με αποτέλεσμα όσοι αγόρασαν μετοχές να υποστούν σημαντικές απώλειες. Το γεγονός αυτό δημιουργεί ένα ζήτημα σε σχέση με τις αποτιμήσεις που διαμορφώνουν οι τράπεζες-ανάδοχοι για τις νεοεισαγόμενες εταιρείες. Οι τράπεζες προκειμένου να διατηρήσουν τη δραστηριότητα της αναδοχής και να έχουν έσοδα, ικανοποιούν σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό τις απαιτήσεις των βασικών μετόχων και μετά οι μετοχές αφήνονται στην τύχη τους, προκειμένου η αγορά να προσαρμόσει τις τιμές τους σε πιο ρεαλιστικά μεγέθη.

Η μέθοδος του accelerated book building (επιταχυνόμενη διαδικασία προσφορών και αναζήτησης αγοραστών) και η επιλογή ως αναδόχων γνωστών οίκων, όπως η Deutsche Bank και η Morgan Stanley, για τη διάθεση των μετοχών στο εξωτερικό και της EFG Eurobank για το εσωτερικό θεωρήθηκαν εχέγγυα για μια πετυχημένη έκδοση.

Στο ερώτημα αν οι ανάδοχοι έχουν ευθύνες, η απάντηση από την αγορά είναι: Όση ευθύνη μπορεί να έχουν οργανισμοί που αναλαμβάνουν μια δουλειά με γνώμονα το όφελος των μετόχων τους. Ελέγχονται σίγουρα γιατί απεδείχθη ότι δεν είχαν και την καλύτερη αίσθηση των συνθηκών της αγοράς αλλά και για το γεγονός ότι έμειναν με πάνω από 4 εκατ. μετοχές στα χαρτοφυλάκιά τους.

Είναι φανερό ότι η τραυματισμένη Σοφοκλέους δεν αντέχει πληθώρα τίτλων. Άλλωστε αυτό είναι και το πρόβλημα των τελευταίων 33 μηνών πτώσης που μετρά η αγορά: υπάρχει περίσσειμα χαρτιών και έλλειμμα ρευστότητας.

Με αυστηρότερα και ποιοτικότερα κριτήρια θα αντιμετωπίζουν πλέον οι τράπεζες τις προς εισαγωγή εταιρείες, καθώς γίνεται φανερό ότι ο ρόλος του αναδόχου εν μέσω αρνητικού χρηματιστηριακού περιβάλλοντος μπορεί να αποβεί επιζήμιος για την

τράπεζα ή να οδηγήσει σε αποστασιοποίησή της από τον συγκεκριμένο τομέα με αποτέλεσμα παρενέργειες στην ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Η ανεπίσημη μεν, ουσιαστική δε, απόφαση του ομίλου της Alpha Bank να αποστασιοποιηθεί για ένα διάστημα από οποιαδήποτε δημόσια εγγραφή ώσπου να ομαλοποιηθεί το αρνητικό χρηματιστηριακό κλίμα σηματοδοτεί την αλλαγή πλευσης των τραπεζών σε έναν τομέα που μέχρι στιγμής έδειχνε στις τράπεζες μόνο το καλό του πρόσωπο, αυτό των σίγουρων εσόδων. Μετά την απόφαση για αναστολή των δημόσιων εγγραφών της εταιρείας Ήλιος, όπου κύριος ανάδοχος ήταν η Alpha Finance, η τελευταία αποσύρθηκε αμέσως μετά την αναδοχή της εταιρείας Δρομέας, διατηρώντας μόνο τον ρόλο του συμβούλου έκδοσης. Η στάση του ομίλου της Alpha Bank θορύβησε τις άλλες τράπεζες, οι οποίες ωστόσο δεν επέλεξαν να ακολουθήσουν την ίδια τακτική «απόσυρσης» από την αγορά, εκτιμώντας ότι συνολική αποχή των τραπεζών θα έπληττε ανεπανόρθωτα την αγορά. Αντ' αυτού, τα πιστωτικά ιδρύματα έθεσαν εαυτούς και επιχειρηματίες προ των ευθυνών τους, εκτιμώντας ότι είναι πλέον επιτακτική ανάγκη οι νέες εισαγωγές να γίνονται με αυστηρότερα κριτήρια προς όφελος της αγοράς, των τραπεζών και των ίδιων των επιχειρήσεων.

Όπως αναφέρουν τραπεζίτες, αποδεχόμενοι ότι στο παρελθόν υπήρξαν και περιπτώσεις αναδοχής από τράπεζες εταιρειών-«περιπτέρων» που μπήκαν στη Σοφοκλέους, οι νέες συνθήκες στην αγορά οδηγούν σε ένα πιο ποιοτικό σύστημα αξιολόγησης των προς εισαγωγή εταιρειών. Το ποιοτικότερο αυτό σύστημα μεταφράζεται πρακτικά σε σαφώς χαμηλότερα P/E, αφού ως σήμερα οι δείκτες τιμής προς κέρδη ανά μετοχή για τις νεοεισαγόμενες εταιρείες ήταν συχνά κατά γενική ομολογία «φουσκωμένοι».

Το σύστημα ποιοτικότερης αξιολόγησης των προς εισαγωγή εταιρειών που θα υιοθετηθεί σταδιακά αναμένεται να επηρεάσει και το σκέλος των προμηθειών. Με τα ως σήμερα ισχύοντα οι τράπεζες-ανάδοχοι έπαιρναν προμήθεια ως και 2,5% επί του ποσού της εισαγωγής.

Οι διαδικασίες που θα καθιερωθούν προκειμένου η κάθε εισαγωγή να γίνεται σε τιμή που να αντανακλά την πραγματική αξία της μετοχής θα διασφαλίσουν από δυσκολίες κάλυψης ή αποτυχημένες εισαγωγές όχι μόνο τις τράπεζες αλλά και τους ίδιους τους επιχειρηματίες. Όπως ομολογούν τραπεζίτες, αρκετοί επιχειρηματίες

ασκούσαν αφόρητες πιέσεις προκειμένου η τιμή εισαγωγής της εταιρείας τους να γίνει με την κατά το δυνατόν υψηλότερη αποτίμηση, αποσκοπώντας έτσι στο να αντλήσουν και περισσότερα κεφάλαια.

Όπως καταλήγουν οι ίδιοι τραπεζίτες, η επί μακρόν αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία δεν πρόκειται να οδηγήσει σε αποχή των τραπεζών από τις αναδοχές, αφού «το κλίμα κάποτε θα φτιάξει»... Στο μεταξύ διάστημα όμως η αγορά θα προσαρμοστεί σε «αγοραίες» τιμές, οι ανάδοχοι και οι προς εισαγωγή εταιρείες θα μάθουν να πορεύονται στη βάση πραγματικών και ποιοτικών δεδομένων, και τελικώς οι επενδυτές θα εκπαιδευτούν στο να αξιολογούν ορθά και αξιοκρατικά τις επενδυτικές επιλογές τους.

Μια από τις σοβαρότερες στρεβλώσεις της χρηματιστηριακής αγοράς αφορά τις αναδοχές για την εισαγωγή των νέων εταιρειών στη Σοφοκλέους. Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνουν σήμερα τα ενημερωτικά δελτία για τις νέες εισαγωγές, χωρίς να γνωρίζουν τις τιμές διάθεσης των μετοχών, οι οποίες ορίζονται εκ των υστέρων από τους αναδόχους. Η πρακτική αυτή είναι σωστή γιατί η «τιμολόγηση» των μετοχών είναι δουλειά της αγοράς και όχι των χρηματιστηριακών αρχών. Άλλωστε οι τελευταίες δεν πρέπει να λειτουργούν ως αγορανομική αρχή και το έργο τους πρέπει να περιορίζεται, όπως συμβαίνει σήμερα, στην πληρότητα και στη διαφάνεια των στοιχείων που περιλαμβάνουν τα ενημερωτικά δελτία. Οι ανάδοχοι κάτω από την πίεση του ανταγωνισμού ποιος θα μαζέψει τους περισσότερους έχουν αποδυθεί σε ένα «σαφάρι». Άλλωστε τα «θηράματα» αφθονούν, καθώς όλοι οι επιχειρηματίες θέλουν να περάσουν τις πύλες του ΧΑΑ. Αξίζει τον κόπο να συντάξει κάποιος έναν κατάλογο των εταιρειών, κυρίως της Παράλληλης Αγοράς, οι οποίες μετά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ κατά την τελευταία διετία είτε δεν διαθέτουν πλέον βασικό μέτοχο είτε άλλαξαν ιδιοκτήτη και αντικείμενο, προσφερόμενες ως «οχήματα» για πάσης φύσεως επιχειρηματικούς σχεδιασμούς.

Οι ανάδοχοι από την πλευρά τους έχουν αυξήσει υπερβολικά τις αμοιβές που εισπράττουν από τις προς εισαγωγή εταιρείες. Το τελευταίο διάστημα η αγορά είδε τη δημόσια εγγραφή της Καλογρίτσας να αναστέλλεται, τη Eurodrip, μια ομολογουμένως καλή εταιρεία, να υποχωρεί σημαντικά κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, ενώ ο γενικός δείκτης την ίδια στιγμή κάλπαζε. Ταυτόχρονα στην αγορά φημολογείται ότι το

επόμενο αντικείμενο συζητήσεων θα είναι κατασκευαστική εταιρεία που πάει να εισαχθεί με αποτίμηση 350 δισ. δρχ. και να αντλήσει από την αγορά 60 δισ. Δρχ.

Εν όψει πάντα των πολλών εταιρειών που έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον για το Χρηματιστήριο, ο επενδυτής αισθάνεται αβεβαιότητα ότι η εταιρεία που πραγματοποιεί δημόσιες εγγραφές έχει ελεγχθεί εξονυχιστικά.

Όπως εκτιμούν στελέχη τραπεζών και χρηματιστηριακών εταιρειών, είναι πολύ δύσκολο ως απίθανο στα ενημερωτικά δελτία να μην υπάρχει η πραγματική εικόνα των υπό εισαγωγή εταιρειών. Το προεδρικό διάταγμα 348 του '85, όπως και ο νόμος 2324 του '95 απαιτούν συγκεκριμένο περιεχόμενο ενημερωτικού δελτίου. Παράλληλα και το Χρηματιστήριο έχει καταρτίσει πρότυπο ενημερωτικό δελτίο βάσει του οποίου οι ανάδοχοι συμπληρώνουν τα ενημερωτικά φυλλάδια των πελατών τους. Είναι πολύ δύσκολο, δηλώνουν τα ίδια στελέχη να υπάρξουν παρεκκλίσεις στην κατάρτιση των ενημερωτικών δελτίων.

Στη μεταρρύθμιση που είναι σε εξέλιξη για το θεσμικό πλαίσιο του ΧΑΑ προβλέπεται ότι όλες οι νέες εισαγωγές θα γίνονται πλέον με book building, καθώς και «κλειδώμα» των μετοχών από τους αναδόχους για το αρχικό διάστημα διαπραγμάτευσης. Η θεσμοθέτηση των συγκεκριμένων μέτρων πρέπει να προχωρήσει ταχύτατα για να αποκατασταθεί η ισορροπία στις εισαγωγές νέων εταιρειών, ενώ οι αρχές θα πρέπει να εξετάσουν μήπως είναι αναγκαίο να προχωρήσουν στην εφαρμογή ακόμη και πιο ριζοσπαστικών μέτρων.

4.8. Αξιολόγηση των Αναδόχων με το Συντελεστή Μεταβλητικότητας

Ο Συντελεστής Μεταβλητικότητας (CVR) εκφράζει τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Στην μεθοδολογία θα ακολουθήσουμε την αξιολόγηση των μετοχών και αρχικά θα υπολογίσουμε το συντελεστή μεταβλητικότητας, για τις αποδόσεις των εταιρειών που εισήχθηκαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την εξεταζόμενη περίοδο 1999-2004 και κατόπι με τα δεδομένα μας, θα αξιολογήσουμε τους Κύριους Αναδόχους των αρχικών αυτών Δημοσίων Εγγραφών.

$$\text{Συντελεστής Μεταβλητικότητας (CRV)} = \frac{\text{Standard Deviation}}{\text{Expected Average Return}}$$

Παρατηρήσεις:

1. Οι αρνητικές τιμές του συντελεστή μεταβλητικότητας οφείλονται στις αρνητικές μέσες ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών.
2. Όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής μεταβλητικότητας τόσο καλύτερα για τον επενδυτή, αφού απολαμβάνει λιγότερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης.

Αποτελέσματα ανά Ανάδοχο

Πίνακας 1
Αξιολόγηση Αναδόχων με βάση το Συντελεστή Μεταβλητικότητας

Ανάδοχος	Αριθμός Αναδοχών 1999-2004	Συντελεστής Μεταβλητικότητας		
		σ.μ.<0	0<σ.μ.<10	σ.μ.>10
Εθνική Τράπεζα	28	22	1	5
Εμπορική Τράπεζα	27	23	0	2
Τράπεζα Πειραιώς	16	13	0	3
EFG Eurobank	16	13	0	3
Alpha Bank	15	13	1	1
Alpha Finance	12	10	0	2
Αγροτική Τράπεζα	9	5	1	3
Telesis	8	4	0	1
ETEBA	4	1	0	3
Megatrust AXEΠEY	4	3	0	1
Τράπεζα Εργασίας	4	2	0	2
Omega Bank	4	3	0	1
Τράπεζα Επενδύσεων	3	1	2	0
Ιονική Τράπεζα	2	2	0	0
Τράπεζα Χίου	2	0	0	2
Σίγμα AXE	2	1	0	0
Prime Bank	2	0	0	0
HSBC Bank	2	1	0	0
Γενική Τράπεζα	1	1	0	0
Δελβέτογλου	1	-	-	-
Π&Κ	1	1	0	0
Εγνατία Τράπεζα	1	0	1	0
Mindland	1	1	0	0
Ακρόπολις A.X.E.	1	1	0	0

Γενικό Σύνολο	163	128 78.53%	6 3,68%	29 17,79%
----------------------	------------	-----------------------------	--------------------------	----------------------------

Συμπερασματικά, εξετάζοντας τις νέες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από τις αρχές του 1999 και για το σύνολο της παρουσίας τους στο Χρηματιστήριο (31/12/2004), παρατηρούμε ότι η συντριπτική πλειοψηφία αυτών παρουσιάζει αρνητικές μέσες ημερήσιες αποδόσεις. Οι υπόλοιπες τριανταπέντε μετοχές νέων εισαγωγών, που αντιπροσωπεύουν το 21,47% του συνόλου των νέων εισαγωγών παρουσιάζουν θετικές μέσες ημερήσιες αποδόσεις, αλλά από αυτές, οι 29 μετοχές παρουσιάζουν συντελεστή μεταβλητικότητας μεγαλύτερο του 10, γεγονός που σημαίνει ότι ο επενδυτής λαμβάνει πολύ μεγάλο κίνδυνο προκειμένου να επιτύχει θετικές αποδόσεις.

Ο ανωτέρω πίνακας είναι ταξινομημένος με φθίνουσα κατάταξη από τον ανάδοχο με τις περισσότερες εισαγωγές προς τον ανάδοχο με τις λιγότερες εισαγωγές. Ο ανάδοχος με τις περισσότερες εισαγωγές νέων εταιρειών ήταν η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και ακολουθούν οι υπόλοιπες μεγάλες ελληνικές τράπεζες, όπως η Εμπορική, η EFG Eurobank, η Τράπεζα Πειραιώς και η Alpha Bank.

Από τις έξι μετοχές που εισήχθησαν στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, και παρουσιάζουν συντελεστή μεταβλητικότητας θετικό και μικρότερο του 10, εισήχθησαν στις αρχές του 2003, όταν η χρηματιστηριακή αγορά βρέθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο της τετραετίας, στοιχείο που σημαίνει ότι οι ανάδοχοι παρακολουθούν τις εξελίξεις στην εγχώρια αγορά και τιμολογούν ακολουθώντας τη γενικότερη τάση της αγοράς και μάλλον δεν συμβάλλουν με την τιμολόγηση τους στη διαμόρφωση αντικειμενικών τιμών. Πιο αναλυτικά, αυτό σημαίνει ότι όταν η αγορά είναι υψηλά «οδηγούν» τις μετοχές στο χρηματιστήριο με τιμή αντίστοιχη των άλλων μετοχών που ήδη βρίσκονται στο χρηματιστήριο, δηλαδή υψηλή και όταν το χρηματιστήριο βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα, τις εισάγουν σε χαμηλότερη τιμή. Κατά συνέπεια, εταιρείες με τα ίδια χαρακτηριστικά, μπορεί να αξιολογηθούν διαφορετικά για λόγους πολλές φορές που οφείλονται στην επιλογή «κακής» περιόδου και δυσμενών συγκυριών να δανειστούν από την κεφαλαιαγορά. Με βάση το κριτήριο του συντελεστή μεταβλητικότητας και του αριθμού

των αναδοχών, συμπεραίνουμε ότι οι καλύτεροι ανάδοχοι είναι οι Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Alpha Bank.

4.9. Αξιολόγηση Αναδόχων με τη Σταθερότητα της Μετοχής

Ένας εναλλακτικός τρόπος για να αξιολογήσουμε τις μετοχές που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο και κατ' επέκταση τους αναδόχους τους είναι η μελέτη της σταθερότητας της μετοχής. Μετοχές που παρουσιάζουν μεγάλη σταθερότητα προτιμώνται από τους επενδυτές διότι δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή τους.

Για να βρούμε τη σταθερότητα της μετοχής, χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Σταθερότητα Μετοχής} = \frac{\text{MAX}_{(\text{μετοχής})} - \text{MIN}_{(\text{μετοχής})}}{(\text{MAX}_{(\text{μετοχής})} + \text{MIN}_{(\text{μετοχής})})/2}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η αστάθεια της μετοχής αυτής. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τις εταιρείες και τους αναδόχους. Η μετοχή με τον μεγαλύτερο συντελεστή είναι η κοινή ονομαστική της εταιρείας Datamedia A.E. με μέγιστη τιμή 30,61 ευρώ και ελάχιστη τιμή τα είκοσι λεπτά (0,20 ευρώ). Αντίθετα, η μετοχή με το μικρότερο συντελεστή ήταν η εταιρεία Ελινόιλ Ελληνική Εταιρεία Πετρελαίων A.E. (KA) με μέγιστη τιμή τα 7,7 ευρώ και ελάχιστη τιμή 6,82 ευρώ. Ωστόσο για την εταιρεία αυτή δεν μπορούμε να έχουμε σαφή εικόνα εφόσον διαπραγματεύτηκε στη χρηματιστηριακή αγορά για πολύ μικρό χρονικό διάστημα αφού εισήχθη στο χρηματιστήριο στις 10 Μαρτίου 2004 και η έρευνά μας τελειώνει στις 31 Δεκεμβρίου του 2004.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζεται η σταθερότητα των μετοχών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο την περίοδο 1999-2004.

Πίνακας 2
Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών
Έτους 1999

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Α/Α	Επωνυμία Μετοχής	Ημερομηνία	Κύριος Ανάδοχος	Συντελεστής
		Εισαγωγής		Σταθερότητας
1	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ	25-Φεβ-99	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,872
2	ΜΕΝΑΣΟ	01-Μαρ-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,854
3	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS	15-Μαρ-99	ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,794
4	ΑΤΕΡΜΩΝ	17-Μαρ-99	MIDLAND BANK plc.	1,933
5	ΚΛΕΕΜΑΝ	05-Απρ-99	EFG EUROBANK	1,698
6	EFG EUROBANK	05-Απρ-99	EFG EUROBANK & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,243
7	ΗΛΕΚΤΡΑ	14-Απρ-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,269
8	VETERIN	26-Απρ-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,913
9	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	13-Μαϊ-99	ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,759
10	ΠΑΠΑΦΙΔΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜ.	07-Ιουν-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-
11	OLYMPIC CATERING	09-Ιουν-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,866
12	ΑΛΦΗΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	29-Ιουν-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	1,781
13	ΓΙΕΡΑΤΕΧ	30-Ιουν-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,956
14	INTERAMERICAN	26-Ιουλ-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,804
15	EVEREST	26-Αυγ-99	EFG EUROBANK	1,912
16	UNISOFT	27-Αυγ-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	1,954
17	ΕΛΓΕΚΑ	16-Αυγ-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,859
18	UNIFON	18-Αυγ-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,815
19	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ	30-Αυγ-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,807
20	ACTIVE ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ	01-Σεπ-99	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,920
21	ANEN ΑΕ	ΔΕ χωρίς Εγγραφή	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	-
22	ΟΤΕ	19-Ιουλ-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,637
23	HYATT REGENCY	27-Σεπ-99	EFG EUROBANK	1,871
24	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	11-Οκτ-99	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	1,922
25	Κ.Ι. ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ-ΠΑΝΑΓΙΑ	7-Οκτ-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,956
26	ΝΤΙΟΝΙΚ	11-Οκτ-99	ΩΜΕΓΑ ΑΧΕ	1,975
27	COMPUTER LOGIC	14-Οκτ-99	EFG EUROBANK	1,788
28	INTRALOT	3-Νοε-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,668
29	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	25-Οκτ-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,576
30	FRIGOCCLASS	2-Δεκ-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,678
31	ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕ	29-Νοε-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,267
32	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	17-Δεκ-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,632
33	ΒΑΡΒΑΡΕΣΣΟΣ	3-Δεκ-99	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,824
34	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	1-Δεκ-99	HSBC BANK	1,755
35	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	23-Δεκ-99	ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,804
36	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ	27-Δεκ-99	ΙΟΝΙΚΗ	1,928
37	ΝΕΩΡΙΟ ΣΥΡΟΥ	21-Δεκ-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,891
38	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	23-Δεκ-99	EFG EUROBANK	1,775
39	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ	4-Ιαν-00	ΕΘΝΙΚΗ	1,924
40	SPIDER	28-Δεκ-99	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,872
41	ΚΤΗΜΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ	14-Ιαν-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	1,529
42	UNISYSTEMS	4-Ιαν-00	ΑΛΦΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,778
43	MICROLAND	24-Δεκ-99	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	1,992
44	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ (NEXTNET)	12-Ιαν-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	1,804
45	ΕΤΒΑ	12-Ιαν-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	1,611
46	ΕΥΔΑΠ	28-Ιαν-00	ΕΘΝΙΚΗ	1,336

Πίνακας 2
Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών
Έτους 2000

A/A	Επωνυμία Μετοχής	Ημερομηνία Εισαγωγής	Κύριος Ανάδοχος	Συντελεστής Σταθερότητας
1	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	14-Ιαν-00	ΕFG EUROΒANK	1,444
2	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	18-Ιαν-00	ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	1,839
3	INFORMATICS	19-Ιαν-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,693
4	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	21-Ιαν-00	ΕFG EUROΒANK	1,880
5	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΕ	26-Ιαν-00	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	1,562
6	ΒΥΤΕ COMPUTER	28-Ιαν-99	TELESIS ΑΧΕ	1,566
7	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	18-Φεβ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,546
8	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	11-Φεβ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,667
9	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	15-Φεβ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,660
10	ΙΜΑΚΟ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΑΕ	21-Φεβ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,872
11	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	25-Φεβ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,432
12	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ	23-Φεβ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,908
13	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ	2-Μαρ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,570
14	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΖΩΗΣ&ΥΓΕΙΑΣ	8-Μαρ-00	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,653
15	ΑΚΡΙΤΑΣ	9-Μαρ-00	ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	1,620
16	CRETA FARM	14-Μαρ-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,602
17	Ν.ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA ΒΑΓΝΟ	15-Μαρ-00	ΑΛΦΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	1,501
18	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ	17-Μαρ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	1,646
19	PC SYSTEMS ΑΕ	22-Μαρ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,815
20	ΚΕΘΟ Α.Ε.	27-Μαρ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,228
21	INFORMER	29-Μαρ-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,514
22	ΕΙΚΟΝΑ & ΗΧΟΣ	14-Απρ-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,856
23	DATAMEDIA	όχι δημόσια εγγραφή	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,974
24	ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ	5-Μαΐ-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,570
25	ΙΑΣΩ ΑΕ	9-Μαΐ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,075
26	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ	17-Μαΐ-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,648
27	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ	26-Μαΐ-00	ΕFG EUROΒANK	1,469
28	ΜΟΥΣΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΦΙΛ. ΝΑΚΑΣ	23-Ιουν-00	ΑΛΦΗ FINANCE	1,413
29	ALTER CHANNEL	29-Ιουν-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,847
30	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΝΗ Α.Σ.Ε	4-Ιουλ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,914
31	ΕΛΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ ΑΕΒΕ	7-Ιουλ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,242
32	SEX FORM	11-Ιουλ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,455
33	ΔΟΥΡΟΣ ΒΙΟΜ. & ΕΜΠΟΡ.ΕΝΔΥΜ. ΑΕ	14-Ιουλ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,699
34	QUALITY & RELIABILITY	18-Ιουλ-00	ΣΙΓΜΑ ΑΧΕ	1,542
35	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	21-Ιουλ-00	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,450
36	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.	28-Ιουλ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΑΛΦΗ FINANCE	1,515
37	ΓΕΚΕ ΑΕ ΞΕΝΟΔ. & ΤΟΥΡ. ΕΠΙΧ.	2-Αυγ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,734
38	M & A ΚΑΡΑΤΖΗ	4-Αυγ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,656
39	EURODRIP ΑΒΕΕ	9-Αυγ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,373
40	SPACE HELLAS	30-Αυγ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,765
41	AS COMPANY	15-Σεπ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,492
42	PAPERPACK-ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ	19-Σεπ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,591
43	FORTHNET	25-Σεπ-00	ΕFG EUROΒANK ERGASIAS	1,110
44	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	27-Σεπ-00	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,406
45	COSMOTE	2-Οκτ-00	ΕFG EUROΒANK ERGASIAS	0,483
46	ΗΛΙΟΣ	13-Οκτ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-
47	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	20-Οκτ-00	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΑΛΦΗ FINANCE	1,241
48	ΔΡΟΜΕΑΣ ΑΒΕΕΑ	3-Νοε-00	ΕFG EUROΒANK ERGASIAS	1,578
49	CPI	10-Νοε-00	TELESIS ΑΧΕ	1,534
50	ΑΤΛΑΝΤΙΚ	15-Δεκ-00	ΕFG EUROΒANK ERGASIAS	1,084
51	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	21-Δεκ-00	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,458

Πίνακας 4
Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών

Έτος 2001

A/A	Επωνυμία Μετοχής	Ημερομηνία Εισαγωγής	Κύριος Ανάδοχος	Συντελεστής Σταθερότητας
1	ΠΕΤΡΟΛΑ	23-Φεβ-01	EFG EURO BANK ERGASIAS	0,856
2	FITCO	21-Μαρ-01	ΕΤΕΒΑ ΑΕ	1,782
3	ΒΑΡΔΑΣ	30-Μαρ-01	TELESIS ΑΧΕ	1,052
4	ΟΠΑΠ (Organisation for Match Forecasts)	6-Απρ-01	ALPHA FINANCE ΑΕΠΕΥ	1,111
5	UNIBRAIN (Information Technology co.)	10-Απρ-01	ALPHA FINANCE ΑΕΠΕΥ	1,667
6	ΝΕΣΤΟΣ	27-Απρ-01	HSBC ΤΡΑΠΕΖΑ	1,107
7	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	11-Μαί-01	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,797
8	MLS LASERLOCK ΑΕ	22-Μαί-01	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,204
9	MEDICON	12-Ιουν-01	ΕΤΕΒΑ	1,366
10	ΒΕΤΑΝΕΤ	20-Ιουν-01	TELESIS ΑΧΕ	0,600
11	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	13-Ιουλ-01	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,518
12	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ (ΟΛΘ)	1-Αυγ-01	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,061
13	ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ-ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΑΕ (ΕΥΑΘ)	29-Αυγ-01	ΕΤΕΒΑ ΑΕ	0,649
14	ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΕΕΧ	7-Σεπ-01	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Prime & ΑΤΕ	0,455
15	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	Αναβλήθηκε	ALPHA FINANCE ΑΧΕΠΕΥ	-
16	DOMUS ΑΕΕΧ	9-Νοε-01	TELESIS ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,741
17	INTRACOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	16-Νοε-01	ALPHA FINANCE & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,380
18	RAINBOW COMPUTERS	23-Νοε-01	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,638
19	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	30-Νοε-01	ΕΤΕΒΑ ΑΕ	0,567
20	ΔΕΗ ΑΕ	7-Δεκ-01	ALPHA FINANCE ΑΧΕΠΕΥ	0,609
21	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	12-Δεκ-01	Π & Κ CAPITAL ΑΧΕΠΕΥ	1,360
22	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	14-Δεκ-01	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,019
23	ARROW INVEST	18-Δεκ-01	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,424
24	NEXUS	20-Δεκ-01	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,066
25	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	19-Δεκ-01	ALPHA FINANCE ΑΧΕΠΕΥ	1,418

Πίνακας 5
Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών
Έτους 2002

A/A	Επωνυμία Μετοχής	Ημερομηνία Εισαγωγής	Κύριος Ανάδοχος	Συντελεστής Σταθερότητας
1	ΔΙΑΣ	30-Ιαν-02	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,187
2	ALSINCO	15-Φεβ-02	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,115
3	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	27-Φεβ-02	ALPHA FINANCE	0,993
4	COMPUCON	8-Μαρ-02	ALPHA FINANCE	1,232
5	Π&Κ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ Α.Ε.	29-Μαρ-02	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,637
6	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	22-Απρ-02	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,985
7	ΖΗΝΩΝ	18-Ιουν-02	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,849
8	ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Ε	21-Ιουν-02	EFG TELESIS FINANCE	0,709
9	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓ.ΛΙΒΑΝΗ	27-Ιουν-02	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1,105
10	ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	5-Ιουλ-02	Ν.Δ. ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ	
11	ALTIUS Επενδυτική	19-Ιουλ-02	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,649
12	ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ-ΝΙΤΕCH	26-Ιουλ-02	ΜΕΓΑΤΡΑΣΤ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	0,685
13	ΟΠΑΠ	11-Ιουλ-03	EFG EUROBANK	-
14	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ	30-Αυγ-02	ΕΓΝΑΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	1,288
15	ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	17-Σεπ-02	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	1,540
16	EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	22-Νοε-02	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,391
17	NEW MILLENNIUM INV.	28-Νοε-02	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,662
18	ΔΕΗ ΑΕ	6-Δεκ-02	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,609
19	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ	11-Δεκ-02	EFG TELESIS FINANCE	0,608
20	NEWS PHONE	19-Δεκ-02	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,329

Πίνακας 6
Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών
Έτους 2003

A/A	Επωνυμία Μετοχής	Ημερομηνία Εισαγωγής	Κύριος Ανάδοχος	Συντελεστής Σταθερότητας
1	ΟΡΤΙΜΑ	27-Ιαν-03	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,545
2	ΣΑΡΑΝΤΗΣ	6-Φεβ-03	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1,554
3	Logismos-Μηχανολογιστική	12-Φεβ-03	OMEGA BANK	1,062
4	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	16-Απρ-03	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1,089
5	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	7-Μαΐ-03	ΜΕΓΑΤΡΑΣΤ	0,565
6	ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	6-Ιουν-03	ΜΕΓΑΤΡΑΣΤ	0,634
7	ΙΡΙΡΟΤΙΚΙ SOFTWARE	19-Ιουν-03	ΜΕΓΑΤΡΑΣΤ	0,539
8	ΟΠΑΠ	11-Ιουλ-03	ALPHA FINANCE	-
9	INTERFISH	8-Ιουλ-03	OMEGA BANK	0,788
10	ΑΣΤΡΑ	4-Ιουλ-03	OMEGA BANK	0,281
11	ΚΡΙ- ΚΡΙ	18-Ιουλ-03	ALPHA FINANCE	0,504
12	Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς	25-Ιουλ-03	EFG EUROBANK ERGASIAS	0,400
13	MARAK	12-Σεπ-03	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,594
14	PROFILE	10-Οκτ-03	ALPHA FINANCE	0,536
15	REVOIL Α.Ε.Ε.Π	12-Δεκ-03	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,372

Πίνακας 7
Σταθερότητα Μετοχικών Τίτλων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών
Έτους 2004

Α/Α	Επωνυμία Μετοχής	Ημερομηνία	Κύριος Ανάδοχος	Συντελεστής
		Εισαγωγής		Σταθερότητας
1	ΚΛΟΥΝΙΚΑΣ-ΛΑΠΠΑΣ	23-Ιαν-04	EFG TELESIS FINANCE	0,481
2	ΙΑΥΔΑ	30-Ιαν-04	EFG TELESIS FINANCE	0,277
3	SPRIDER	10-Φεβ-04	ALPHA FINANCE	0,302
4	ΕΛΙΝΟΙΑ Ελληνική Εταιρεία Πετρελαίων	17-Φεβ-04	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,121
5	INTRAMET	20-Φεβ-04	ALPHA FINANCE & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,380
6	EUROBROKERS S.A.	12-Μαρ-04	ΜΑΡΦΙΝ BANK	0,326
7	ALPHA GRISIN INFOTECH A.E.	17-Μαρ-04	EFG TELESIS FINANCE	
8	ΔΕΛΤΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	23-Απρ-04	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΑΧΕΠΕΥ	1,550
9	MERMEREN KOMBINAT ΕΑΓΑΚ	21-Απρ-04	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,496
10	GLOBAL NEW EUROPE FUND A.E.E.X	8-Οκτ-04	EFG TELESIS FINANCE	0,106

Τέλος θα εξετάσουμε τους αναδόχους σχετικά με το ποιος συγκέντρωσε τα περισσότερα κεφάλαια για την εκδότρια εταιρεία. Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια που άντλησαν οι ανάδοχοι κατά την εξαετία 1999-2004 παρουσιάζονται στον πίνακα XX. Τα περισσότερα κεφάλαια άντλησε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, αφού συγκέντρωσε 2.403,7 εκατ. ευρώ, δεύτερη ήταν η Alpha Bank με κεφάλαια 1.406,8 εκατ. ευρώ, Τρίτη ήταν η Alpha Finance σε συνεργασία με την Εθνική για τις μεταξύ τους συνεργασίες για Δημόσιες Εγγραφές κυρίως ήδη εισηγμένων εταιρειών και ακολουθεί η EFG Eurobank, που άντλησε κεφάλαια 1.146,5 εκατ. ευρώ. Οι υπόλοιποι ανάδοχοι άντλησαν κεφάλαια λιγότερα του ενός δισεκατομμυρίου ευρώ.

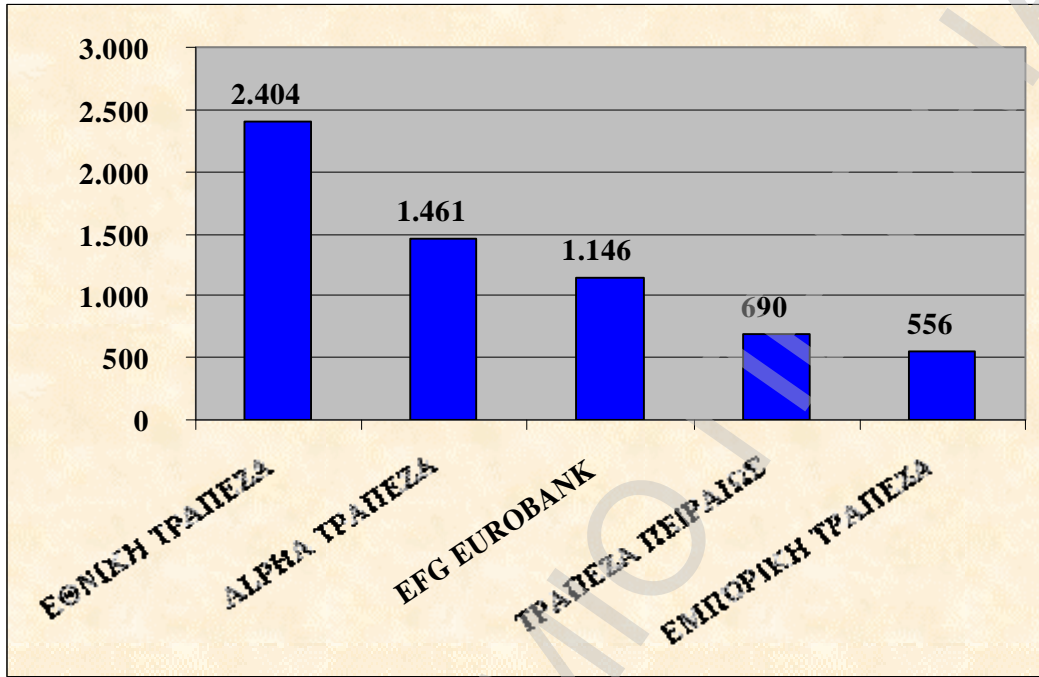
Πίνακας 8

Αντληθέντα Κεφάλαια ανά Ανάδοχο για την Περίοδο 1999-2004

ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΝΟΛΟΥ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2.403.702.651 €	23,02%
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	1.460.807.489 €	13,99%
ΑΛΦΑ FINANCE & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1.296.005.730 €	12,41%
EFG EUROBANK	1.146.455.826 €	10,98%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	689.931.346 €	6,61%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	555.945.391 €	5,33%
ΑΛΦΑ FINANCE, ERG TELESIS FINANCE, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	503.453.730 €	4,82%
EFG EUROBANK & ΑΛΦΑ FINANCE	503.453.730 €	4,82%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	431.511.182 €	4,13%
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	306.133.282 €	2,93%
EFG EUROBANK & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	293.103.448 €	2,81%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & HSBC BANK	184.743.654 €	1,77%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	129.355.771 €	1,24%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	105.286.884 €	1,01%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & EFG EUROBANK ERGASIAS	76.767.718 €	0,74%
TELESIS AXE	67.452.201 €	0,65%
EFG EUROBANK ERGASIAS & ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	56.100.000 €	0,54%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	41.934.028 €	0,40%
ΕΤΕΒΑ ΑΕ	26.885.106 €	0,26%
ΜΕΓΑΤΡΑΣΤ	22.588.384 €	0,22%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	18.726.259 €	0,18%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	17.326.486 €	0,17%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & EFG EUROBANK ERGASIAS	16.816.141 €	0,16%
ΣΙΓΜΑ ΑΧΕ	15.659.574 €	0,15%
HSBC BANK	10.737.784 €	0,10%
ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	9.817.356 €	0,09%
ΟΜΕΓΑ BANK	9.499.826 €	0,09%
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	9.179.000 €	0,09%
ΕΓΝΑΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	7.980.000 €	0,08%
ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΑΧΕΠΕΥ	6.112.500 €	0,06%
ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	3.243.522 €	0,03%
Ν.Δ. ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ	3.189.600 €	0,03%
ΜΑΡΦΙΝ BANK	3.024.000 €	0,03%
Π & Κ CAPITAL ΑΧΕΠΕΥ	2.645.928 €	0,15%
MIDLAND BANK plc.	2.576.963 €	0,02%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Prime & ATE	1.480.264 €	0,01%
ΣΥΝΟΛΑ	10.439.632.752 €	100,00%

Διάγραμμα 1

**Αντληθέντα Κεφάλαια των Μεγαλύτερων Ελληνικών
Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων για την περίοδο 1999-2004**



Κεφάλαιο 5^ο

Οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και το Οικονομικό Κλίμα στην Ελλάδα

Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου γίνονται από τις περισσότερες εταιρείες σε περιόδους άνθησης της οικονομίας καθώς τότε επιτυγχάνονται υψηλές τιμές αγοράς των μετοχών, με αποτέλεσμα να απαιτείται έκδοση μικρότερου αριθμού μετοχών. Επιπροσθέτως κατά την περίοδο όπου το εγχώριο οικονομικό κλίμα χαρακτηρίζεται από υψηλή ανάπτυξη, χαμηλό πληθωρισμό και ο αριθμός των ξένων θεσμικών επενδυτών αυξάνεται, περισσότερες ανώνυμες εταιρείες επιδιώκουν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών για την άντληση κεφαλαίων. Στην Ελλάδα, οι περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές πραγματοποιήθηκαν τα έτη 1999 και 2000, ενώ τα αμέσως επόμενα χρόνια μέχρι και το 2004 ο αριθμός των δημοσίων εγγραφών μειώθηκε αρκετά, λόγω της κακής πορείας της αγοράς και ειδικότερα του γενικού δείκτη. Επιπλέον, εκδόσεις επιδιώκονται σε περιόδους όπου το κόστος αγοράς των μετοχών κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα.

Δημόσιες Εγγραφές το 1999

Συγκεκριμένα το 1999 πραγματοποιήθηκαν 42 αρχικές δημόσιες εγγραφές (IPOs), μέσω των οποίων αντλήθηκαν 1.961.259.073,70 ευρώ (668.220.579.000 δρχ). Αυτή η συμπεριφορά αντικατοπτρίζει την αυξημένη αισιοδοξία που κυριαρχούσε μεταξύ των επενδυτών λόγω της αναμενόμενης ένταξης της Ελλάδας στην ΟΝΕ καθώς και άλλων παραμέτρων όπως τα αυξημένα κέρδη των ελληνικών εταιρειών και οι ανακοινώσεις συμμαχιών και εξαγορών από διάφορες επιχειρήσεις. Το θετικό αυτό κλίμα συνέβαλε στην επιτυχία των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών, οι οποίες υπερκαλύφθηκαν σε ιδιαίτερα μεγάλο βαθμό. Χαρακτηριστικό είναι πως οι φορές υπερκάλυψης έφτασαν τριπλάσια νούμερα για το 78,6% των επιχειρήσεων (33 στις 42),

εκ των οποίων το 33% (11 στις 33) σημείωσε πάνω από 300 φορές υπερκάλυψης. Η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών κατά τις τρεις πρώτες συνεδριάσεις ήταν επίσης πολύ υψηλή αφού για την πλειοψηφία των μετοχών κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο 316,5% ενώ η εταιρεία «Ράδιο Κορασίδης Telecom» σημείωσε την εκπληκτική απόδοση 1884,62%. Το 1999 πραγματοποιήθηκαν οι αρχικές δημόσιες εγγραφές τεσσάρων εταιρειών που ήταν ήδη εισηγμένες, του Ο.Τ.Ε., της Εθνικής Τράπεζας, της PanaFon και της ΒΙΟΧΑΛΚΟ. Ωστόσο αν εξαιρεθούν οι δημόσιες εγγραφές των ήδη εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήρια Αξιών, το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων από τις νεοεισερχόμενες διαμορφώνεται στα 1,84 δισ. ευρώ.

Η μέση υπερκάλυψη της προσφοράς νέων μετοχικών τίτλων στο Χ.Α.Α. από τους θεσμικούς επενδυτές ήταν 48,5 φορές για την Κύρια Αγορά και αντίστοιχα 84,7 φορές για την Παράλληλη Αγορά. Συνολικά, οι θεσμικοί επενδυτές κάλυψαν κατά μέσο όρο 12,7 φορές την αξία των προσφερόμενων κεφαλαίων και κατά 42,5 φορές την αξία των μετοχών που τους αντιστοιχούσαν. Όσον αφορά τους ιδιώτες επενδυτές, η μέση υπερκάλυψη ήταν 130,2 φορές στην Κύρια Αγορά και 428,7 φορές στην Παράλληλη Αγορά. Συνολικά, οι ιδιώτες επενδυτές κάλυψαν κατά μέσο όρο 64,2 φορές τις προσφερόμενες μετοχές και κατά 91,6 φορές τις μετοχές που τους αντιστοιχούσαν.

Από τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια από τις δημόσιες εγγραφές, ποσοστό 7,37% αντλήθηκε στο πρώτο τρίμηνο, 4,07% στο δεύτερο, 32,17% στο τρίτο και τέλος 56,44% στο τέταρτο τρίμηνο.

Πίνακας 9

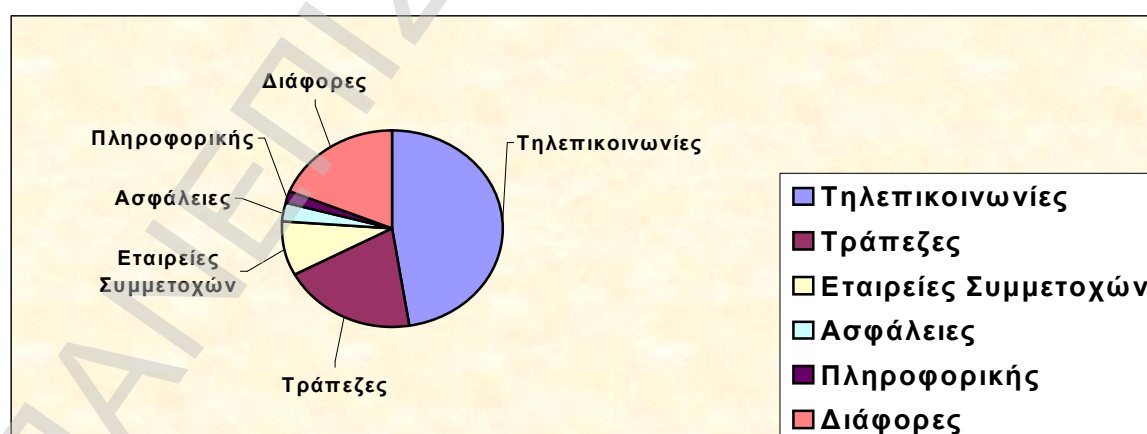
Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. το Έτος 1999

Τρίμηνο 2000	Αριθμός Εταιρειών	Αντληθέντα		% Ποσοστό επί του Συνόλου	Μέση Υπερκάλυψη	
		Κεφάλαια (δισ. δρχ.)			Θεσμικών Επενδύτων	Ιδιωτών Επενδύτων
Q1	8	M.O.	14975,5	7,37%	56,75	293,49
		Σύνολο	119.803,60			
Q2	8	M.O.	8.274,10	4,07%	61,37	235,35
		Σύνολο	66.192,50			
Q3	11	M.O.	47.418,90	32,12%	73,56	314,15
		Σύνολο	521.607,90			
Q4	19	M.O.	48.260,30	56,44%	68,27	280,87
		Σύνολο	916.945,30			

Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 1999.

Κατά το 1999, τα αντληθέντα κεφάλαια από τις δημόσιες εγγραφές, απορροφήθηκαν από τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών ποσοστό 48% και ποσοστό 23% από τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σημαντική απορρόφηση κεφαλαίων επέτυχε και ο κλάδος των συμμετοχών με τη Δημόσια Εγγραφή της Βιοχάλκο Α.Ε. απορροφώντας ποσοστό 9%.

Διάγραμμα 2 Κατανομή των Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Κλάδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το έτος 1999



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 1999.

Δημόσιες Εγγραφές το 2000

Το 2000, παρά την κρίση του προηγούμενου καλοκαιριού που οδήγησε την χρηματιστηριακή αγορά σε ύφεση, σημειώθηκε αύξηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών οι οποίες έφτασαν τις 48. Τα αντληθέντα κεφάλαια έφτασαν τα 1.907.457.573,01 ευρώ (649.889.869.700 δρχ). Ωστόσο, ενώ ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών έφτασε σε υψηλότερα επίπεδα, δεν συνέβη το ίδιο για τον βαθμό υπερκάλυψής τους. Μόνο τον Ιανουάριο παρατηρούνται ορισμένα νούμερα της τάξεως των 500 φορών υπερκάλυψης. Στη συνέχεια ακολουθείται μία φθίνουσα πορεία η οποία καταλήγει τον Αύγουστο, και μέχρι το τέλος του έτους, σε επίπεδα χαμηλότερα των 10 φορών. Μάλιστα η εταιρεία «Δρομέας» δεν κατάφερε να υπερκαλύψει την έκδοσή της ούτε μία φορά. Οι αποδόσεις για τις τρεις πρώτες συνεδριάσεις ακολουθούν την ίδια φθίνουσα πορεία. Οι θετικές αποδόσεις που παρατηρούνται μέχρι τον Αύγουστο είναι μικρότερες από αυτές του 1999 αλλά διατηρούνται σε ικανοποιητικά επίπεδα, φθάνοντας κατά μέσο όρο το 98,7%, ενώ από τον Αύγουστο μέχρι το τέλος του 2000 οι αποδόσεις στην πλειοψηφία τους είναι αρνητικές. Φαίνεται, λοιπόν, πως η ύφεση της χρηματιστηριακής αγοράς που κυριάρχησε το 2000, δεν εμπόδισε νέες εταιρείες να χρηματοδοτηθούν μέσω του χρηματιστηρίου, οδήγησε όμως τις αποδόσεις τους σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Από το σύνολο των εταιρειών που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή, μονάχα μία (τα Ελληνικά Πετρέλαια) ήταν ήδη εισηγμένη. Το έτος 2000, τα αντληθέντα κεφάλαια σημείωσαν αύξηση της τάξης του 39%. Η αύξηση αυτή των αντληθέντων κεφαλαίων θα πρέπει να εκληφθεί τόσο σε απόλυτο όσο και σε σχετικό μέγεθος, δηλαδή σε συνθήκες πτωτικής αγοράς όπως αυτών του 2000, ως χαρακτηριστικό του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως πηγή άντλησης κεφαλαίων και της δυναμικής λειτουργίας της πρωτογενούς αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στη λειτουργία της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, το νέο πλαίσιο (Απόφαση 13/174/26.10.1999 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ΦΕΚ Β' 2099/1.12.1999), θέσπισης όρων και προϋποθέσεων δημόσιας εγγραφής και κατανομής των μετοχών συνέβαλε αποφασιστικά στον περιορισμό των ακραίων καταστάσεων, με αποτέλεσμα την εξομάλυνση των υπέρμετρων θετικών και αρνητικών αποδόσεων του 2000.

Η δυναμική λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι εμφανής και για έναν άλλο λόγο. Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων κατά το 2000, ποσοστό 62,4% που αντιστοιχεί σε ύψος κεφαλαίων 1,82 δισ. Ευρώ προήλθε από έκδοση νέων μετοχών, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό 37,6% προήλθε από την πώληση υφιστάμενων μετοχών κυριότητας των παλαιών μετόχων. Τα αντίστοιχα ποσοστά του 1999 ήταν σχεδόν αντίστροφα και ίσως και αυτός είναι ένας από τους λόγους της «ξέφρενης» πορείας του Γενικού Δείκτη το 1999, καθώς οι μετοχές που προχώρησαν σε δημόσια εγγραφή το 1999 ενώ ήταν ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο όπως η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, ο Ο.Τ.Ε., η PanaFon και η EFG Eurobank ανήκαν στις 60 (τότε) μετοχές που διαμόρφωναν το Γενικό Δείκτη, ενώ αυτές είχαν και το μεγαλύτερο ημερήσιο όγκο συναλλαγών. Σε αυτό το γεγονός λοιπόν οφείλεται η αναλογία 2 προς 1 υπέρ των πωλήσεων υφιστάμενων μετοχών κατά το 1999. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι εγγραφές των ανωτέρω εταιρειών πραγματοποιήθηκαν με αποκλειστικά μέσω της πώλησης υφιστάμενων μετοχών και από τις οποίες συγκεντρώθηκε περίπου το 58% των συνολικών αντλούμενων κεφαλαίων για το έτος 1999. κατά συνέπεια ενισχύεται η παρατήρηση ότι υπάρχει τάση διάθεσης υφιστάμενων μετοχών από τους μεγάλους μετόχους των εταιρειών. Το γεγονός αυτό ανταποκρίνεται θετικά στην ανάγκη για επαρκή διασπορά των μετοχών και ικανοποίηση της υπερβάλλουσας ζήτησης βραχυχρόνιου ορίζοντα αλλά επίσης θέτει με σαφή τρόπο το ζήτημα αποτελεσματικής διακυβέρνησης των εταιρειών με αποκεντρωμένη ιδιοκτησία.

Όσον αφορά τη χρονική κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων για το έτος 2000, αυτή είχε ως εξής: 33,3% των αντληθέντων κεφαλαίων συγκεντρώθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2000, το 7,1% το δεύτερο, το 13% το τρίτο τρίμηνο και το 46,6% το τέταρτο τρίμηνο. Το υψηλό ποσοστό του πρώτου τριμήνου οφείλεται κυρίως στο μεγάλο ρυθμό αρχικών δημοσίων εγγραφών που προέβησαν σε δημόσια εγγραφή 21 τον αριθμό, αλλά και στο γεγονός ότι οι τιμές κατά το πρώτο τρίμηνο ήταν ακόμα σε υψηλά επίπεδα μετά το «ράλι» του '99. τα γεγονότα αυτά προσέδωσαν πολύ υψηλά έσοδα στους μετόχους τους, καθώς δεν είχαν ενσωματωθεί ακόμα οι πτωτικές πιέσεις της συρρικνούμενης ζήτησης μετοχικών τίτλων.

Ειδικότερα, σχετικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές του 2000 ανά τρίμηνο, το πρώτο τρίμηνο, σημειώθηκαν δημόσιες εγγραφές των εταιρειών Γερμανός και Ελληνικά

Πετρέλαια. Αντίθετα, το τέταρτο τρίμηνο δεν σημειώθηκαν πολλές αρχικές δημόσιες εγγραφές όσον αφορά τον συνολικό αριθμό αλλά πολλές εταιρείες της μεγάλης κεφαλαιοποίησης, οι οποίες συγκέντρωσαν πολλά κεφάλαια. Ειδικότερα, εισήχθη η Cosmote, θυγατρική εταιρεία του Ο.Τ.Ε. όπου άντλησε 179,2 δισ. Δρχ, ποσό που συνιστά τη μεγαλύτερη ιστορικά άντληση κεφαλαίων μέσω αρχικής δημόσιας εγγραφής, ενώ παράλληλα εισήχθησαν η Τράπεζα Κύπρου και η Αγροτική Τράπεζα.

Η μέση υπερκάλυψη της προσφοράς μετοχικών τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από θεσμικούς επενδυτές διαμορφώθηκε σε 41,9 φορές, ενώ η αντίστοιχη υπερκάλυψη των ιδιωτών επενδυτών διαμορφώθηκε σε 144,9 φορές. Σε μια μόνο περίπτωση η δημόσια εγγραφή δεν καλύφθηκε πλήρως, με αποτέλεσμα την αγορά των αδιάθετων μετοχών από την ανάδοχο εταιρεία στην τιμή έκδοσης. Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται τα στοιχεία της έκτασης της υπερκάλυψης των προσφερόμενων τίτλων από τους θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τρίμηνο,. Τα οποία εμφανίζουν πτωτική τάση υπερκάλυψης κατά τη διάρκεια του έτους και ιδιαίτερα στο τελευταίο τρίμηνο. Το γεγονός αυτό οφείλεται αφενός στην αρνητική πορεία του Γενικού Δείκτη και τις γενικότερες αρνητικές συγκυρίες που επικρατούσαν κατά την περίοδο αυτή και αφετέρου στη διενέργεια δημοσίων εγγραφών με υψηλή προσφορά μετοχικών τίτλων. Επίσης, πρέπει να επισημανθεί ότι η ζήτηση τίτλων από τους μη θεσμικούς επενδυτές υπήρξε σταθερά υψηλότερη από αυτή των θεσμικών επενδυτών για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2000. οι υψηλές αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν κατά την εισαγωγή και τις πρώτες διαπραγματεύσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών την περίοδο της έντονης χρηματιστηριακής ανόδου προσέλκυσαν τα κεφάλαια των ιδιωτών επενδυτών, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές ήταν υποχρεωμένοι να αποδεχθούν περιορισμένες αποδόσεις. Με την αντιστροφή του χρηματιστηριακού κλίματος, στο τέλος του 1999 και κατά τη διάρκεια του 2000, οι ιδιώτες επενδυτές αντέδρασαν εντονότερα, μειώνοντας σημαντικά τη ζήτηση μετοχικών τίτλων και κατά συνέπεια επηρεάζοντας την έκταση της υπερκάλυψης των μετοχών που τους αντιστοιχούσαν.

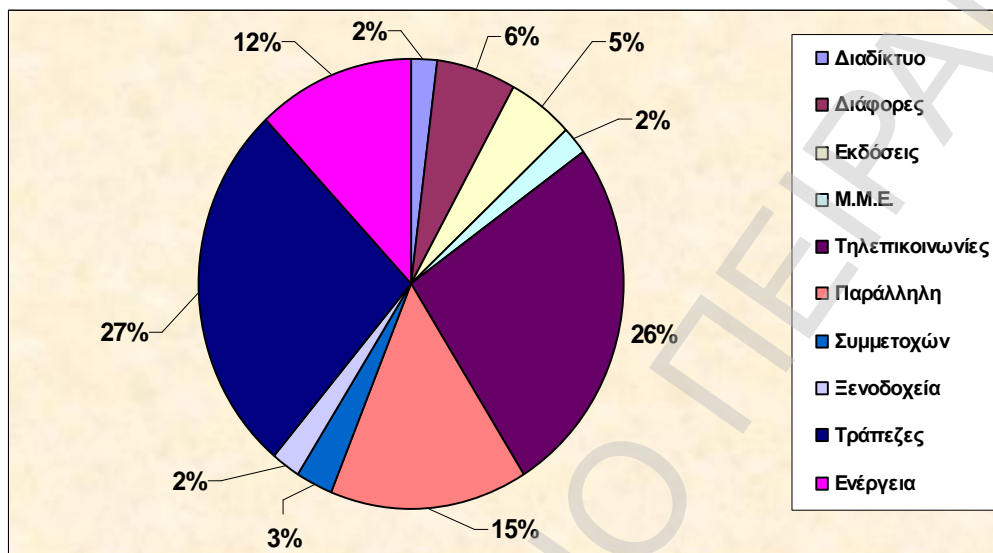
Πίνακας 10
Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
το Έτος 2000

Τρίμηνο 2000	Αριθμός Εταιρειών		Αντληθέντα Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	% Ποσοστό επί του Συνόλου	Μέση Υπερκάλυψη Θεσμικών Επενδυτών	Μέση Υπερκάλυψη Ιδιωτών Επενδυτών
Q1	21	M.O.	46,49		70,88	311,36
		Σύνολο	971,64	33,40%		
Q2	17	M.O.	29,33		10,13	44,48
		Σύνολο	205,29	2,05%		
Q3	5	M.O.	25,26		20,11	14,01
		Σύνολο	378,90	13,00%		
Q4	6	M.O.	225,95		4,75	1,48
		Σύνολο	1.355,68	43,53%		

Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2000.

Η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων ανά κλάδο στο Χρηματιστήριο Αθηνών είχε ως εξής: το 27% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων συγκεντρώθηκε από τις εταιρείες του κλάδου των Τραπεζών (Τράπεζα Κύπρου και Αγροτική Τράπεζα). Ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών τερμάτισε δεύτερος στον «αγώνα άντλησης κεφαλαίων» απορροφώντας το 26%, της Παράλληλης Αγοράς το 15% και της Ενέργειας το 12% των συνολικών κεφαλαίων. Συνολικά οι εταιρείες του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα απορρόφησαν το 29% των συνολικών κεφαλαίων, οι εμπορικές επιχειρήσεις και οι βιομηχανικές εταιρείες το 65,7% και οι εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και πληροφορικής το 5,3% του συνόλου. Οι πέντε μεγαλύτερες αρχικές δημόσιες εγγραφές του έτους ήταν οι Cosmote, Αγροτική Τράπεζα, Ελληνικά Πετρέλαια, Τράπεζα Κύπρου και Γερμανός, οι οποίες απορρόφησαν το 65% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων, γεγονός που υποδηλώνει τον υψηλό βαθμό απορρόφησης κεφαλαίων από τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Διάγραμμα 3 Κατανομή των Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Κλάδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το έτος 2000

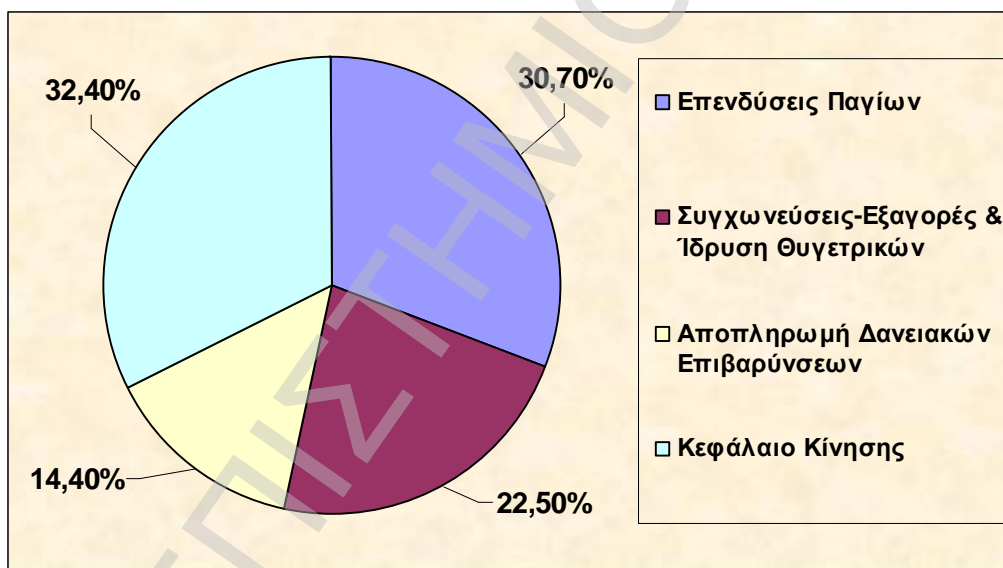


Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτος 2000.

Η διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων, με βάση εγκεκριμένα ενημερωτικά δελτία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των εταιρειών που πραγματοποίησαν τις δημόσιες εγγραφές το 2000 είχαν ως εξής: τα καθαρά αντληθέντα κεφάλαια προορίστηκαν κυρίως για επενδύσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων και λοιπές επενδύσεις, όπως νέες δραστηριότητες, εκπαίδευση προσωπικού, ανάπτυξη τεχνογνωσίας, προώθηση πωλήσεων κ.τ.λ., σε ποσοστό 30,7%, για χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιρειών, όπως και για ίδρυση νέων θυγατρικών εταιρειών, ποσοστό 22,5%, για αποπληρωμή δανειακών επιβαρύνσεων και άλλων ξένων υποχρεώσεων, ποσοστό 14,4%, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό 32,4% ενίσχυσε το κεφάλαιο κίνησης των εταιρειών, στην κατηγορία αυτή συμπεριλαμβάνεται και το κεφάλαιο των 116,1 δισ. Δρχ που άντλησε η Τράπεζα Κύπρου με σκοπό την ενίσχυση της κεφαλαιακής της διάρθρωσης, όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά στο ενημερωτικό της δελτίο. Αν εξαιρέσουμε τη δημόσια εγγραφή της Τράπεζας Κύπρου, το ποσοστό των κεφαλαίων που προορίζεται για πάγιες και λοιπές επενδύσεις διαμορφώνεται σε 38,2%, έναντι 18,6% το 1999, το ποσοστό για χρηματοδότηση συγχωνεύσεων, εξαγορών και ίδρυση

νέων θυγατρικών εταιρειών σε 28,1% έναντι 55,6% του προηγούμενου χρόνου, ενώ το ποσοστό για μείωση των δανειακών υποχρεώσεων των εταιρειών σε 17,9% έναντι 12% και το ποσοστό που προορίζεται για κεφάλαιο κίνησης σε 15,8% έναντι 13,8%. Μολονότι τα μεγέθη των δύο ετών δεν είναι συγκρίσιμα, λόγω της διαφορετικής διάρθρωσης της χρήσης κεφαλαίων, ωστόσο οδηγούν σε χρήσιμα συμπεράσματα, καθώς παρατηρούμε ότι περίπου τα δύο τρίτα των αντλούμενων κεφαλαίων προορίζονται για την πραγματοποίηση πραγματικών επενδύσεων σε πάγια στοιχεία, εξοπλισμό αλλά επίσης και για μεγέθυνση των εταιρειών μέσω στρατηγικών επιλογών συγχωνεύσεων και εξαγορών ή την ανάπτυξη νέων εταιρικών ομίλων.

Διάγραμμα 4
Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις Επιχειρήσεις
το Έτος 2000



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτος 2000.

Η μέση απόδοση των νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά το πρώτο τρίμηρο ελεύθερης διαπραγμάτευσης ήταν 58,4% το 2000 έναντι 236,5% το αντίστοιχο του 1999. η απόδοση των τριών πρώτων ημερών ανά μήνα παρουσιάζει ανοδική πορεία μέχρι και τον Οκτώβριο του 1999, με μέση απόδοση 580%, ενώ έκτοτε ακολουθεί πτωτική πορεία αντανακλώντας τη γενικότερη πορεία της χρηματιστηριακής

αγοράς. Τους φθινοπωρινούς μήνες του 2000, η μέση απόδοση των αρχικών δημοσίων εγγραφών ήταν σε μερικές περιπτώσεις αρνητική.

Κατά το 2000, η μέγιστη απόδοση των αρχικών δημοσίων εγγραφών κατά το πρώτο τριήμερο διαπραγμάτευσης ήταν 417%, ενώ η μέγιστη αρνητική ήταν -28%. Σε κάθε περίπτωση, οι αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι μεγαλύτερες εκείνων των εγγραφών των ήδη εισηγμένων εταιρειών και οφείλονται στα έντονα φαινόμενα υποτιμολόγησης των τιμών των νέων εκδόσεων που παρατηρούνταν στην παγκόσμια χρηματιστηριακή αγορά και σχεδόν σε όλες τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, όπως αποκαλύπτουν οι σχετικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί. Όσον αφορά τη στάση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με το φαινόμενο τη υποτιμολόγησης, το νέο πλαίσιο που ψηφίστηκε το 1999 (Απόφαση 13/174/26.10.1999 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ΦΕΚ Β' 2099/1.12.1999), θέσπισε όρους και προϋποθέσεις σχετικά με τις δημόσιες εγγραφές και την κατανομή των μετοχών και συνέβαλε αποφασιστικά στον περιορισμό των ακραίων καταστάσεων, με αποτέλεσμα την εξομάλυνση των υπέρμετρων θετικών και αρνητικών αποδόσεων κατά το 2000.

Δημόσιες Εγγραφές το 2001

Η ύφεση του προηγούμενου έτους συνεχίζεται μέχρι τον Απρίλιο του 2001. Ο αριθμός των επιχειρήσεων που προχωρούν σε αρχική δημόσια εγγραφή προκειμένου να εισχωρήσουν στο χρηματιστήριο υποδιπλασιάζεται, φθάνοντας τις 24 εταιρείες, έναντι 50 το 1999 και 45 το 2000. από τις 24 αυτές αρχικές δημόσιες εγγραφές, 13 πραγματοποιήθηκαν στην Κύρια Αγορά, 9 στην Παράλληλη Αγορά και μόλις δύο στη ΝΕ.Χ.Α. Τα αντίστοιχα αντληθέντα κεφάλαια ανέρχονται στα 1.068.893.048 ευρώ. Οι υπερκαλύψεις των εκδόσεων συνεχίζουν να ακολουθούν πτωτική πορεία δεδομένου ότι μόνο το 18% των εκδόσεων υπερκαλύπτεται περισσότερο από 10 φορές. Όσον αφορά τις αποδόσεις των τριών πρώτων συνεδριάσεων, στην πλειοψηφία τους κυμαίνονται σε ικανοποιητικά επίπεδα, με 6 εταιρείες να επιτυγχάνουν απόδοση μεγαλύτερη του 100%, ενώ 4 στις 24 μετοχές σημείωσαν αρνητικές αποδόσεις. Γενικότερα, το 2001, η δημόσια προσφορά μετοχικών τίτλων χαρακτηρίστηκε από μειωμένη ανταπόκριση των

υποψηφίων εγχώριων αλλά και ξένων επενδυτών θεσμικών και μη. Στην Ελλάδα, όπως φανερώνουν οι ανωτέρω χαρακτηριστικοί αριθμοί, μειώθηκαν τόσο ο αριθμός των αρχικών δημοσίων εγγραφών όσο και το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων σε σημαντικό βαθμό. Παρά την άσχημη κατάσταση που επικράτησε καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, ο αριθμός των εταιρειών που είχαν υποβάλλει αίτηση για εισαγωγή, αρχική δημόσια προσφορά και ταυτόχρονη εισαγωγή των μετοχικών τους τίτλων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, ήταν πολύ υψηλός. Ασφαλώς, οι διοικήσεις των εταιρειών, έχοντας τη σύμφωνη γνώμη των αναδόχων, επέδειξαν επιφυλακτικότητα για την άντληση κεφαλαίων μέσω της θέσης των μετοχών με δημόσια εγγραφή, ως αποτέλεσμα του αρνητικού κλίματος που επικρατούσε στην χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών.

Τα αντληθέντα κεφάλαια μέσω των αρχικών δημοσίων εγγραφών και της ιδιωτικής τοποθέτησης σε εργαζομένους ανήλθαν σε 91,08 δισ. ευρώ, έναντι 92,91 δισ. ευρώ το προηγούμενο έτος. Το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων κατά το 2001 παρουσιάζει μείωση κατά 63% έναντι του 2000 και επίσης μείωση της τάξεως του 73% έναντι του 1999. Από τις 24 αρχικές δημόσιες εγγραφές όλες αποτέλεσαν νέες εκδόσεις μετοχικών τίτλων και δεν πραγματοποιήθηκε καμία εγγραφή μετοχών εταιρείας ήδη εισηγμένης στο Χ.Α.Α.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων, ποσοστό 95,2% αντλήθηκε από την Κύρια Αγορά, ποσοστό 4,06% αντλήθηκε από την Παράλληλη Αγορά και μόλις ποσοστό 0,73% από Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Το μεγαλύτερο μερίδιο της Κύριας Αγοράς οφείλεται αφενός στον μεγάλο αριθμό εταιρειών που εισήχθηκαν στην αγορά αυτή και αφετέρου στον κυρίαρχο ρόλο της έκδοσης μετοχών από εταιρείες μεγάλης χρηματιστηριακής αξίας (υψηλή κεφαλαιοποίηση), όπως οι εταιρείες του κλάδου των Διυλιστηρίων και του ευρύτερου δημόσιου τομέα (Δ.Ε.Κ.Ο, όπως η Δ.Ε.Η.). Χαρακτηριστικά, μόνο η δημόσια εγγραφή της Δ.Ε.Η. αντιστοιχεί στο 43% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων.

Η συγκέντρωση των αντληθέντων κεφαλαίων από τις εταιρείες που εισήχθηκαν στη χρηματιστηριακή αγορά καθώς μονάχα πέντε από τις εκδόσεις συγκέντρωσαν ποσοστό 21% του συνόλου. Και αν εξαιρεθεί η περίπτωση της Δ.Ε.Η., ο μέσος όρος των αντληθέντων κεφαλαίων για κάθε δημόσια εγγραφή ήταν για το 2001 926,6 εκατ. ευρώ.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων, ποσοστό 44% προήλθε από την έκδοση νέων μετοχών, δηλαδή κεφάλαια 473,4 εκατ. ευρώ, ενώ ποσοστό 56% δηλαδή 602,1 εκατ. ευρώ από την πώληση υφιστάμενων μετοχών από τους παλαιούς μετόχους. Από το τελευταίο ποσό, ποσοστό της τάξης του 72,2% αντιπροσωπεύει πώληση υφισταμένων μετοχών αποκρατικοποιημένων εταιρειών του ευρύτερου δημοσίου τομέα, όπως η Δ.Ε.Η., Ο.Λ.Π., ο Ο.Λ.Θ. και ο Ο.Π.Α.Π. Σημειώνεται ότι η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων μεταξύ νέων και υφιστάμενων μετοχών ήταν 62,4% και 37,6% αντίστοιχα για το 2000 και 32,3% και 67,7% αντίστοιχα για το 1999. οι εξελίξεις αυτές επιβεβαίωσαν τη σημασία της εφαρμογής του Νόμου 2651/1998, που θεσμοθέτησε τη δυνατότητα πώλησης υφιστάμενων μετοχών με δημόσια προσφορά, ως προς την επιτάχυνση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων και τη διεύρυνση της διασποράς ιδιοκτησίας μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Επιπροσθέτως, ποσοστό 47,9% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων συγκεντρώθηκε κατά το τέταρτο τρίμηνο του έτους, οφειλόμενο στη δημόσια εγγραφή της Δ.Ε.Η., ενώ η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων στα υπόλοιπα τρίμηνα ήταν σχεδόν ισομερής.

Η μέση σταθμισμένη με τα αντληθέντα κεφάλαια υπερκάλυψη της προσφοράς μετοχικών τίτλων στο Χ.Α.Α που διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή από τη ζήτηση επενδυτών διαμορφώθηκε κατά το 2001 σε 2,2 φορές. Η ζήτηση μετοχικών τίτλων ήταν χαμηλότερη σε σχέση με τα προηγούμενα δύο χρόνια, όταν η μέση σταθμισμένη υπερκάλυψη είχε διαμορφωθεί σε 29,5 φορές το 2000 και 34,3 φορές το 1999. οι μειωμένες προσδοκίες επενδυτών για υψηλή απόδοση και η αυξημένη προσφορά ορισμένων τίτλων και εκδόσεων, όπως η Δ.Ε.Η. και Motor Oil, αποτέλεσαν τις κύριες αιτίες μείωσης της ζήτησης τίτλων. Επιπλέον, σε τρεις περιπτώσεις, αρχικές δημόσιες εγγραφές που έλαβαν χώρα το 2001 δεν καλύφθηκαν. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται, ανά τρίμηνο κατά το 2001, η μέση σταθμισμένη υπερκάλυψη των προσφερόμενων τίτλων στις δημόσιες εγγραφές από τους ιδιώτες και τους θεσμικούς επενδυτές. Στο πρώτο τρίμηνο η μέση σταθμισμένη υπερκάλυψη ήταν 1,6 φορές, στο δεύτερο η υπερκάλυψη αυξήθηκε στις 2,7 φορές, για να μειωθεί το τρίτο τρίμηνο στις 0,6 φορές και να ανέλθει σημαντικά στο τέταρτο τρίμηνο στις 2,9 φορές με την εισαγωγή της Δ.Ε.Η. Οι διακυμάνσεις στον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στις Χρηματιστηριακές αποδόσεις κατά το 2001 συνέβαλαν σημαντικά στη διαμόρφωση

της λιανικής ζήτησης μετοχικών τίτλων και κατά συνέπεια στην έκταση της υπερκάλυψης των προσφερόμενων τίτλων.

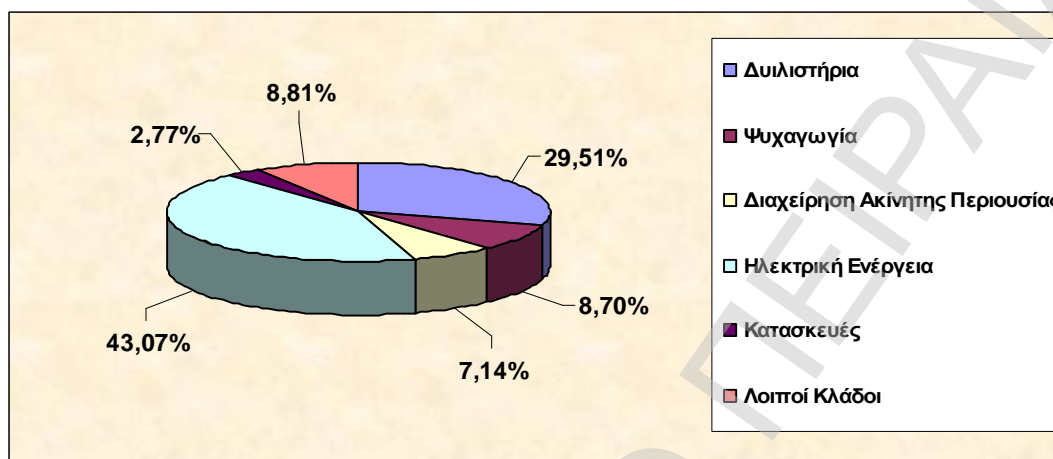
Πίνακας 11
Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
το Έτος 2001

Τρίμηνο 2000	Αριθμός Εταιρειών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	% Ποσοστό επί του Συνόλου	Μέση Σταθμισμένη Υπερκάλυψη
Q1	3	M.O. 46,51 Σύνολο 139,54	13,00%	1,57
Q2	7	M.O. 28,78 Σύνολο 201,48	18,07%	2,7
Q3	10	M.O. 54,86 Σύνολο 219,43	20,40%	0,56
Q4	4	M.O. 51,51 Σύνολο 515,12	47,90%	2,85
Σύνολο	24	M.O. 44,81 Σύνολο 1075,57	100,00%	2,19

Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2001.

Με την εισαγωγή των μετοχών της Δ.Ε.Η. δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος στο Χ.Α.Α., αυτός της Ηλεκτρικής Ενέργειας, ο οποίος απορρόφησε το 43% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων του 2001. επίσης, ποσοστό 29,5% του συνολικού αριθμού των αντληθέντων κεφαλαίων απορρόφησε ο κλάδος των Διυλιστηρίων (Motor Oil και Πετρόλα), ποσοστό 8,7% απορρόφησε ο κλάδος της Τηλεόρασης και Ψυχαγωγίας, με την εισαγωγή του Ο.Π.Α.Π., ποσοστό 7,1% απορροφήθηκε από τον κλάδο της Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας (Μπάμπης Βωβός Α.Ε.) και τέλος ποσοστό 2,8% απορροφήθηκε από τον κλάδο των Κατασκευαστικών Εταιρειών (Intrakom Κατασκευές και Νέστος Α.Ε.). Οι πέντε μεγαλύτερες αρχικές δημόσιες εγγραφές του έτους, Δ.Ε.Η., Motor Oil, Πετρόλα, Ο.Π.Α.Π. και Μπάμπης Βωβός, απορρόφησαν ποσοστό 88,4% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων.

Διάγραμμα 5
Κατανομή των Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Κλάδο στο
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το έτος 2001



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2001.

Η μέση απόδοση των νεοεισαγόμενων εταιρειών στο Χ.Α.Α. κατά το πρώτο τρίμηρο διαπραγμάτευσης για το 2001 διαμορφώθηκε σε 36,2% έναντι μέσης απόδοσης 58,4% το 2000 και 236,5% το 1999. σημειώνεται ότι κατά τις τρεις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης δεν υπήρχαν όρια διακύμανσης χρηματιστηριακών τιμών και το διάστημα αυτό θεωρείται ικανοποιητικό για την επίτευξη ισορροπίας στην τιμή της νεοεισηγμένης εταιρείας, ωστόσο πρέπει να επισημανθεί και η αρνητική πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για το έτος αυτό.

Τη μεγαλύτερη απόδοση το 2001 πραγματοποίησε η μετοχή της FITCO με άνοδο κατά 270% της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και ακολούθησαν οι μετοχές των εταιρειών Rainbow Computer με άνοδο 209% και Unibrain με άνοδο 175%. Μείωση της απόδοσης σημειώθηκε στην τιμή των μετοχών των εταιρειών Betanet (-25%), Αντλάντικ SuperMarket (-20%) και Alpha Trust Ανδρομέδα (-14%). Η μέση απόδοση του πρώτου τριμήρου διαπραγμάτευσης των μετοχικών τίτλων που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2001, παρέμεινε ανοδική μέχρι και τον Οκτώβριο του 2001 και έκτοτε ακολούθησε καθοδική πορεία, με ελάχιστες εξαιρέσεις. Κατά το 2001, η μεγαλύτερη μέση απόδοση πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο (-15%). Με δεδομένο το γεγονός ότι το 2001 οι χρηματιστηριακές τιμές στη δευτερογενή αγορά ακολούθησαν σταθερά πτωτική

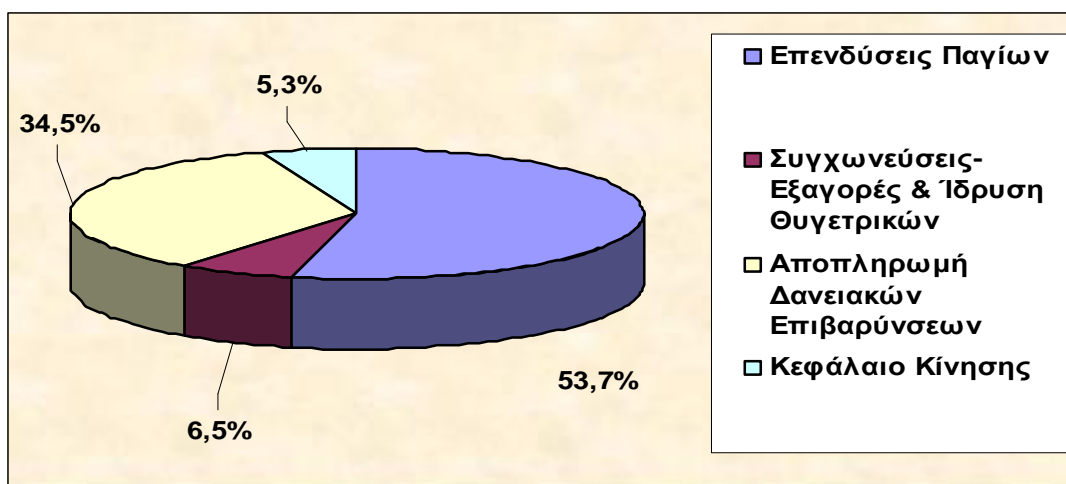
πορεία, οι αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν από τους νεοεισηγμένους τίτλους, ήταν αρκετά ικανοποιητικές για τους επενδυτές που τις προτίμησαν. Η διαχρονική μείωση των αποδόσεων των αρχικών δημοσίων εγγραφών δεν πρέπει να αποδοθεί σε φαινόμενα υπερτιμολόγησης, με δεδομένο μάλιστα ότι ο μέσος λόγος της τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) των νεοεισηγμένων τίτλων ήταν στο X.A.A. ήταν χαμηλότερος από αυτόν των προηγούμενων ετών.

Η μείωση των προσδοκιών για υψηλές αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών το πρώτο τρίμηνο διαπραγμάτευσης στο X.A.A. οδήγησε σε μείωση του αριθμού των επενδυτών, ιδιωτών και θεσμικών, που επιθυμούσαν να συμμετάσχουν σε αυτές. Ο αριθμητικός μέσος όρος των απαιτήσεων που υπέβαλαν οι επενδυτές για την απόκτηση μετοχών ανά αρχική δημόσια εγγραφή κατά το 2001 ήταν 12.484 αιτήσεις έναντι 92.619 αιτήσεων το 2000 και 79.109 αιτήσεων για το 1999. ο μέγιστος αριθμός αιτήσεων για μια αρχική δημόσια εγγραφή το 2001 ήταν 34.437 και ο ελάχιστος 1.267 αιτήσεις. Ο αντίστοιχος μέγιστος και ελάχιστος αριθμός για το 2000 ήταν 234.884 και 1.475 αιτήσεις και για το 1999 ήταν 626.822 και 3425 αντίστοιχα.

Σύμφωνα με τα ενημερωτικά δελτία των εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατά το 2001, τα αντληθέντα κεφάλαια προορίστηκαν κυρίως για επενδύσεις πάγιου εξοπλισμού και κεφαλαίου καθώς και για λοιπές επενδύσεις σε ποσοστό 53,7%, για χρηματοδότηση εξαγορών και συγχωνεύσεων και για ίδρυση θυγατρικών εταιρειών ποσοστό 6,5%, για μείωση των δανειακών υποχρεώσεων ποσοστό 34,5% και τέλος για ενίσχυση του κεφαλαίου κινήσεως ποσοστό 5,3%. Στα κεφάλαια που προορίστηκαν για μείωση των δανειακών υποχρεώσεων των εταιρειών συμπεριλήφθησαν και αυτά που άντλησε η Δ.Ε.Η. μέσω της δημόσια εγγραφής της. Ενώ αν εξαιρέσουμε τα αντληθέντα κεφάλαια του κλάδου των εταιρειών Επενδύσεων, το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων που προορίστηκαν για πάγιες επενδύσεις διαμορφώνονται σε 55,2% το 2001, έναντι 38,2% το 2000 και 18,6% το 1999. επίσης, το ποσοστό των κεφαλαίων που προορίζονται για εξαγορές, συγχωνεύσεις και για ίδρυση νέων εταιρειών, μειώθηκε σε 3,7% το 2001 έναντι 28,1% το 2000 και 55,6% το 1999. το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων που προορίζονται για μείωση δανειακών υποχρεώσεων ανέρχεται σε 35,6% το 2001, έναντι 17,9% το 2000 και 12% το 1999.

τέλος, το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων που προορίζονται για κεφάλαιο κίνησης μειώθηκε σε 5,5% το 2001 έναντι 15,8% το 2000 και 13,8% το 1999.

Διάγραμμα 6 Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις Επιχειρήσεις το Έτος 2001



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτος 2001.

Η σύνθεση της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων κατά την περίοδο 1999-2001 παρουσίασε σημαντική αλλαγή. Σύμφωνα με τα Ενημερωτικά Δελτία των εταιρειών, τα αντληθέντα κεφάλαια κατά το 1999 επρόκειτο να διατεθούν για χρηματοδότηση κυρίως εξαγορών και ίδρυση νέων εταιρειών, φανερόντας τάση επιθετικών στρατηγικών από τις εταιρείες, ενώ τα κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2001 επρόκειτο να διατεθούν για χρηματοδότηση πάγιων και λοιπών επενδύσεων. Η μείωση των τιμών των μετοχών και η ανάγκη ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης των εισηγμένων εταιρειών οδήγησε κατά το 2001 σε συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών του ίδιου ομίλου και όχι σε εξαγορές άλλων ή ίδρυση νέων εταιρειών. Επίσης σημαντική μείωση παρουσίασε και το ποσό που προορίζεται για κεφάλαιο κίνησης, γεγονός που οφείλεται στη μείωση των επιτοκίων και στην ευκολία εξεύρεσης κεφαλαίων προς αυτή την κατεύθυνση μέσω του τραπεζικού δανεισμού. Το συμπέρασμα είναι ότι, λόγω της επιβράδυνσης στην άντληση κεφαλαίων των μετοχών και της συνακόλουθης απροθυμίας συμμετοχής των επενδυτών στη

χρηματιστηριακή αγορά, τα αρχικά επιχειρηματικά σχέδια διάθεσης κεφαλαίων που αντλήθηκαν αναθεωρήθηκαν και εξορθολογίστηκαν από τις εταιρείες.

Δημόσιες Εγγραφές το 2002

Το 2002 παρατηρήθηκε μία περιορισμένη κινητικότητα στο χώρο των νέων εισαγωγών, με τον αριθμό των υποψήφιων προς εισαγωγή εταιρειών και το μέγεθος των αντληθέντων κεφαλαίων να υποχωρούν αντίστοιχα στις 18 εταιρίες (βάσει του κριτηρίου της χρονικής στιγμής της δημόσιας εγγραφής) και στο επίπεδο των 92.303.614 ευρώ. Επίσης, ενδεικτικός του μη ευνοϊκού κλίματος ήταν και ο χαμηλός βαθμός υπερκάλυψης των αντίστοιχων διαδικασιών δημόσιας εγγραφής που έφτασε κατά μέσο όρο τις 19,5 φορές επηρεαζόμενος κυρίως από τα υψηλά επίπεδα 4 εταιρειών. Οι αποδόσεις των τριών πρώτων συνεδριάσεων ήταν κατά μέσο όρο 23,4%, με 7 μετοχές να σημειώνουν αρνητικές αποδόσεις.

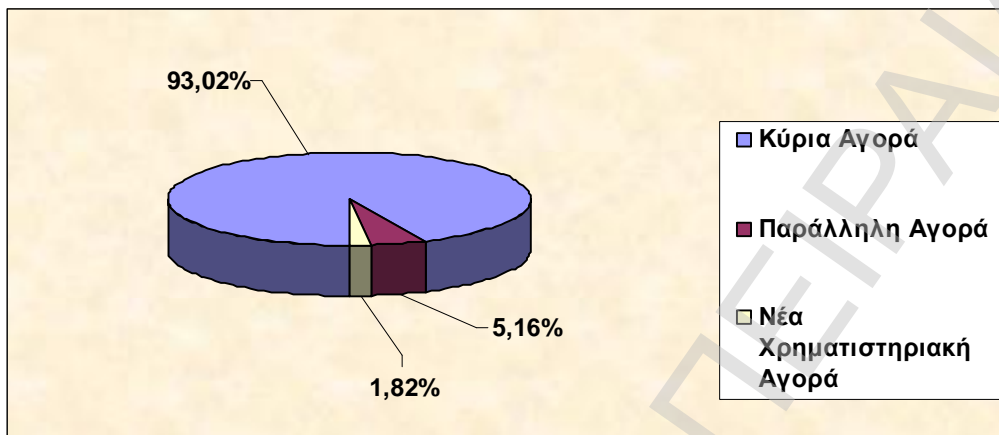
Κατά το 2002 λοιπόν, η πρωτογενής αγορά μετοχικών τίτλων συρρικνώθηκε σημαντικά. Στις τρεις αγορές αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών από τις εταιρείες που εισήχθησαν, επρόκειτο για 4 εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των οποίων η εισαγωγή είναι υποχρεωτική μετά την πάροδο ενός εξαμήνου από την ίδρυσή τους, ο αριθμός των νέων εταιρειών που εισήγαγαν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο είναι μόνο 14 εταιρείες. Ο αριθμός αυτός είναι ο μικρότερος της τελευταίας εξαετίας. Το 2002 είχαμε συνολικά 20 δημόσιες εγγραφές μετοχών εταιρειών έναντι 24 εγγραφών το 2001. από αυτές, στην Κύρια Αγορά εισήχθησαν 7 εταιρείες, 10 δημόσιες εγγραφές πραγματοποιήθηκαν στην Παράλληλη και τρεις δημόσιες εγγραφές έγιναν στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.

Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω των δημοσίων εγγραφών και των ιδιωτικών τοποθετήσεων σε εργαζομένους ανήλθαν σε 965,95 εκατ. ευρώ το 2002 σημειώνοντας σημαντική μείωση κατά 10,6% έναντι του 2001 και μείωση 66,8% από το 2000. από τις δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν κατά το 2002, οι 18 ήταν αρχικές δημόσιες εγγραφές και οι άλλες δύο αφορούσαν προσφορά υφιστάμενων μετοχών δύο είδη εισηγμένων εταιρειών στην ελληνική αγορά μετοχών, του Ο.Π.Α.Π. και της Δ.Ε.Η.

Αν εξαιρεθούν οι δημόσιες εγγραφές των ήδη εισηγμένων εταιρειών, το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω των δημόσιων προσφορών νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε στα 92,5 εκατ. ευρώ το 2002, έναντι 1,08 εκατ. ευρώ κατά το 2001 και 2,56 κατά το 1999. στην περίπτωση αυτή, η μείωση του 2002, όσον αφορά τα αντληθέντα κεφάλαια από τις νέες εισαγωγές έναντι των τριών προηγούμενων ετών ήταν 91,4%, 96,38% και 94,97% αντίστοιχα.

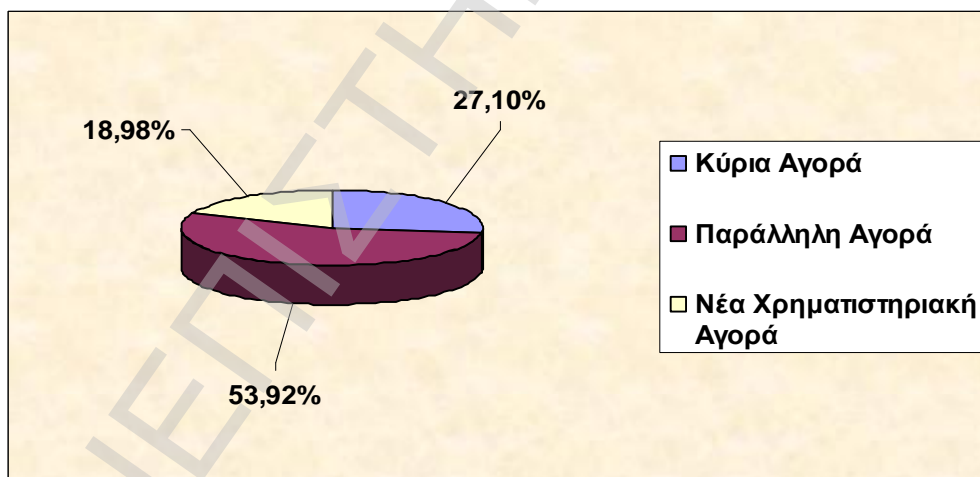
Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων κατά το 2002, ποσοστό 93,02% αντλήθηκε μέσω της Κύριας Αγοράς, ποσοστό 5,16% αντλήθηκε από την Παράλληλη Αγορά και τέλος, 1,82% αντλήθηκε από τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Το μεγάλο μερίδιο της Κύριας Αγοράς οφείλεται κυρίως στην προσφορά μετοχών στην αγορά αυτή από τις δύο εταιρείες μεγάλης χρηματιστηριακής αξίας του ευρύτερου Δημοσίου Τομέα, τον Ο.Π.Α.Π. και την Δ.Ε.Η. Οι εταιρείες αυτές άντλησαν κεφάλαια που αντιστοιχούσαν στο 52,12% και 38,31% αντίστοιχα των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων από τις δημόσιες εγγραφές του έτους 2002. Εάν εξαιρεθούν τα αντληθέντα κεφάλαια των εταιρειών αυτών, τα αντίστοιχα ποσοστά αντληθέντα κεφαλαίων ανά αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώνονται ως εξής: 27,1% μέσω της Κύριας Αγοράς, 53,92% μέσω της Παράλληλης Αγοράς και τέλος, 18,98% μέσω της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς. Δηλαδή το ποσοστό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τις εταιρείες που εισήγαγαν μετοχές τους στην Παράλληλη Αγορά ήταν συγκριτικά μεγαλύτερο σε σχέση με αυτό της Κύριας Αγοράς, κυρίως λόγω του μεγάλου αριθμού εταιρειών που εισήγαγαν τις μετοχές τους στην αγορά αυτή ως αποτέλεσμα των ελαστικότερων προϋποθέσεων εισαγωγής και των δυσμενών συνθηκών της χρηματιστηριακής αγοράς γενικότερα. Επίσης, με βάση τον μικρό αλλά σταθερό αριθμό εταιρειών που εισάγουν τις μετοχές τους στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, προκύπτει ότι η αγορά αυτή, δύο χρόνια μετά την ίδρυσή της, επιτελεί το βασικό σκοπό για τον οποίο έχει θεσμοθετηθεί, δηλαδή να αποτελέσει εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης χαμηλού κόστους των επιχειρηματικών σχεδίων των επιχειρήσεων που είναι σχετικά νέες, καινοτόμες και παρουσιάζουν δυναμικές.

Διάγραμμα 7
Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2002



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2002.

Διάγραμμα 8
Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2002, με Εξαίρεση των Δημοσίων Εγγραφών των Ο.Π.Α.Π. και Δ.Ε.Η.



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2002.

Πίνακας 12
Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
το Έτος 2002

Τρίμηνο 2000	Αριθμός Εταιρειών		Αντληθέντα Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	% Ποσοστό επί του Συνόλου	Μέση Σταθμισμένη Υπερκάλυψη
Q1	5	M.O.	3,64	1,88	59,43
		Σύνολο	18,19		
Q2	4	M.O.	8,89	3,68	5,46
		Σύνολο	35,56		
Q3	6	M.O.	87,84	54,56	2,21
		Σύνολο	527,01		
Q4	5	M.O.	77,04	39,88	4,7
		Σύνολο	385,19		
Σύνολο	20	M.O.	177,41	100	4,4
		Σύνολο	965,95		

Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2002.

Η μέση τιμή των αντληθέντων κεφαλαίων ανά δημόσια εγγραφή ήταν 48,3 εκατ. ευρώ το 2002 έναντι 44,8 εκατ. ευρώ το 2001 και 60,45 εκατ. ευρώ το 2000. η συγκέντρωση ήταν υψηλή, δοθέντος ότι οι δύο εκδόσεις της Δ.Ε.Η. και του Ο.Π.Α.Π. συγκέντρωσαν το 90,43% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων. Αν εξαιρέσουμε τις δύο αυτές εταιρείες, η μέση τιμή των αντληθέντων κεφαλαίων ανά δημόσια εγγραφή κατά το 2002 διαμορφώνεται σε 5,1 εκατ. ευρώ.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων, ποσοστό 8,9% προήλθε από την έκδοση νέων μετοχών και ποσοστό 91,1% προήλθε από πώληση υφιστάμενων μετοχών από παλαιούς μετόχους. Από το τελευταίο αυτό ποσοστό, σχεδόν το σύνολο του 99,27% περιλαμβάνει τα αντληθέντα κεφάλαια από την πώληση υφιστάμενων μετοχών των ιδιωτικοποιημένων δημοσίων επιχειρήσεων (Δ.Ε.Η. και Ο.Π.Α.Π). Η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων μεταξύ των νέων και υφιστάμενων μετόχων ήταν αντίστοιχα 44% και 56% για το 2001, 62,4% και 37,6% για το 2000 και 32,3% και 67,7% για το 1999 αντίστοιχα. Η ανισομερής κατανομή μεταξύ των δημοσίως προσφερόμενων νέων και υφιστάμενων μετοχών κατά το 2002 αποτελεί ένδειξη του μειωμένου ενδιαφέροντος των εταιρειών να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς προσφέροντας νέες

μετοχές σε χαμηλές τιμές, αφού είναι γνωστό ότι όσο αυξάνεται η προσφορά μετοχικών τίτλων, τόσο μειώνεται η τιμή τους, και ιδιαίτερα σε περιόδους μειωμένης ζήτησης.

Η μέση σταθμισμένη με τα αντληθέντα κεφάλαια υπερκάλυψη των δημοσίων προσφερόμενων μετοχικών τίτλων από τη ζήτηση των επενδυτών διαμορφώθηκε σε 4,4 φορές το 2002, έναντι 2,2 φορές το 2001, 29,5 φορές το 2000 και 34,3 φορές το 1999. η δημόσια εγγραφή μιας εταιρείας δεν καλύφθηκε. Αποτελεί θετικό γεγονός ότι παρά τη δυσμενή συγκυρία, η ζήτηση προσφερόμενων μέσω δημοσίων εγγραφών μετοχικών τίτλων, με βάση την ουσιαστική εφαρμογή του βιβλίου προσφορών.

Όσον αφορά τη μέση σταθμισμένη υπερκάλυψη των προσφερόμενων τίτλων στις δημόσιες εγγραφές από ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές, ανά τρίμηνο, στο πρώτο τρίμηνο, η μέση σταθμισμένη υπερκάλυψη ήταν 59,43 φορές, στο δεύτερο τρίμηνο μειώθηκε σε 5,46 φορές, στο τρίτο τρίμηνο μειώθηκε περαιτέρω σε 2,21 φορές και το τελευταίο τρίμηνο του έτους, η υπερκάλυψη αυξήθηκε στις 4,7 φορές.

Η μέση απόδοση των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά το πρώτο τρίμηνο διαπραγμάτευσης ήταν περίπου 11% το 2002, έναντι 36,2% το 2001 και 58,4% το 2000. σημειώνεται ότι κατά τις τρεις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης δεν υπήρχαν όρια διακύμανσης των χρηματιστηριακών τιμών και το διάστημα αυτό θεωρείται ικανοποιητικό για την επίτευξη ισορροπίας στην τιμή της νεοεισαγόμενης εταιρείας. Αν η μέση απόδοση σταθμιστεί με την κεφαλαιοποίηση της κάθε εταιρείας κατά την εισαγωγή, δηλαδή τον αριθμό των νεοεισαγόμενων μετοχών επί την τιμή εισαγωγής, τότε η μέση σταθμισμένη απόδοση των τιμών των μετοχών κατά το πέρας του τριημέρου ελεύθερης διαπραγμάτευσης διαμορφώθηκε στο 1,4% περίπου.

Είναι φανερό ότι η στάθμιση με βάση την κεφαλαιοποίηση επηρεάζει σημαντικά τη μέση απόδοση των νεοεισαγόμενων μετοχών. Έχει παρατηρηθεί ότι οι τιμές των μετοχικών τίτλων των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις κατά το πρώτο τρίμηνο διαπραγμάτευσης από τις τιμές των μετοχών των εταιρειών που έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση. Πράγματι, στην ελληνική αγορά μετοχικών τίτλων, έχει παρατηρηθεί ότι, στις δημόσιες εγγραφές, στις μετοχές των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης, η προσφορά μετοχών είναι περιορισμένη και κατά κανόνα σημαντικά μικρότερη από την αντίστοιχη ζήτηση για αυτές με αποτέλεσμα την εμφάνιση σημαντικής υπερκάλυψης. Μετά την εισαγωγή, η ζήτηση εξισορροπείται συνήθως σε

τιμές αρκετά υψηλότερες από αυτές που επικρατούν κατά την εισαγωγή. Αντίθετα, στις δημόσιες εγγραφές μετοχών εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης, η προσφορά μετοχών είναι διευρυμένη και κατά κανόνα προσεγγίζει των αντίστοιχη ζήτηση με αποτέλεσμα την εμφάνιση μικρής υπερκάλυψης. Επίσης, δοθέντος ότι αφενός η διασπορά των μετοχών των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης είναι κατά κανόνα μικρότερη από αυτή των εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, και αφετέρου υπάρχουν δεσμεύσεις πώλησης από τους κύριους μετόχους, η ανοδική πορεία της τιμής των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης ενθαρρύνεται.

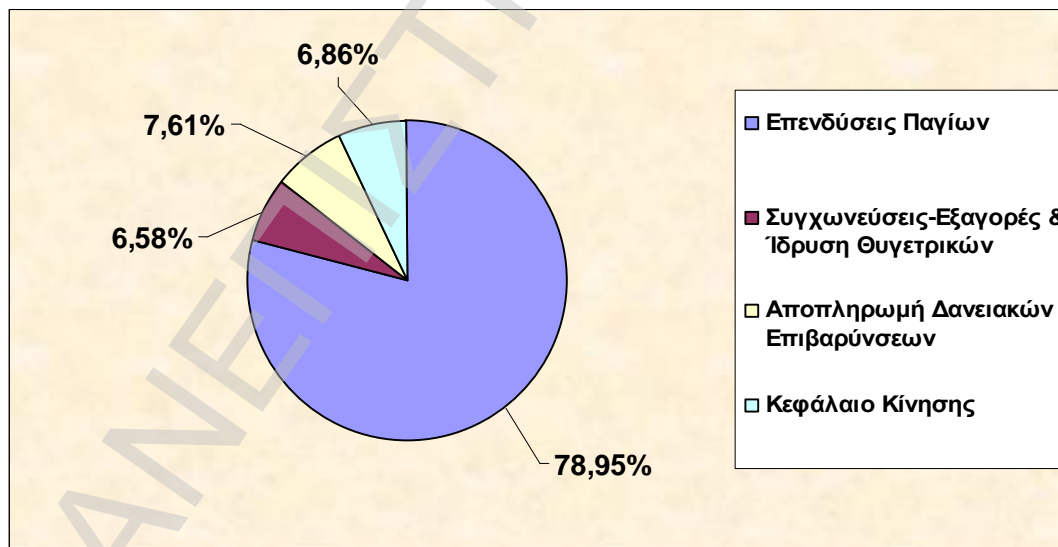
Τη μεγαλύτερη απόδοση κατά το πρώτο τρίμηρο διαπραγμάτευσης σημείωσε η εταιρεία ΔΙΑΣ Ιχθυοκαλλιέργειες Α.Β.Ε.Ε. με άνοδο κατά 135% της τιμής της μετοχής και ακολούθησαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών Alsenco Α.Ε. με άνοδο 67,6% και οι Ευρωσύμβουλοι Α.Ε. με άνοδο 56,2%. Τη μεγαλύτερη πτώση πραγματοποίησε η τιμή της μετοχής της εταιρείας New Millennium Α.Ε.Ε.Χ. με πτώση 38,8% και ακολούθησαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών Π&Κ Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Α.Ε. με πτώση 28,3% και ο Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη Α.Β.Ε. με πτώση 27,3%.

Με βάση πληροφορίες που αντλήθηκαν από τα Ενημερωτικά Δελτία των εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατά το έτος 2002, η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων έχει ως εξής: για επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και λοιπές επενδύσεις ποσοστό 78,95%, επί του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων, για χρηματοδότηση συγχωνεύσεων, εξαγορών και ίδρυση νέων θυγατρικών εταιρειών ποσοστό 6,58%, για μείωση των δανειακών υποχρεώσεων, ποσοστό 7,61% και τέλος για ενίσχυση του κεφαλαίου κινήσεως των εταιρειών ποσοστό 6,86%. Στα κεφάλαια αυτά δεν περιλαμβάνονται τα ποσά που αντλήθηκαν από τις δημόσιες εγγραφές που πραγματοποίησαν η Δ.Ε.Η. και ο Ο.Π.Α.Π. καθώς και οι 4 εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, καθώς αυτές διέθεσαν υφιστάμενες μετοχές με πωλητές παλαιούς μετόχους, οι οποίοι εισέπραξαν τα αντληθέντα κεφάλαια από τη δημόσια εγγραφή ποσά.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω στοιχεία, χρήση αντληθέντων κεφαλαίων κατά την περίοδο 1999-2002 διαμορφώθηκε σημαντικά. Τα αντληθέντα κεφάλαια επρόκειτο να διατεθούν κατά το 1999 κυρίως για χρηματοδότηση εξαγορών και ίδρυση νέων εταιρειών, ενώ το 2002 κυρίως για χρηματοδότηση πάγιων και λοιπών επενδύσεων. Η σταδιακή μείωση της συμμετοχής των επενδυτών στη συναλλακτική δραστηριότητα

αλλά και του ενδιαφέροντος τους για τις δημόσιες εγγραφές οδήγησε σε χαμηλές αποτιμήσεις των προσφερόμενων μετοχών. Αυτό με τη σειρά του υποχρέωσε τις προς εισαγωγή εταιρείες στην προσεκτικότερη εκτίμηση και ιεράρχηση των κεφαλαιακών τους αναγκών, στην αναθεώρηση και περιορισμό των επενδυτικών τους σχεδίων και στην εκλογίκευση της διάθεσης των περιορισμένων σε σχέση με τις προσδοκίες τους κεφαλαίων της δημόσιας εγγραφής. Παράλληλα, στο υφιστάμενο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, οι ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης και εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων καλύπτεται από τον άμεσο δανεισμό από τις τράπεζες, ενώ και είναι λιγότερο επιτακτικές. Τέλος, οι σχετικά μικρές κεφαλαιοποιήσεις των υπό εισαγωγή εταιρειών και η στενότητα των προσφερόμενων από τους επενδυτές κεφαλαίων για δημόσια εγγραφή περιόρισαν τις δυνατότητες και την ελκυστικότητα εταιρικών συγχωνεύσεων και εξαγορών τρίτων εταιρειών ή ίδρυσης νέων εταιρειών με τη χρήση των κεφαλαίων αυτών και οδήγησαν στην ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης μέσω συγχωνεύσεων με θυγατρικές του εταιρείες.

Διάγραμμα 9
Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις Επιχειρήσεις
το Έτος 2002



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτος 2002.

Δημόσιες Εγγραφές το 2003

Το 2003, μετά από κάμψη τριών ετών, παρατηρείται άνοδος των χρηματιστηριακών τιμών και της δραστηριότητας. (σύντομος πόλεμος στο Ιράκ). Ωστόσο οι αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν ήταν μόλις 14 δεδομένου ότι οι εταιρείες ήταν επηρεασμένες από την προηγούμενη πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς. Από τις εκδόσεις αυτές αντλήθηκαν συνολικά 118.433.495 ευρώ. Στην πλειοψηφία τους οι αρχικές δημόσιες εγγραφές συνοδεύτηκαν από σχετικά μικρή υπερκάλυψη, αφού μόνο 4 επιχειρήσεις ξεπέρασαν τις 10 φορές. Όσο για τις αποδόσεις κατά τις τρεις πρώτες συνεδριάσεις, ήταν κατά μέσο όρο 19,3% , δηλαδή ακόμα χαμηλότερες από τα προηγούμενα έτη.

Κατά το 2003, στις τρεις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση οι μετοχές 15 νέων εταιρειών. Από αυτές, εάν αφαιρεθεί η εισαγωγή δύο μετοχών εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των οποίων η εισαγωγή είναι υποχρεωτική μετά το πρώτο εξάμηνο της έναρξης της δραστηριότητάς τους, ο αριθμός των νέων εταιρειών που εισήγαγαν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο είναι 13 εταιρείες. Ο αριθμός αυτός είναι ο μικρότερος της τελευταίας πενταετίας.

Το 2003 λοιπόν πραγματοποιήθηκαν συνολικά 16 αρχικές δημόσιες εγγραφές, από τις οποίες οι τρεις πραγματοποιήθηκαν στην Κύρια Αγορά, οι 11 δημόσιες εγγραφές πραγματοποιήθηκαν στην Παράλληλη Αγορά και οι υπόλοιπες δυο στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

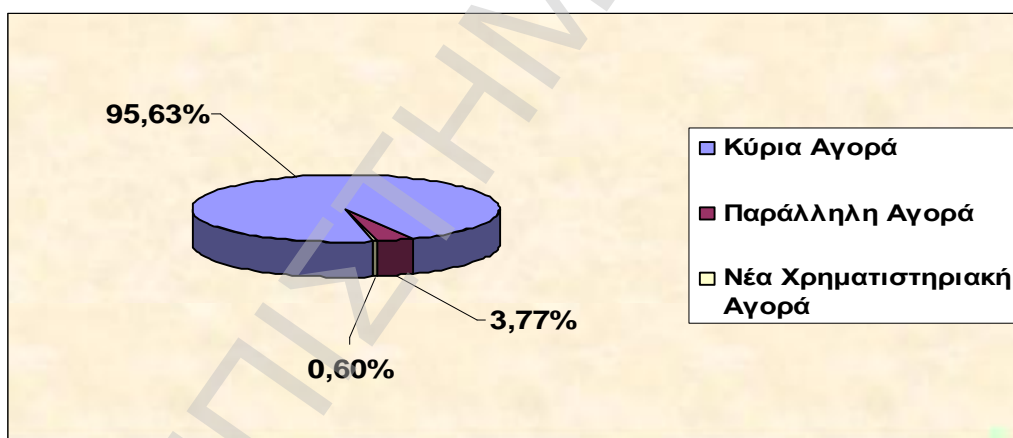
Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω των δημόσιων εγγραφών και των ιδιωτικών τοποθετήσεων σε εργαζομένους των νεοεισαγόμενων εταιρειών ανήλθαν σε 1,467,8 δισ. ευρώ σημειώνοντας αύξηση κατά 51,9% έναντι του προηγούμενου έτους. Από τις 16 δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν το 2003, οι 14 ήταν αρχικές δημόσιες εγγραφές, ενώ οι υπόλοιπες δύο ήταν δημόσιες εγγραφές υφιστάμενων μετοχών δύο εισηγμένων εταιρειών, του Ο.Π.Α.Π. και της Δ.Ε.Η.

Αν εξαιρεθούν οι δημόσιες εγγραφές των εισηγμένων εταιρειών, το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκε από τις νεοεισαγόμενες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες διαμορφώθηκε σε 118,4 εκατ. ευρώ το 2003. Στην περίπτωση αυτή, η αύξηση των

αντληθέντων κεφαλαίων που προήλθε από νέες μόνο εισαγωγές κατά το 2003 σε σχέση με το 2002 ήταν 28%, ενώ η σύγκριση τους έναντι των τριών τελευταίων ετών δείχνει μείωση 89,04%, 95,37% και 93,56% αντίστοιχα.

Από το σύνολο των αντληθέντων μέσω δημοσίων εγγραφών κεφαλαίων κατά το 2003, ποσοστό 95,63% αντλήθηκε μέσω της Κύριας Αγοράς, ποσοστό 3,77% αντλήθηκε μέσω της Παράλληλης Αγοράς και ποσοστό 0,6% αντλήθηκε μέσω της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς. Το μεγάλο ποσοστό της Κύριας Αγοράς οφείλεται κυρίως στην προσφορά μετοχών στην αγορά αυτή από τις δυο ιδιωτικοποιούμενες εταιρείες μεγάλης χρηματιστηριακής αξίας του ευρύτερου δημόσιου τομέα, τον Ο.Π.Α.Π. και τη Δ.Ε.Η. Οι εταιρείες αυτές άντλησαν κεφάλαια που αντιστοιχούν στο 49,24% και 42,7% αντίστοιχα των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων από δημόσιες εγγραφές κεφαλαίων κατά το 2003.

Διάγραμμα 10
Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2003

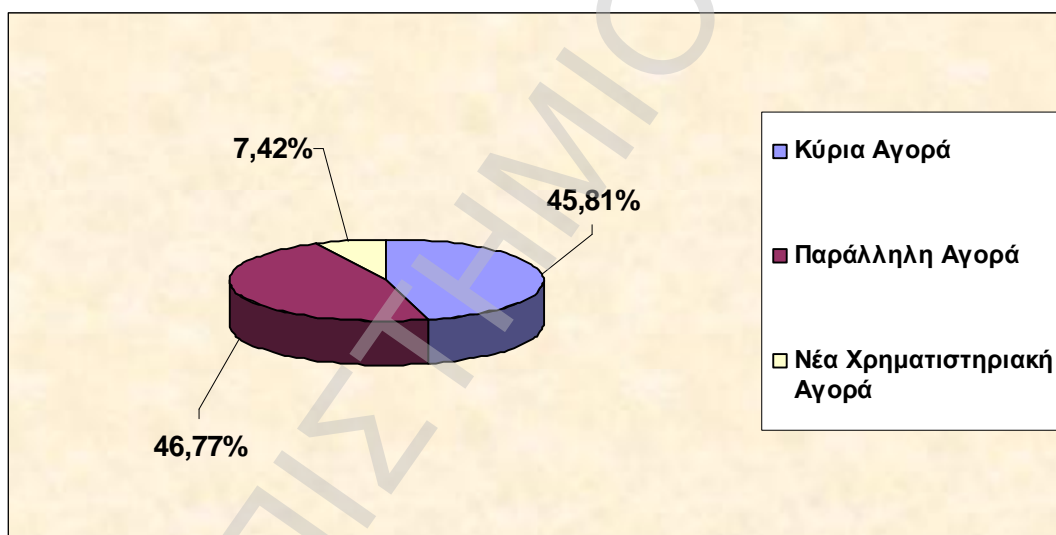


Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2003.

Αν εξαιρεθούν τα αντληθέντα κεφάλαια των εταιρειών αυτών, τα αντίστοιχα ποσοστά αντληθέντων κεφαλαίων για κάθε αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διαμορφώνεται ως εξής: 45,81% μέσω της Κύριας Αγοράς, 46,77% μέσω της Παράλληλης Αγοράς και 7,42% μέσω της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς. Δηλαδή, το ποσοστό των κεφαλαίων που απορροφήθηκαν από τις εταιρείες που εισήγαγαν τις μετοχές τους στην Παράλληλη Αγορά ήταν συγκριτικά μεγαλύτερο σε σχέση με το

ποσοστό της Κύριας Αγοράς, λόγω του μεγάλου αριθμού εταιρειών που εισήγαγαν τις μετοχές τους στην αγορά αυτή, και πάλι ως αποτέλεσμα των ελαστικότερων προϋποθέσεων εισαγωγής. Ο μικρός κατά το 2003 αλλά σταθερά αυξανόμενος αριθμός των νέων εταιρειών στη ΝΕ.Χ.Α. επιβεβαιώνει ότι η αγορά μπορεί να βοηθήσει τις νέες εταιρείες που παρουσιάζουν δυναμικές να δανείζονται κεφάλαια με μικρότερο κόστος από τη στροφή τους σε πιστωτικά ιδρύματα, για την υλοποίηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων.

Διάγραμμα 11
Ποσοστό Κεφαλαίων ανά Αγορά του Χ.Α.Α. το Έτος 2003, με Εξαίρεση των Δημόσιων Εγγραφών των Ο.Π.Α.Π. και Δ.Ε.Η.



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2003.

Η μέση τιμή των αντληθέντων κεφαλαίων ανά δημόσια εγγραφή ήταν 91,7 εκατ. ευρώ το 2003 έναντι 48,3 εκατ. ευρώ τον προηγούμενο χρόνο. Η συγκέντρωση κεφαλαίων ήταν υψηλή, δοθέντος ότι οι δυο εκδόσεις των ιδιωτικοποιήσεων των εταιρειών Δ.Ε.Η. και Ο.Π.Α.Π. συγκέντρωσαν το 91,93% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων. Αν οι δυο αυτές δημόσιες εγγραφές εξαιρεθούν, η μέση τιμή των

αντληθέντων κεφαλαίων ανά δημόσια εγγραφή κατά το 2003 διαμορφώνεται σε 8,4 εκατ. ευρώ.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων, ποσοστό 3,6% προήλθε από έκδοση νέων μετοχών και ποσοστό 96,4% προήλθε από την πώληση υφιστάμενων μετοχών από παλαιούς μετόχους. Το σύνολο σχεδόν του τελευταίου αυτού ποσοστού σχεδόν το 95,35% περιλαμβάνει τα αντληθέντα κεφάλαια από την πώληση υφιστάμενων μετοχών των δυο ιδιωτικοποιούμενων δημοσίων επιχειρήσεων. Η κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων μεταξύ νέων και υφιστάμενων μετοχών ήταν αντίστοιχα 8,9% και 91,1% για το 2002. η ανισομερής κατανομή μεταξύ των δημοσίων προσφερόμενων νέων και υφιστάμενων μετοχών κατά το 2003, όπως συνέβη και κατά το 2002, επιβεβαιώνει το μειωμένο ενδιαφέρον των εταιρειών να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς προσφέροντας νέες μετοχές σε χαμηλές τιμές.

Ο δείκτης της μέσης σταθμισμένης με τα αντληθέντα κεφάλαια, υπερκάλυψης των δημοσίων προσφερόμενων μετοχικών τίτλων από τη ζήτηση των επενδυτών διαμορφώθηκε σε 5,4 φορές το 2003 έναντι 4,4 φορές το 2002 και 2,2 το 2001. θετική εξέλιξη κατά το 2003 αποτέλεσε η αύξηση της ζήτησης προσφερόμενων μέσω δημοσίων εγγραφών μετοχικών τίτλων σε σχέση με τα δύο προηγούμενα χρόνια, εκφράζοντας αφενός την αυξημένη εμπιστοσύνη των επενδυτών στην αγορά και αφετέρου την εκλογικευμένη αποτίμηση των νέων προσφερόμενων μετοχών που επιτεύχθηκε από τη εφαρμογή στη διαδικασία των δημοσίων εγγραφών του συστήματος αποτίμησης με βάση το βιβλίο προσφορών (book building).

Ο δείκτης της μέσης σταθμισμένης υπερκαλύψεως των προσφερόμενων τίτλων στις δημόσιες εγγραφές από ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές, το πρώτο τρίμηνο του 2003 ήταν 2,61, στο δεύτερο τρίμηνο μειώθηκε σε 2,32, στο τρίτο τρίμηνο υπερδιπλασιάστηκε σε 5,74 και στο τελευταίο τρίμηνο του 2003 μειώθηκε στο 5,18.

Όσον αφορά την κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων ανά κλάδο δραστηριότητας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά το έτος 2003, ο κλάδος των Τυχερών Παιχνιδιών απορρόφησε το 49,24% και ο κλάδος της Ηλεκτρικής Ενέργειας το 42,7% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων. Ακολούθησαν οι κλάδοι των Βοηθητικών προς τις μεταφορές Υπηρεσίες (Ο.Α.Π. και Ο.Α.Θ.) με ποσοστό 3,69%, της

Πληροφορικής με ποσοστό 1,51% και του Χονδρικού Εμπορίου με ποσοστό 1,34% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων μέσω της διαδικασίας των δημόσιων εγγραφών.

Η μέση απόδοση των τιμών των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά το πρώτο τριήμερο διαπραγμάτευσης ήταν 2,9% έναντι 11% το 2002, 36,2% το 2001 και 58,4% το 2000. Κατά τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης δεν υπήρχαν όρια διακύμανσης χρηματιστηριακών τιμών και το διάστημα αυτό θεωρείται ικανοποιητικό για την επίτευξη ισορροπίας στην τιμή της νεοεισαχθείσας εταιρείας. Η αντίστοιχη μέση απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των νεοεισαγόμενων στο χρηματιστήριο εταιρειών ήταν μεγαλύτερη και έφτασε σε ποσοστό 6,1%.

Αν η μέση απόδοση σταθμιστεί με την κεφαλαιοποίηση κάθε εταιρείας κατά την εισαγωγή της, έτσι ώστε να ενσωματωθούν στην προκύπτουσα μέση απόδοση οι διαφοροποιήσεις που παρατηρούνται στις αποδόσεις μεταξύ των μετοχικών τίτλων εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης και μεγάλης, λόγω του διαφορετικού όγκου προσφοράς τίτλων προς το επενδυτικό κοινό και διαφορετικής διασποράς μετοχών και βαθμού υπερκάλυψης εκδόσεων, τότε η μέση σταθμισμένη απόδοση των τιμών των μετοχικών τίτλων μετά το πέρας του τριημέρου ελεύθερης διαπραγμάτευσης διαμορφώνεται περίπου σε 16,8%.

Τη μεγαλύτερη απόδοση κατά το πρώτο τριήμερο διαπραγμάτευσης πραγματοποίησε η μετοχή της εταιρείας Interfish Ιχθυοκαλλιέργειες Α.Ε. με άνοδο της τάξεως του 50,2% της τιμής της και ακολούθησαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών Ο.Λ.Π. με άνοδο 37%, η Μπαλλής Χημική Α.Ε.Β.Ε. με άνοδο 33,4% και Κρι Κρι Βιομηχανία Γάλακτος Α.Β.Ε.Ε. με άνοδο 30,8%. Από την άλλη πλευρά, τη μεγαλύτερη πτώση σημείωσε η τιμή της μετοχής Logismos Μηχανολογιστική Α.Ε. με πτώση 35,2% και ακολούθησαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών Σαράντης Α.Ε.Β.Ε. με πτώση 32,4% και Newsphone Hellas Α.Ε. Autotex με πτώση 27,7%.

Η μέση απόδοση των νεοεισαγόμενων μετοχών κατά το πρώτο τριήμερο διαπραγμάτευσης και η μέση μηνιαία τιμή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για το 2003 ήταν 5 έναντι 2 αρνητικών αποδόσεων, ενώ στους 5 μήνες από τους 12 του 2003 δεν πραγματοποιήθηκε καμία εισαγωγή νέας εταιρείας στην χρηματιστηριακή αγορά. Επιπλέον, δοθείσας γενικά της μικρής συνολικά προσφοράς

των νέων μετοχών στην κεφαλαιαγορά το 2003, η εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο ήταν κατά μέσο όρο μια εταιρεία μηνιαίως, με εξαίρεση τον Ιούλιο οπότε και εισήχθησαν 4 εταιρείες.

Δημόσιες Εγγραφές το 2004

Το μέτρια ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον κατά το 2004 επηρέασε και την εκδοτική δραστηριότητα στην Ελλάδα. Ο αριθμός των εταιρειών που προχωρούν σε αρχική δημόσια εγγραφή προκειμένου να εισέλθουν στο Χ.Α.Α. μειώνεται ακόμα περισσότερο, συνεχίζοντας την πτωτική πορεία των δύο προηγούμενων ετών, φθάνοντας τις 10 εταιρείες. Το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω των αντίστοιχων εκδόσεων ήταν 95.386.479 ευρώ, δηλαδή λιγότερα αυτά του 2003, όπως και αναμενόταν. Ο βαθμός υπερκάλυψης των άνω εκδόσεων ήταν κατά μέσο όρο 4,5 φορές, εμφανίζοντας αισθητή πτώση από τις προηγούμενες τιμές του. Τέλος, οι αποδόσεις των νεοεισαχθέντων μετοχών κατά τις τρεις πρώτες συνεδριάσεις κυμάνθηκαν σε επίπεδα χαμηλότερα του 10%, ενώ δύο ήταν οι μετοχές που σημείωσαν πολύ αρνητικές αποδόσεις.

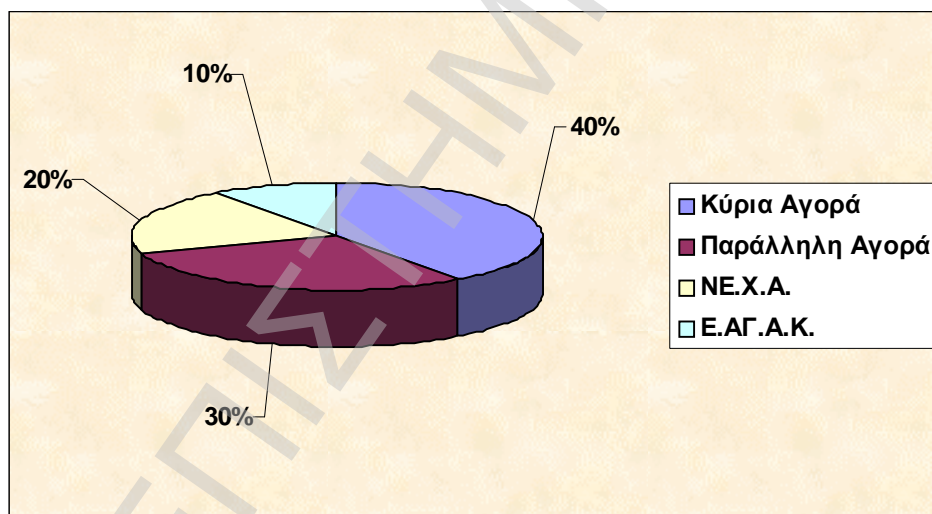
Γενικότερα, το έτος 2004 ήταν ένα έτος όπου η εκδοτική δραστηριότητα των εταιρειών ήταν αρχικά περιορισμένη και στη συνέχεια σημείωσε άνοδο. Η συνολική ετήσια αύξηση διεθνώς των εκδόσεων τίτλων αυξήθηκε κατά 29,9%, ενώ η συνολική αξία των εκδόσεων αυξήθηκε κατά 240%. Η άνοδος αυτής της δραστηριότητας χαρακτηρίστηκε από την ακύρωση αρκετών αρχικών δημοσίων εγγραφών και την αποτίμηση των νέων τίτλων σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από τα αρχικά προτεινόμενα, αναδεικνύοντας την προσοχή των επενδυτών σχετικά με τις επενδυτικές επιλογές τους. Οι εξελίξεις αυτές ασφαλώς όμως επιβεβαιώνουν την προσφυγή των εταιρειών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές για την άντληση επιχειρηματικών κεφαλαίων, η οποία το 2004 αποτέλεσε τη σημαντικότερη πηγή άντλησης κεφαλαίων.

Σαφέστατα το 2004, η ελληνική αγορά επηρεάστηκε από τις διεθνείς εξελίξεις, όντας μια μικρή κεφαλαιαγορά. Ο αριθμός των εταιρειών που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή ήταν πολύ μικρός και ο μικρότερος της εξαετίας. Μονάχα 10 εταιρείες προσέφεραν νέους μετοχικούς τίτλους στο Χρηματιστήριο των Αθηνών, ακολουθώντας την πτωτική πορεία των προηγούμενων ετών. Επίσης και τα αντληθέντα κεφάλαια από

την έκδοση νέων τίτλων μειώθηκαν, όπως και η ποσοστιαία συμμετοχή των νέων τίτλων στη συνολική αξία του χρηματιστηρίου κυρίως διότι οι εταιρείες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2004 ήταν εταιρείες μικρού μεγέθους.

Συνολικά, στο Χρηματιστήριο Αθηνών εισήχθησαν 10 εταιρείες με αρχική δημόσια έγγραφη για διαπραγμάτευση πλέον μίας Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, που η εισαγωγή της είναι υποχρεωτική από το νόμο μετά το πέρας του πρώτου εξαμήνου από τη σύστασή της. Πιο συγκεκριμένα πραγματοποιήθηκαν 4 εγγραφές στην Κύρια Αγορά, 3 στην Παράλληλη Αγορά, 2 στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά και μόλις μία στην Ε.ΑΓ.Α.Κ. Ο αριθμός αυτός είναι ο μικρότερος των τελευταίων έξι ετών, όπως και ο αριθμός των δημοσίων εγγραφών ήδη εισηγμένων εταιρειών.

Διάγραμμα 12
Αριθμός Εισηγμένων Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή
ανά Αγορά του Χ.Α.Α το έτος 2004



Πηγή: *Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτος 2004.*

Το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το 2004 ήταν ο μικρότερος της εξαετίας και διαμορφώθηκε στα 95,39 εκατ. ευρώ το 2004. το 2004 λοιπόν παρατηρούμε ότι σημειώθηκε μείωση τόσο του αριθμού των αρχικών δημοσίων εγγραφών όσο και του ύψους των αντληθέντων κεφαλαίων, που άντλησαν οι νεοεισαγόμενες εταιρείες με δημόσια εγγραφή, ενώ η δυναμική των αρχικών δημοσίων εγγραφών παρέμεινε

σημαντική. Τέλος, το σημαντικότερο ρόλο για τη μείωση των αντληθέντων κεφαλαίων έπαιξε η απουσία προσφοράς μετοχών ιδιοτικοποιούμενων κρατικών εταιρειών.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων από δημόσια εγγραφή, το 68,55% απορροφήθηκε από την Κύρια Αγορά, το 18% απορροφήθηκε από την Παράλληλη Αγορά, το 9,76% αντλήθηκε από εταιρείες της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς και μόλις το 3,69% η μοναδική και πρώτη εγγραφή της Ελληνικής Αγοράς Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών. Σε σχέση με το προηγούμενο έτος, παρατηρήθηκε αύξηση του ποσοστού των αντληθέντων κεφαλαίων για την Κύρια Αγορά και την ΝΕ.Χ.Α., ενώ στην Παράλληλη Αγορά εισήχθησαν λιγότερα κεφάλαια ως ποσοστό.

Το μέσο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων για το 2004 ήταν περίπου 9,5 εκατ. ευρώ, δηλαδή μικρότερο από το 2003. αν όμως εξαιρεθούν τα κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2003 από τις δημόσιες εγγραφές των ήδη εισηγμένων εταιρειών, τότε το μέσο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων ήταν περίπου 8,4 εκατ. ευρώ, δηλαδή μικρότερο από το αντίστοιχο του 2004. επίσης, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η συγκέντρωση κεφαλαίων το 2004 ήταν πολύ μικρότερη από τα προηγούμενα έτη αφού μονάχα μια εταιρεία η Sprider άντλησε το 20% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων. Επίσης, όσον αφορά την κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων προς την έκδοση νέων μετοχών, παρατηρείται σημαντική στροφή το 2004 αφού ποσοστό της τάξης των 83,2% προήλθε από πώληση νέων μετοχών ενώ το υπόλοιπο ποσοστό προήλθε από πώληση υφιστάμενων μετοχών παλαιών μετόχων.

Επίσης, ο δείκτης της μέσης σταθμισμένης με τα αντληθέντα κεφάλαια υπερκάλυψης των προσφερόμενων με δημόσια εγγραφή μετοχικών τίτλων από τη ζήτηση των επενδυτών, διαμορφώθηκε σε 3,42 φορές το 2004 έναντι 5,4 φορές το 2003. στον πίνακα XX παρουσιάζεται ο δείκτης της μέσης σταθμισμένης υπερκάλυψης των προσφερόμενων μετοχικών τίτλων από δημόσια εγγραφή, από ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές ανά τρίμηνο. Ο δείκτης αυτός ήταν 3,95 το πρώτο τρίμηνο, μειώθηκε στο 1,65 για το δεύτερο, το τρίτο τρίμηνο δεν πραγματοποιήθηκε εγγραφή ενώ το τέταρτο τρίμηνο ήταν 1,78.

Όσον αφορά την κατανομή των αντληθέντων κεφαλαίων ανά κλάδο δραστηριότητας των εταιρειών που εισήχθησαν το 2004 στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ο κλάδος του Λιανικού Εμπορίου άντλησε το 26,98%, ο κλάδος του Χονδρικού εμπορίου

το 16,82%, ο κλάδος των Εταιρειών Επενδύσεων άντλησε το 13,79% των συνολικών κεφαλαίων, των Κατασκευών το 12,25% και των Μεταλλικών Προϊόντων ποσοστό 10,96%, ενώ τα υπόλοιπα μικρότερα ποσοστά κεφαλαίων αντλήθηκαν από τους υπόλοιπους κλάδους.

Η μέση απόδοση των τιμών των νεοεισαχθέντων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν αρνητική, για πρώτη φορά και διαμορφώθηκε στο -2,83%, ενώ και η αντίστοιχη μέση απόδοση των νέων μετοχικών τίτλων ήταν αρνητική κατά -3,56%. Πρέπει να τονιστεί ότι κατά τις τρεις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων δεν υπάρχουν όρια διαπραγμάτευσης αλλά οι αρνητικές αποδόσεις μπορεί να αποτελούν ένα διάστημα για την επίτευξη της εξισορρόπησης των τιμών των νέων μετοχικών τίτλων αλλά δηλώνει ότι η αγορά θεωρεί τις μετοχές αυτές υπερτιμολογημένες, δηλαδή ότι οι τιμές εισαγωγής τους ήταν υψηλότερες από ότι θα έπρεπε.

Αν η μέση απόδοση σταθμιστεί με την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών δηλαδή τον αριθμό των νέων μετοχών επί την τιμή εισαγωγής των νέων μετοχών, τότε θα εξαλειφθεί η επίδραση του διαφορετικού όγκου προσφοράς τίτλων προς το επενδυτικό κοινό, η διαφορετική διασπορά των μετοχών και ο βαθμός υπερκάλυψης των εκδόσεων στην απόδοση. Η μέση σταθμισμένη απόδοση για το πρώτο τρίήμερο είναι -5,14%.

Τη μεγαλύτερη απόδοση του 2004 κατά το πρώτο τρίήμερο επέτυχαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών Ελινόιλ με απόδοση τριμήρου 8,53%, η μετοχή της εταιρείας Eurobrokers, με απόδοση 4,58%, η μετοχή της Ίλυδα Α.Ε. με απόδοση 3%, Alpha Grisin με απόδοση 2,78% και της εταιρείας Delta Projects με απόδοση 2,25%. Αντιθέτως, οι μετοχές με τη μεγαλύτερη πτώση ήταν οι μετοχές των εταιρειών Intramet (-26.84%), Sprider A.E. (-14.06%), Κουκλίνας Λάμπας (-10,12%), Fhl Mermeren Kombinat A.E. (-2.13%) και Global A.E.E.X. με πτώση -1,24%.

Πίνακας 13
Χρονική Κατανομή των Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
το Έτος 2004

Τρίμηνο 2000	Αριθμός Εταιρειών		Αντληθέντα Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	% Ποσοστό επί του Συνόλου	Μέση Υπερκάλυψη Σταθμισμένη Υπερκάλυψη
Q1	7	M.O.	10371,981	76	3,95
		Σύνολο	72603,870		
Q2	2	M.O.	4813,875	10	1,65
		Σύνολο	9627,750		
Q3	0	M.O.	0	0	0
		Σύνολο	0		
Q4	1	M.O.	13854,859	14	1,78
		Σύνολο	13854,859		
Σύνολο	10	M.O.	9538,648	100	3,42
		Σύνολο	93386,479		

Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτους 2004.

Κεφάλαιο 6^ο

Ανασκόπηση της Βιβλιογραφίας και Θεωρίες που Σχετίζονται με τις Δημόσιες Εγγραφές

Η εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στα Χρηματιστήρια, έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών, σχετικά με τη μακροχρόνια και βραχυχρόνια συμπεριφορά του. Το μεγαλύτερο μέρος της διεθνούς βιβλιογραφίας, ασχολείται με τις αποδόσεις των IPOs, το φαινόμενο της υποτιμολόγησης κ.λπ. Οι κυριότερες μελέτες αναφέρονται στον πίνακα 14. Το θέμα των δημοσίων εγγραφών είναι πολύ δημοφιλές παγκοσμίως και ιδιαίτερα στην Ευρώπη όπου πλέον υπάρχουν πολλές νέες εισαγωγές εταιρειών στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Πίνακας 14
Κυριότερες Διεθνείς Μελέτες για το «Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης»

ΧΩΡΑ	ΠΗΓΗ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΑΓΓΛΙΑ	Dimson; Levis; Ljungqvist	3.122	1960-2001	18,4%
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Lee-Taylor & Walter	381	1976-1995	12,1%
ΑΥΣΤΡΙΑ	Aussenegg	83	1984-2002	6,3%
ΒΕΛΓΙΟ	Rogiers-Manigart-Ooghe; Manigart	86	1984-1999	14,6%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	Aggarwal-Leal & Hernandez	62	1979-1990	78,5%
ΓΑΛΛΙΑ	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine	571	1983-2000	11,6%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Ljungqvist	407	1978-1999	27,7%
ΔΑΝΙΑ	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5,4%
ΕΛΒΕΤΙΑ	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983-2000	34,9%
ΕΛΛΑΔΑ	Kazantzis & Thomas; Nounis	338	1987-2002	49,0%
ΗΠΑ	Ibboston-Sindelar & Ritter	14.840	1960-2001	18,4%
ΙΑΠΩΝΙΑ	Fukuda, Dawson & Hiraki, Hebner & Hiraki, Pettway & Kaneko, Hamao, Packer & Ritter	1.689	1970-2001	28,4%
ΙΝΔΙΑ	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35,3%
ΙΣΠΑΝΙΑ	Ansotegui & Fabregat; Otero	99	1986-1998	10,7%
ΙΣΡΑΗΛ	Kandel-Sarig & Wohl; Amihud, Hauser & Kirsh	285	1990-1994	12,1%
ΙΤΑΛΙΑ	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21,7%
ΚΑΝΑΔΑΣ	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski & Rakita	500	1971-1999	6,3%
ΚΙΝΑ	Datar & Mao; Gu and Qin (A shares)	432	1990-2000	256,9%
ΚΟΡΕΑ	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo	477	1980-1996	74,3%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	Isa; Isa & Yong	401	1980-1998	104,1%
ΜΕΞΙΚΟ	Aggarwal-Leal & Hernandez	37	1987-1990	33,0%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	Vos & Cheung; Camp & Munro	201	1979-1999	23,0%
ΝΙΓΗΡΙΑ	Ikoku	63	1989-1993	19,10%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	Emilsen-Pedersen & Sættern	68	1984-1996	12,50%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	Wessels, Eijgenhuijsen & Buijs	143	1982-1999	10,2%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	Ljungqvist, Jenkinson & Wilhelm	21	1992-1998	10,6%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	Alpalhao & Duque	441	1973-2001	29,5%
ΣΟΥΗΔΙΑ	Lee-Taylor & Walter; Dawson	332	1980-1998	30,5%
ΤΑΪΒΑΝ	Rydqvist; Schuster	293	1986-1998	31,1%
ΤΑΪΛΑΝΔΗ	Lin & Sheu; Liaw, Liu & Wei	292	1987-1997	46,7%
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat	237	1989-2001	19,7%
ΠΟΛΩΝΙΑ	Hanafi; Ljungqvist & Yu	140	1991-1998	27,4%
ΝΟΤΙΟΣ ΑΦΡΙΚΗ	Jelic & Briston	118	1980-1991	32,7%
ΤΟΥΡΚΙΑ	Page & Reyneke	163	1990-1996	13,1%
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	Kiyamaz; Durukan	99	1984-1997	10,1%
ΧΙΛΗ	Keloharju; Westerholm	104	1987-1997	22,7%
ΧΟΝΓΚ-ΚΟΝΓΚ	Sullivan & Unite	55	1982-1997	8,8%
	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana	857	1980-2001	17,3%
	McGuinness; Zhao & Wu			
	Ljungqvist and Yu			

Πηγή: Ritter, J. R., 2003. Differences between European and American IPO Markets, *European Financial Management*, Vol. 9, No. 4, December 2003, pp. 421-434.

Ειδικότερα, η διεθνής βιβλιογραφία είναι πλούσια με την ανάλυση των «φαινομένων» που εξηγούν τη συμπεριφορά των IPOs και τη χρηματιστηριακή πορεία τους. Η απαρχή της ανάλυσης των IPOs και συγκεκριμένα του φαινομένου της υποτιμολόγησης έγινε το 1975 οπότε ο Ibbotson ανάλυσε τη συμπεριφορά 108 εταιρειών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο των Η.Π.Α. κατά τη δεκαετία του 1960 και διαπίστωσε ότι η μέση απόδοσή τους την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής του ήταν θετική και ίση με 11,4%. Η θετική αυτή απόδοση τους σε σχέση με την αποτελεσματικότητα της αγοράς που προσδίδεται στην Κεφαλαιαγορά της Αμερικής, έδειξε ότι οι μετοχές αυτές ήταν υποτιμημένες, δηλαδή η τιμή εισαγωγής τους δεν αντικατόπτριζε την πραγματική τους αξία.

Σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των μετοχών έχουν γίνει πολλές έρευνες και για την ελληνική αγορά. Η πρώτη έρευνα που έγινε στην Ελλάδα ήταν εκείνη των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995). Οι δύο ερευνητές σε δείγμα 101 εταιρειών κατά την περίοδο 1987-1994 έδειξαν ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες καθώς παρουσίαζαν θετικές αποδόσεις κατά την πρώτη μέρα εισαγωγής. Σε νεότερη έρευνα των δύο ερευνητών σε συνεργασία με του Φίλιππα Ν. και Safieddine το 1997 ερεύνησαν την λειτουργική αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που εισήχθησαν στο ελληνικό χρηματιστήριο από το 1987-1994 πλην των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (δείγμα εταιρειών 111). Στην έρευνα αυτή διαπιστώθηκε ότι οι επενδυτές που συμμετέχουν στις δημόσιες εγγραφές νεοεισηγμένων μετοχών, αγοράζουν τις μετοχές στην τιμή εισαγωγής και τις πωλούν στην χρηματιστηριακή τιμή στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης, αποκομίζοντας μεγάλες και στατιστικά σημαντικές απλές και επιπλέον αποδόσεις της τάξης του 55%, δηλαδή οι μετοχές των νεοεισηγμένων εταιρειών πωλούνται με έκπτωση.

Ο Χ. Π. Νούνης το 2004 εξέτασε το «φαινόμενο της υποτιμολόγησης κατά την περίοδο 1976-2003 με δείγμα εταιρειών 345 δημοσίων εγγραφών που έλαβαν χώρα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η έρευνα αυτή έδειξε ότι η αγορά μετοχών δημοσίων εγγραφών μπορεί όχι μόνο να προσφέρει στους επενδυτές ικανοποιητικές ετήσιες αποδόσεις αλλά στην πλειονότητα των περιπτώσεων, οι αποδόσεις αυτές είναι μεγαλύτερες ακόμα και από αυτές της αγοράς, λόγω κυρίως της «υποτιμολόγησης» των μετοχών κατά την εισαγωγή από τους αναδόχους, δηλαδή πώληση με «έκπτωση». Το

φαινόμενο αυτό ερμηνεύεται με την πρόθεση των αναδόχων να προσφέρουν τις μετοχές στην πρωτογενή αγορά σε χαμηλότερη τιμή με σκοπό να τις κάνει ελκυστικότερες και να αντλήσει αρκετά κεφάλαια. Τέλος παρατηρείται ότι οι περισσότερες σε αριθμό εγγραφές πραγματοποιούνται σε περιόδους ανόδου της αγοράς, ενώ αντίθετα ο αριθμός των δημοσίων εγγραφών μειώνεται όπως και τα αντληθέντα κεφάλαια.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι έρευνες σχετικά με τις Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο και τα αποτελέσματά τους σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών.

Πίνακας 15
Ανασκόπηση Μελετών για τις Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Συγγραφείς	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Μέση Αρχική Απόδοση
Παπαϊωάννου-Τραυλός (1995)	1987-1994	101	34%
Kazantzis-Levis (1995)	1987-1991	79	48,5%
Kazantzis-Thomas (1996)	1987-1994	129	51,7%
Παπαϊωάννου-Τραυλός-Φίλιππας -Safieddine (1997)	1987-1994	111 (πλην Τραπεζών, Ασφαλιστικών κ.λπ.)	55%
Κασμάτη (2004)	1999-2004	144	25,4%
Νούνης (2004)	1976-2003	345	27,5%

Επίσης, πλούσια είναι η βιβλιογραφία σχετικά με τις Δημόσιες Εγγραφές και στα Διεθνή Χρηματιστήρια, σχετικά με τη συμπεριφορά τους, τη μέση αρχική απόδοση τους κ.λπ., τόσο για τις εταιρείες που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο όσο και για εκείνες που πραγματοποιούν δημόσια εγγραφή ενώ είναι ήδη εισηγμένες.

Τα αποτελέσματα του πλήθους αυτών των ερευνών έχουν δώσει διάφορα εκδοχές σχετικά με τη συμπεριφορά των Δημοσίων Εγγραφών (IPOs), το φαινόμενο της «υποτιμολόγησης», τις Βραχυχρόνιες Αποδόσεις τους και τις Μακροχρόνιες Αποδόσεις τους.

Όπως αναφέραμε, η αρχή για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των Δημοσίων Εγγραφών έγινε το 1975 από τον Ibbotson. Κατόπι, αναπτύχθηκαν πολλές θεωρίες σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των IPOs οι κυριότερες είναι οι εξής:

- α. Θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης μεταξύ Επενδυτών, Εκδοτριών Εταιρειών και Αναδόχων
- β. Θεωρία Τέλειας Πληροφόρησης
- γ. Θεωρία Υπέμετρης Πληροφόρησης ορισμένων Επενδυτών σε σχέση με άλλους
- δ. Θεωρία του Κόστους Διαμεσολάβησης (Agency Cost)
- ε. Θεωρία Αποτελεσματικότητας των Αγορών (Market Efficiency)

Ανάπτυξη Θεωριών και Σχετική Βιβλιογραφία

A. Θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης μεταξύ Επενδυτών, Εκδοτριών Εταιρειών και Αναδόχων

Η ασύμμετρη πληροφόρηση, δηλαδή το γεγονός ότι ένα από τα δύο συναλλασσόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο αποτελεί ένα από τα πλέον αδύνατα σημεία του Χρηματοοικονομικού Συστήματος. Η Καλύτερη πληροφόρηση συνεπάγεται καλύτερες αποφάσεις και, ως εκ τούτου, συγκριτικό πλεονέκτημα και καλύτερες προοπτικές κερδοφορίας για τον κατέχοντα αυτήν. Το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης μπορεί να οδηγήσει τους μη έχοντες τις πληροφορίες να κάνουν εσφαλμένες επιλογές και αντίθετα τους προνομιούχους, τους έχοντες τις πληροφορίες, να λάβουν υπέρμετρες αποδόσεις από τις επενδύσεις σε Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές.

Στη σχετική έρευνα των Benveniste και Spindt (1989) αναφέρεται για πρώτη φορά η θεωρία της συγκέντρωσης πληροφοριών (Information Gathering Theory). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η υποτιμολόγηση λειτουργεί ως ένα κίνητρο για τους επενδυτές να δώσουν στους Αναδόχους μιας έκδοσης, την ιδιωτική πληροφόρηση που διαθέτουν σχετικά με τα επίπεδα ζήτησης των νεοπροσφερόμενων τίτλων, έτσι ώστε να τους βοηθήσουν να προσδιορίσουν αρτιότερα, την τιμή έκδοσης. Η ανάπτυξη αυτής της θεωρίας στηρίζεται στην υπόθεση ότι, οι ανάδοχοι έχουν όχι μόνο τον έλεγχο του

προσδιορισμού της τιμής αλλά και της κατανομής των τίτλων στους επενδυτές, κάτι που όπως γνωρίζουμε από την ελληνική νομοθεσία και τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ισχύει για το ελληνικό χρηματιστήριο. Ουσιαστικά δηλαδή, ο ανάδοχος δέχεται πληροφορίες σχετικά με τη ζήτηση των νέων τίτλων και αποζημιώνει τους επενδυτές μέσω της τιμής και της διανομής των μετοχών. το κύριο συμπέρασμα της θεωρίας στην έρευνα είναι ότι όσο πιο ευνοϊκές είναι οι πληροφορίες, τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτίμηση.

Ο Welch (1989) και οι Allen και Faulhaber (1989) ότι οι μέτοχοι και οι διοικούντες της εκδότριας εταιρείας, έχουν το σύνολο ή το μεγαλύτερο μέρος της πληροφόρησης και η υποτιμολόγηση υποδεικνύει την «καλή» διοίκηση της εταιρείας. Σύμφωνα με τους Allen και Faulhaber (1989) οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από καλή διοίκηση, σκόπιμα υποτιμούν τις μετοχές τους όσον αφορά την τιμή εισαγωγής, δείχνοντας στους επενδυτές ότι υπερτερούν των εταιρειών του ίδιου κλάδου. Πρέπει να αναφερθεί ότι μονάχα οι μεγάλες εταιρείες, με προοπτικές για μελλοντική ανάπτυξη λαμβάνουν το ρίσκο να αντλήσουν λιγότερα κεφάλαια από τη Δημόσια Εγγραφή τους. Η έρευνα αυτή αποτελεί μια τεκμηρίωση της άποψης του Ibbotson ότι οι μεγάλες εταιρείες επιδιώκουν τις υψηλές αποδόσεις κατά τις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης των μετοχών τους καθώς αυτό αυξάνει το κύρος τους. Η θεωρία του Welch (1989) υποστήριξε την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της υποτιμολόγησης και της μελλοντικής άντλησης κεφαλαίων με έκδοση νέων μετοχών ακόμα και πολύ μικρό διάστημα.

Αντίθετα, οι Chemmanur, Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993) υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση προσφέρει χρήσιμες πληροφορίες στην εκδότρια εταιρεία, σχετικά με μελλοντικές αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων ή νέα δημόσια εγγραφή ενώ είναι εισηγμένη (Market Feedback Hypothesis).

Επιπροσθέτως, πολλές θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, αναφέρονται στην ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των Αναδόχων και της Εκδότριας Εταιρείας. Ειδικότερα, ο Baron (1982) υποθέτει ότι οι Ανάδοχοι λαμβάνουν υπέρμετρη πληροφόρηση σχετικά με τη ζήτηση των νέων μετοχών και ωθούνται να προσφέρουν τους νέους τίτλους υποτιμημένους, λόγω της αποστροφής τους στον κίνδυνο. Επιπλέον, ο ανάδοχος είναι επιφορτισμένος με την έκδοση και κατανομή των νέων μετοχικών τίτλων στο επενδυτικό κοινό. Με την υποτίμηση των τίτλων,

πετυχαίνει αύξηση της ζήτησης για μετοχές, με αποτέλεσμα την υπερκάλυψη της έκδοσης. Από την άλλη πλευρά, η προσφορά τίτλων με δημόσια εγγραφή σε υψηλή τιμή, μπορεί να μην επιφέρει τα απαιτούμενα αντληθέντα κεφάλαια στην εκδότρια εταιρεία, με αποτέλεσμα τη δυσφήμιση του Αναδόχου.

Επίσης, ο Ritter (1984) διατύπωσε την άποψή του σχετικά με το ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των Δημοσίων Εγγραφών είναι αποτέλεσμα της καλύτερης πληροφόρησης σε σχέση με τα άλλα μέρη της αγοράς και της πολιτικής τους να αποστρέφονται τον κίνδυνο (Underwriters' Risk Aversion). Στο άρθρο του ο Ritter έδειξε ότι η υποτιμολόγηση μειώνει την πιθανότητα αποτυχίας της Δημόσιας Εγγραφής, της δυσφήμισης του Αναδόχου και της ύπαρξης δυσαρεστημένων επενδυτών στην αγορά, κυρίως θεσμικών που διαθέτουν περισσότερα κεφάλαια.

Ακόμα, η έρευνα των Loughran και Ritter (2003), έδειξε ότι οι τράπεζες-ανάδοχοι υποτιμούν σκόπιμα την τιμή των νέων μετοχικών τίτλων με σκοπό την άντληση κεφαλαίων με μεγαλύτερη ταχύτητα για τους πελάτες τους και για τις ίδιες.

Επίσης, ο Tinic (1988) αναφέρει ότι η διαφορά του υποτιμημένης τιμής εισαγωγής και της δίκαιης τιμής (fair value) μιας μετοχής αποτελεί το premium των αναδόχων ως ασφάλιστρο για τυχόν κόστη, όπως συνέβη μετά τη «φούσκα» του 1999, όπου οι επενδυτές κατέφυγαν σε αγωγές κατά των Χρηματιστηριακών εταιρειών για αποζημιώσεις, λόγω συμμετοχής τους σε δημόσιες εγγραφές που αργότερα έφυγαν από το «ταμπλό» του Χ.Α.Α.. την άποψη αυτή του Tinic ενισχύει και η έρευνα των Lowry και Shu (2002), όπου υπολόγισαν ότι το 6% των εταιρειών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο των Η.Π.Α. την περίοδο 1989-1995 δέχτηκαν μηνύσεις σχετικά με παραβιάσεις σχετικά με τη δημόσια εγγραφή και αναγκάστηκαν να λογίσουν ζημιές ύψους 13,3% κατά μέσο όρο από τα κεφάλαια που είχαν αντλήσει από τη δημόσια εγγραφή.

Τέλος, σχετικά με τη σχέση μεταξύ ασύμμετρης πληροφόρησης και του φαινομένου της υποτιμολόγησης ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η πρόσφατη έρευνα των Ljungqvist και Wilhelm (2003) που έγινε για τις Δημόσιες Εγγραφές στις Η.Π.Α.. Οι επενδυτικές τράπεζες που ήταν ανάδοχοι κατείχαν το 44% συνολικά των δημοσίων εγγραφών που έγιναν, πριν την εισαγωγή των εταιρειών και συνεπώς, οι ανάδοχοι είχαν στη διάθεσή τους και την πληροφόρηση της εκδότριας εταιρείας. Οι ερευνητές υπέθεσαν

ότι είχαν μειωμένα κίνητρα να υποτιμήσουν την τιμή εισαγωγής, κάτι που επαληθεύτηκε. Μάλιστα όσο μεγαλύτερο ήταν το ποσοστό των τραπεζών-αναδόχων στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, τόσο μικρότερο ήταν το ποσοστό υποτιμολόγησης κατά την εισαγωγή.

Το 1986, οι Beauty και Ritter, χρησιμοποίησαν το μοντέλο του Rock για να εξηγήσουν την υποτιμολόγηση σε σχέση με την καλή ποιότητα της διοίκησης των νέων εταιρειών. Η μελέτη αυτή απέδειξε ότι όσο μεγαλύτερη αβεβαιότητα υπάρχει σχετικά με την αναμενόμενη αξία της εταιρείας, τόσο θα καθυστερήσουν να μπου στην αγορά, ενώ και πάλι το μεγαλύτερο ποσοστό κινδύνου αναλαμβάνουν οι απληροφόρητοι επενδυτές.

Το 1992, ο Welch χρησιμοποίησε τη θεωρία ψυχολογίας των επενδυτών και εισήγαγε την έννοια του «φαινομένου του συρμού-αγέλης» με σκοπό να εξηγήσει την υποτιμολόγηση των δημοσίων εγγραφών. Με βάση τη θεωρία αυτή, πολλοί επενδυτές δεν λαμβάνουν αποφάσεις για τη συμμετοχή τους σε δημόσιες εγγραφές, βάσει της πληροφόρησης που διαθέτουν αλλά παρασυρόμενοι από άλλους επενδυτές. Για το λόγο αυτό οι ανάδοχοι υποτιμούν τους μετοχικούς τίτλους με σκοπό να προσελκύσουν επενδυτές, οι οποίοι με τη σειρά τους θα προσελκύσουν άλλους και θα αυξήσουν τη ζήτηση. Ειδικότερα, σε περιόδους ευφορίας, αισιοδοξίας και έλλειψης αβεβαιότητας, το «φαινόμενο του συρμού» αυξάνει τη ζήτηση για μετοχές δημοσίων εγγραφών, μεγαλύτερη ακόμα και από την προσφορά, με αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών να αυξάνονται στις πρώτες συνεδριάσεις. Τότε οι αμύητοι επενδυτές σπεύδουν να αγοράσουν σε υψηλά επίπεδα μετοχές χωρίς να λάβουν υπόψη τους τα θεμελιώδη στοιχεία της εταιρείας. Κάποτε όμως η κερδοσκοπική αυτή φυσαλίδα θα σκάσει και οι επενδυτές θα έχουν απώλειες.

B. Θεωρία Τέλειας Πληροφόρησης

Η θεωρία της Τέλειας Πληροφόρησης κινείται σε αντίθετη τροχιά από εκείνη της ασύμμετρης πληροφόρησης. Υποθέτει ότι όλοι όσοι μετέχουν στην αγορά έχουν πρόσβαση σε κάθε απαραίτητη πληροφορία, δηλαδή, όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες και προφανώς ενσωματώνονται στην τιμή της μετοχής.

Οι Booth και Chua (1996) και οι Brennan και Franks (1997), ασχολήθηκαν με τη μελλοντική ρευστότητα των μετοχών της εταιρείας και το «φαινόμενο της υποτιμολόγησης». Οι πρώτοι υπέθεσαν ότι η υποτιμολόγηση των δημοσίων εγγραφών γίνεται σκόπιμα για την προσέλκυση περισσότερων επενδυτών στη δημόσια εγγραφή. Επίσης έδειξαν ότι ο μεγάλος αριθμός των επενδυτών σε μετοχές αυξάνει τη μελλοντική ρευστότητα των μετοχών με συνέπεια, η τιμή της μετοχής να αυξάνεται.

Οι Brennan και Franks απέδειξαν ότι η υποτιμολόγηση των μετοχών ενισχύει την υπερκάλυψη, με συνέπεια να εξασφαλίζεται η μεγαλύτερη διασπορά των μετοχών στο επενδυτικό κοινό και να μην καθίσταται εφικτή η συγκέντρωση μετοχών στα χέρια ενός επενδυτή στο βαθμό που θα μπορεί να ελέγξει τη διοίκηση της εταιρείας. Τέλος απέδειξαν τη θετική συσχέτιση μεταξύ της υποτιμολόγησης και της διασποράς των μετοχών της εταιρείας, στα αμέσως επόμενα χρόνια.

Γ. Θεωρία Υπέρμετρης Πληροφόρησης ορισμένων Επενδυτών σε σχέση με άλλους

Όσον αφορά την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των διάφορων επενδυτών, το 1986 ο Rock παρουσίασε ένα μοντέλο που απέδιδε την υποτιμολόγηση των IPOs στην ασύμμετρη πληροφόρηση στην τάξη των επενδυτών. Στην έρευνά του ο Rock έκανε ένα διαχωρισμό για τους επενδυτές σε δύο κατηγορίες, τους πληροφορημένους (Informed Investors) και τους μη πληροφορημένους (Uninformed Investors). Οι πληροφορημένοι επενδυτές συνήθως παίρνουν μεγάλες θέσεις σε δημόσιες εγγραφές υποτιμημένων μετοχών ενώ αποφεύγουν τις υπερτιμημένες. Για του μη πληροφορημένους συμβαίνει το αντίθετο. Απόρροια αυτού είναι οι μη πληροφορημένοι επενδυτές να παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, αφού εισάγουν στο χαρτοφυλάκιό τους μεγάλες ποσότητες από junk stocks και λιγότερες «ελκυστικές» μετοχές. Αποτέλεσμα λοιπόν, των αρνητικών αποδόσεων που έχουν οι απληροφόρητοι επενδυτές είναι η έξοδος τους από το χρηματιστήριο και η ρευστοποίηση των μετοχών τους για να μην επιβαρυνθούν από την πτωτική πορεία, καθιστώντας τη μελλοντική άντληση κεφαλαίων Για τις εταιρείες αβέβαιη. Ο Rock υποστηρίζει ότι η υποτιμολόγηση θα πρέπει να είναι τόση ώστε η μέση αρχική απόδοση να είναι ίση με απόδοση χωρίς κίνδυνο (risk-free-rate).

Δ. Θεωρία του Κόστους Διαμεσολάβησης (Agency Cost)

Την θεωρία αυτή συσχέτισης του κόστους διαμεσολάβησης και της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών εισήγαγε ο Ibbotson το 1975, όπου υποστήριξε ότι η υποτιμολόγηση είναι στρατηγική που ακολουθούν οι ανάδοχοι και αποσκοπεί στην προτίμηση των επενδυτών για μελλοντικές εκδόσεις.

Ο Ritter (1984) υποστηρίζει ότι η υποτιμολόγηση γίνεται απαιτητή από τους επενδυτές από τη στιγμή που πιστεύουν ότι οι Κύριοι και Παλαιοί μέτοχοι της εταιρείας θα κερδοσκοπήσουν σε βάρος τους.

Τέλος, οι Su και Fleiser (1999) υποστηρίζουν ότι η διαφθορά και ο χρηματισμός αποτελούν κύριο αίτιο του μεγάλου ποσοστού υποτιμολόγησης.

Ε. Θεωρία Αποτελεσματικότητας των Αγορών (Market Efficiency)

Η θεωρία των Mauer και Senbet (1992) σχετίζει την υποτιμολόγηση των Δημοσίων Εγγραφών με βάσει το βαθμό όπου μια χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται αποτελεσματική. Οι αγορές που χαρακτηρίζονται από αναποτελεσματικότητα, δηλαδή παρουσιάζουν έλλειψη βάθους και πρόσβασης των επενδυτών και ονομάζονται «τεμαχισμένες», έχουν υψηλά επίπεδα κινδύνου για τους επενδυτές χωρίς να είναι βέβαιο ότι θα τους αποζημιώσουν για τον κίνδυνο που θα αναλάβουν με την αγορά μετοχών.

Κεφάλαιο 7^ο

Ανάλυση του «φαινομένου της υποτιμολόγησης» στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

Περιγραφή Δείγματος

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές εταιρειών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου 1999 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2004. Το δείγμα δεν περιλαμβάνει τις δημόσιες εγγραφές για μετατάξεις εταιρειών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα δεδομένα αφορούν αρχικές δημόσιες εγγραφές κοινών μετοχών στην Κύρια, Παράλληλη τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.) και στην Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το σύνολο των νεοεισηγμένων εταιρειών της περιόδου 1999-2004 ήταν 166. Βασική πηγή άντλησης στοιχείων για την κατασκευή της βάσης δεδομένων των ελληνικών δημοσίων εγγραφών αποτέλεσαν τα Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α., οι Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθώς επίσης και συγκεκριμένες ιστοσελίδες του διαδικτύου, καθώς επίσης και η βάση δεδομένων DataStream κυρίως για την άντληση των τιμών κλεισίματος των μετοχών και του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. σε συγκεκριμένες ημερομηνίες χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Στον πίνακα 16 και στο σχήμα 13, παρουσιάζονται οι νέες εισαγωγές τίτλων στο Χ.Α.Α. που έλαβαν χώρα την υπό εξέταση περίοδο, δηλαδή από το 1999 έως το 2004. Το έτος 2000 ήταν αυτό κατά το οποίο σημειώθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός νέων εισαγωγών στο χρηματιστήριο (50). Τα στοιχεία σχετικά με τον αριθμό εισαγωγής νέων εταιρειών με δημόσια εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αθηνών αντλήθηκαν από τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ετών 1999-2004, από τους σχετικούς πίνακες των παραρτημάτων, όπου αναφέρονται οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και περιλήφθηκαν στον πίνακα 16.

ΠΙΝΑΚΑΣ 16
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΤΑ ΕΤΟΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ¹
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1/1/1999 – 31/12/2004

Έτος	Αριθμός Εισαγωγών	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά	Νέα Χρημ/κή Αγορά	ΕΑΓΑΚ
1999 ²	46	21	24	-	-
2000	50	16	34	-	-
2001	24	13	9	2	-
2002	20	7	10	3	-
2003	16	3	11	2	-
2004	10	4	3	2	1
Σύνολο	166	64	90	9	1

Πηγή : Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της εξεταζόμενης περιόδου.

Αναλύοντας τον πίνακα 16 παρατηρούμε ότι το έτος 2000 είχαμε τον μεγαλύτερο αριθμό εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών με τις νέες εταιρείες να φτάνουν τις 50. ο μεγάλος αυτός αριθμός των νέων εισαγωγών εξηγείται κυρίως από το ράλι του Χρηματιστηρίου κατά τη διάρκεια του έτους 1999, και το οποίο συνεχίστηκε μέχρι και το 2000. έτσι οι ανώνυμες εταιρείες που ενδιαφέρονταν για χρηματοδότηση επέλεξαν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο για να εκμεταλλευτούν την ανοδική αγορά. Τα επόμενα τέσσερα χρόνια που ακολούθησαν την κρίση οι εισαγωγές νέων ανωνύμων εταιρειών μειώθηκαν και πιο συγκεκριμένα, στο Χρηματιστήριο Αθηνών σημειώθηκαν 24 εισαγωγές το 2001, 20 το 2002, 16 το 2003 και 10 το 2004.

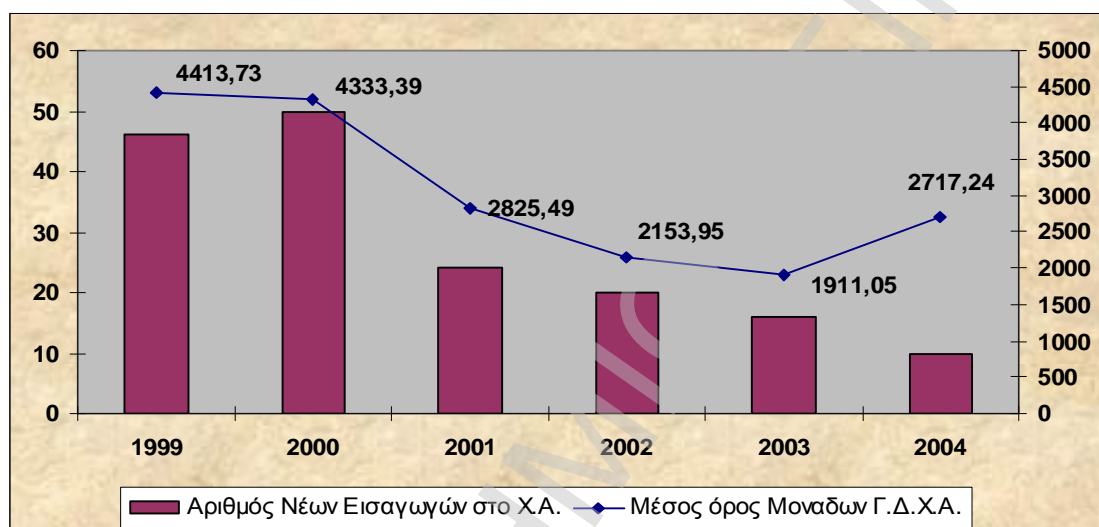
Για την κατάταξη των εταιρειών ανά έτος, στην μελέτη πέραν των στοιχείων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ελήφθη ως κριτήριο η ημερομηνία της πρώτης

¹ Η κατανομή των εισαγωγών κατά έτος έγινε με βάση την ημερομηνία εισαγωγής των εταιρειών στο Χ.Α.Α. και όχι με βάση την περίοδο ισχύος των δημοσίων εγγραφών που χρησιμοποιείται σε άλλες σχετικές μελέτες.

² Σημειώνεται ότι το 1999 η ανώνυμη εταιρεία ANEN εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χωρίς δημόσια Εγγραφή.

διαπραγμάτευσης στη χρηματιστηριακή αγορά και όχι η ημέρα όπου ξεκίνησαν οι διαδικασίες για την εισαγωγή των εταιρειών με δημόσια εγγραφή.

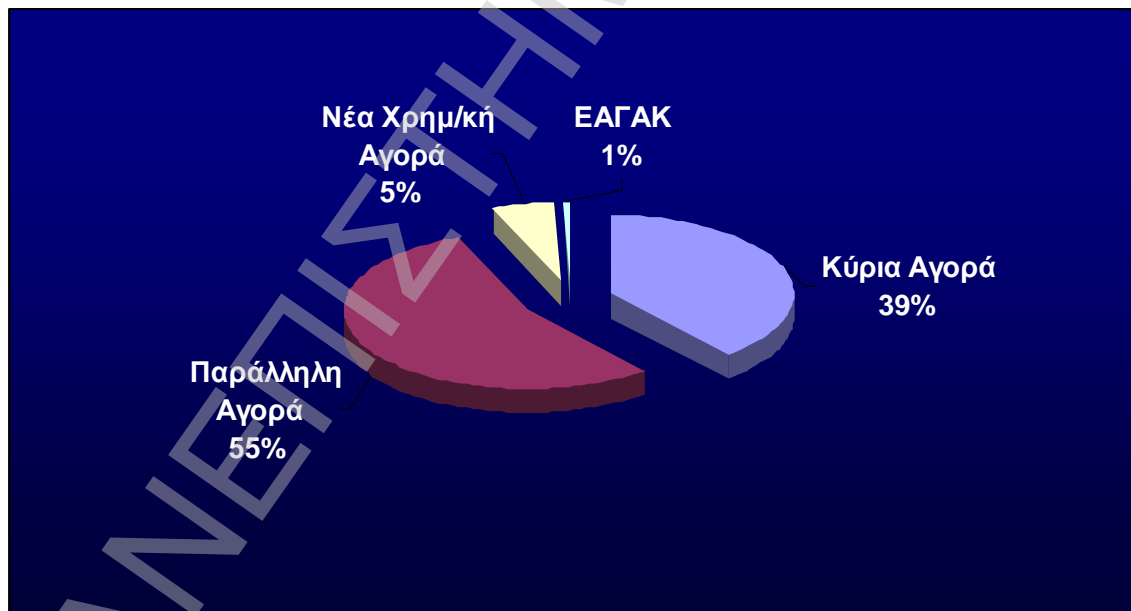
Διάγραμμα 13
Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών ανά Έτος και
Μέσα Επίπεδα Γ.Δ.Χ.Α. από 1/1/1999 έως 31/12/2004



Όσον αφορά την ταξινόμηση των εταιρειών με κριτήριο την αγορά στην οποία εισήχθησαν, τα αποτελέσματα της καταγραφής μας έδειξαν ότι συνολικά 90 επιχειρήσεις (ποσοστό 55%) την περίοδο 1999-2004 εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στην Κύρια Αγορά είχαμε 64 εισαγωγές (ποσοστό 39%) καθώς τα κριτήρια εισαγωγής στην Κύρια Αγορά είναι πιο αυστηρά όπως προείπαμε από εκείνα της Παράλληλης. Αντίστοιχα, στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά και την Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών οι νέες εισαγωγές είναι πιο περιορισμένες (εννέα και μία εισαγωγές αντίστοιχα). Όσον αφορά την Ε.ΑΓ.Α.Κ. η οποία δημιουργήθηκε για πρώτη φορά το 2004 ο περιορισμένος αριθμός (μόλις μία εισαγωγή) είναι δικαιολογημένος. Αντιθέτως, οι περιορισμένες εισαγωγές στη ΝΕ.Χ.Α., όπου εισάγονται μικρομεσαίες επιχειρήσεις, εξηγείται από τη νοοτροπία των ιδιοκτητών των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων οι οποίοι διατηρούν τις επιχειρήσεις τους υπό αυστηρά οικογενειακό καθεστώς και προτιμούν τη χρηματοδότηση μέσω των

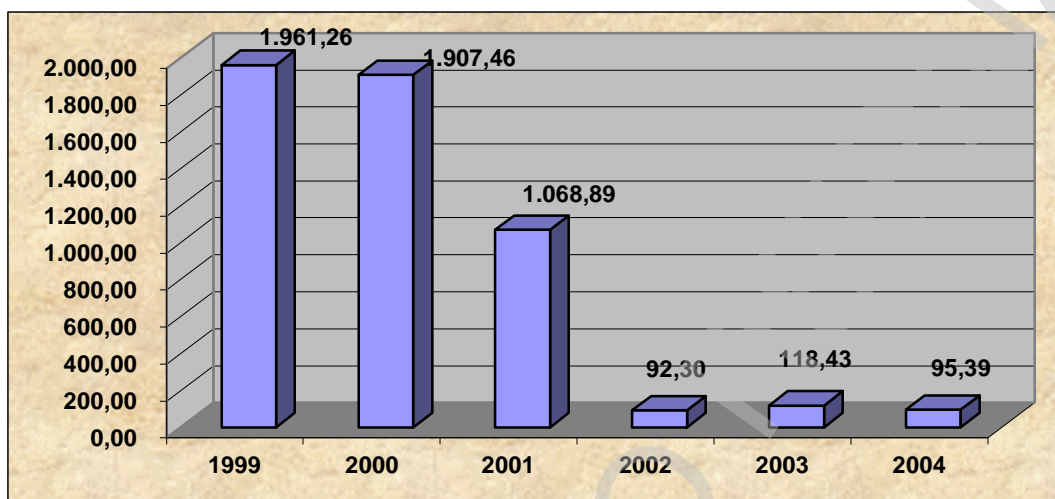
πιστωτικών ιδρυμάτων και όχι μέσω της εισαγωγής του στο Χρηματιστήριο. Όπως και να έχει πάντως, η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά λειτουργεί ακριβώς με τον τρόπο με τον οποίο έχει θεσμοθετηθεί, δηλαδή λειτουργεί ως μια αγορά για νέες και καινοτόμες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν πολλές δυναμικές, και η Αγορά αυτή αποτελεί για εκείνες τις επιχειρήσεις ως μια οδός για άντληση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος, για την υλοποίηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων. Ο αριθμός των εταιρειών που εισάγονται στη ΝΕ.Χ.Α. είναι μικρός αλλά παρουσιάζει μια σταθερότητα. Στο Διάγραμμα 2, απεικονίζεται η ποσοστιαία κατανομή των αρχικών δημοσίων εγγραφών στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Διάγραμμα 14
Ποσοστό Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών
ανά Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών³



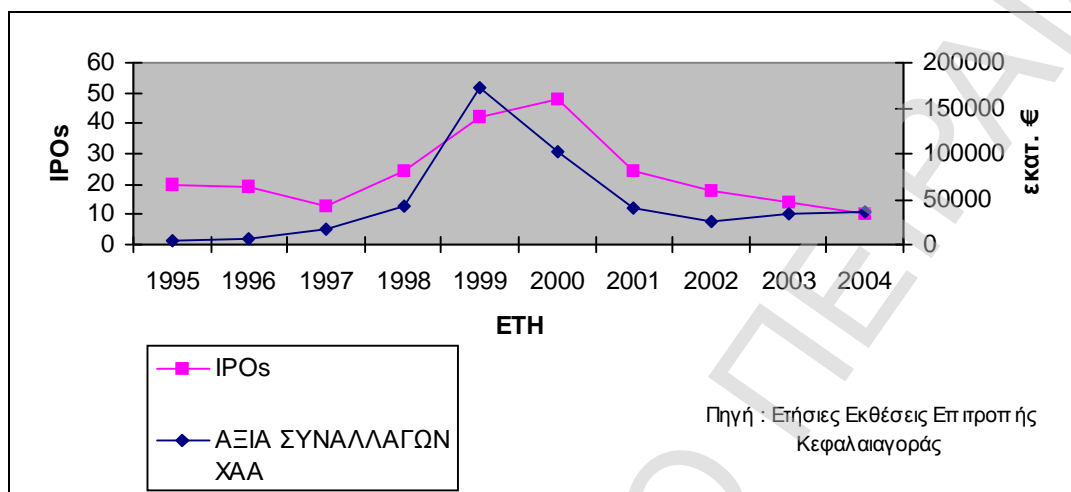
³ Στο ανωτέρω διάγραμμα δεν περιλαμβάνονται οι εταιρείες οι οποίες εισήχθησαν χωρίς δημόσια εγγραφή.

Διάγραμμα 15
Σύνολο Αντληθέντων Κεφαλαίων Δημοσίων Εγγραφών
για την Περίοδο 1999-2004



Ενδεικτικό της σχέσης μεταξύ του αριθμού των αρχικών δημοσίων εγγραφών και του κλίματος που επικρατεί στην οικονομία και την χρηματιστηριακή αγορά ειδικότερα είναι το ακόλουθο διάγραμμα (Διάγραμμα 16), όπου παρουσιάζεται ο αριθμός των αρχικών δημοσίων εγγραφών και η αξία συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανά έτος για την περίοδο 1995-2004. Σ' αυτό είναι φανερή η κοινή πορεία των IPOs και της αξίας συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1995-2004, δεδομένου ότι ο αριθμός των IPOs αυξάνεται σε περιόδους έντονης χρηματιστηριακής δραστηριότητας (1999-2000).

Διάγραμμα 16
Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και Αξία Συναλλαγών στο Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1995-2004



Στα Διαγράμματα 17 και 18 και παρουσιάζονται το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων ανά αγορά καθώς και ο αριθμός των αρχικών δημοσίων εγγραφών, πρέπει να τονιστεί ότι το μεγάλο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων τις περισσότερες φορές οφειλόταν σε εισαγωγές ήδη εισηγμένων εταιρειών, όπως η Δ.Ε.Η., ο Ο.Π.Α.Π. και η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, για την περίοδο 1999-2004. μελετώντας το διάγραμμα διαπιστώνουμε τη συνεχή μείωση που παρουσιάζει το ύψος των κεφαλαίων που άντλησε το σύνολο των εταιρειών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την εξεταζόμενη εξαετία. Στις 31 Δεκεμβρίου, η χρηματιστηριακή αγορά έκλεισε με θετικές αποδόσεις. Τόσο οι ιθύνοντες των εταιρειών που εισήχθησαν το 2000 στο Χρηματιστήριο αύξησαν την προσφορά των μετοχικών τίτλων με κίνητρο, όσο και οι επενδυτές επηρεασμένοι από το «ράλι» του 1999.

Πίνακας 17
Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών και Ύψος Αντληθέντων
Κεφαλαίων την Περίοδο 1999-2001

Αγορά Χ.Α.	1999		2000		2001	
	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκ. ευρώ)	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκ. ευρώ)	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκ. ευρώ)
Κύρια	21	4369	16	2073	13	1024
Παράλληλη	23	399	34	840	9	44
ΝΕΧΑ	0	0	0	0	2	8
ΕΑΓΑΚ	0	0	0	0	0	0
Σύνολα	44	4768	50	2913	24	1076

Πίνακας 18
Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών και Ύψος Αντληθέντων
Κεφαλαίων την Περίοδο 1992-2004

Αγορά Χ.Α.	2002		2003		2004	
	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκ. ευρώ)	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκ. ευρώ)	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια (εκ. ευρώ)
Κύρια	7	899	3	559	4	65
Παράλληλη	10	49	11	54	3	17
ΝΕΧΑ	3	18	2	9	2	9
ΕΑΓΑΚ	0	0	0	0	1	4
Σύνολα	20	966	16	622	10	95

Ανάλυση Μεθοδολογίας

Στόχος της διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση της βραχυχρόνιας (ετήσιας) συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθεισών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μετοχών τη περίοδο 1999-2004, μέσω της ανάλυσης των αποδόσεων που αποκόμισαν οι επενδυτές από τη συμμετοχή τους στην αγορά των δημοσίων εγγραφών την εν λόγω

περίοδο. Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων των νέων εισαγωγών χρησιμοποιήθηκαν οι μεταγενέστερες της εισαγωγής τιμές των μετοχών τους, όπως αυτές αναγράφονται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι συγκεκριμένες τιμές των μετοχών υπέστησαν τις αναγκαίες προσαρμογές για τυχόν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσω δικαιωμάτων προτίμησης, διασπάσεων μετοχών και διανομής δωρεάν μετοχών που έλαβαν χώρα εντός του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης των τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Οι χρηματιστηριακές αποδόσεις υπολογίζονται με τη χρήση των δύο μέτρων που υιοθετούνται στη διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία, δηλαδή αυτών των απλών και επιπλέον ή υπερβαλλουσών αποδόσεων. Οι απλές αποδόσεις (raw returns) είναι αυτές οι οποίες βασίζονται στη σύγκριση της τιμής που λαμβάνει η μετοχή σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή t με την τιμή της σε κάποια μεταγενέστερη στιγμή $t+n$ όπου n είναι ο αριθμός των ημερών διαπραγμάτευσης που μεσολαβούν μεταξύ των δύο ανωτέρω χρονικών σημείων.

Με βάση την τιμή εισαγωγής των δημοσίων εγγραφών υπολογίζονται οι παρακάτω αρχικές αποδόσεις ως προς τα ακόλουθα σημεία αναφοράς⁴:

- 1) Την πρώτη ημέρα εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
- 2) Ένα μήνα μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (21η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 3) Τρεις μήνες μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (63η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 4) Έξι μήνες μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (126η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 5) Εννέα μήνες μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (189η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 6) Ένα χρόνο μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (250η ημέρα διαπραγμάτευσης)

Απλές Αποδόσεις

Οι απλές αποδόσεις υπολογίζονται συγκρίνοντας την τιμή διάθεσης των μετοχών κατά τη Δημόσια Εγγραφή, με την τιμή κλεισίματος των μετοχών για το χρονικό διάστημα που μας ενδιαφέρει. Στην έρευνα αναλύονται οι απλές αποδόσεις πρώτης

⁴ Τα συγκεκριμένα χρονικά σημεία με βάση τα οποία υπολογίζονται οι αποδόσεις των νεοεισηγμένων τίτλων, είναι αυτά που χρησιμοποιήθηκαν και σε προηγούμενες μελέτες του φαινομένου της υποτιμολόγησης των ελληνικών δημοσίων εγγραφών, κυρίως δε αυτά που υιοθετήθηκαν από τους Παπαϊωάννου και Τραυλό στις σχετικές εργασίες τους.

ημέρας, πρώτου μήνα, πρώτου τριμήνου, πρώτου εξαμήνου, πρώτου εννεαμήνου και πρώτου έτους διαπραγμάτευσης. Για παράδειγμα, η απλή απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης υπολογίζεται ως εξής:

(Τιμή κλεισίματος μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης)-(Τιμή Εισαγωγής)

Τιμή Εισαγωγής

Η απόδοση των μετοχών την πρώτη ημέρα υποδηλώνει ανάλογα με το πρόσημο των αποδόσεων το ποσοστό της υποτιμολόγησης ή της υπερτιμολόγησης των Δημόσιων Εγγραφών. Συγκεκριμένα, σε περίπτωση όπου οι μετοχές την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους παρουσιάσουν θετική απόδοση, τότε οι μετοχές αυτές είναι υποτιμολογημένες. Αντίθετα, αν οι μετοχές των νέων εταιρειών που εισάγονται στο χρηματιστήριο είναι αρνητικές, τότε οι μετοχές αυτές χαρακτηρίζονται ως υπερτιμολογημένες. Επιπροσθέτως, οι αποδόσεις αυτές υποδηλώνουν τα κέρδη ή τις ζημιές που θα απολάμβαναν οι επενδυτές αν συμμετείχαν στις Δημόσιες Εγγραφές και αγόραζαν μετοχές στην τιμή διάθεσής τους και τις πωλούσαν κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, στη δευτερογενή αγορά.

Όσον αφορά, τις αποδόσεις των υπολοίπων χρονικών διαστημάτων, οι αποδόσεις του μήνα, του τριμήνου, του εξαμήνου και του εννεαμήνου υποδεικνύουν τις μεσοπρόθεσμες αποδόσεις που προσφέρουν οι Δημόσιες Εγγραφές, ενώ οι αποδόσεις του έτους δείχνουν τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι επενδυτές σε ένα χρόνο από την Αρχική Δημόσια Εγγραφή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο.

Επιπλέον, ανάλογες αποδόσεις ενός μηνός, τριμήνου, εξαμήνου, εννεαμήνου και έτους υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής, αλλά την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Έτσι οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται παρομοίως ως εξής:

(Τιμή μετοχής την n-ιστή ημέρα διαπραγμάτευσης)-(Τιμή μετοχής την πρώτη ημέρα) * 100%

Τιμή μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης

Εκτός των απλών αποδόσεων, υπολογίζονται και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns) προκειμένου να ενσωματωθούν στις αποδόσεις των τίτλων και οι διακυμάνσεις της αγοράς. Κι αυτό διότι οι τιμές ισορροπίας των νεοεισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο ενσωματώνουν όχι μόνο τα θεμελιώδη οικονομικά και λοιπά χαρακτηριστικά των εταιρειών που αντιπροσωπεύουν, αλλά και τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις και μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται αναγκαία ειδικά όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότερες αποδόσεις αυτής της μελέτης.

Αποτελέσματα Έρευνας

ΠΙΝΑΚΑΣ 19						
Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Χρονική Περίοδος 1999-2004						
ΑΠΟΔΟΣΗ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	27.17%	42.33%	163	14.23%	-48.77%	174.48%
21ης ημέρας	33.07%	64.05%	163	15.40%	-82.81%	237.23%
63ης ημέρας	17.09%	66.82%	163	9.53%	-178.56%	214.11%
126ης ημέρας	2.67%	71.19%	163	-2.98%	-172.07%	273.83%
189ης ημέρας	-13.96%	69.35%	163	-20.32%	-227.36%	228.05%
250ης ημέρας	-19.36%	74.47%	163	-31.65%	-168.15%	321.67%

ΑΠΟΔΟΣΗ ²	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
21ης ημέρας	5.89%	40.08%	163	-2.95%	-76.43%	168.41%
63ης ημέρας	-10.09%	52.09%	163	-12.59%	-180.79%	146.10%
126ης ημέρας	-24.51%	65.17%	163	-27.03%	-215.93%	227.88%
189ης ημέρας	-41.13%	68.08%	163	-37.37%	-239.12%	182.10%
250ης ημέρας	-50.74%	66.96%	163	-41.27%	-220.21%	140.27%

1. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή εισαγωγής των τίτλων και οι επιπλέον αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. την τελευταία ημέρα των δημοσίων εγγραφών.

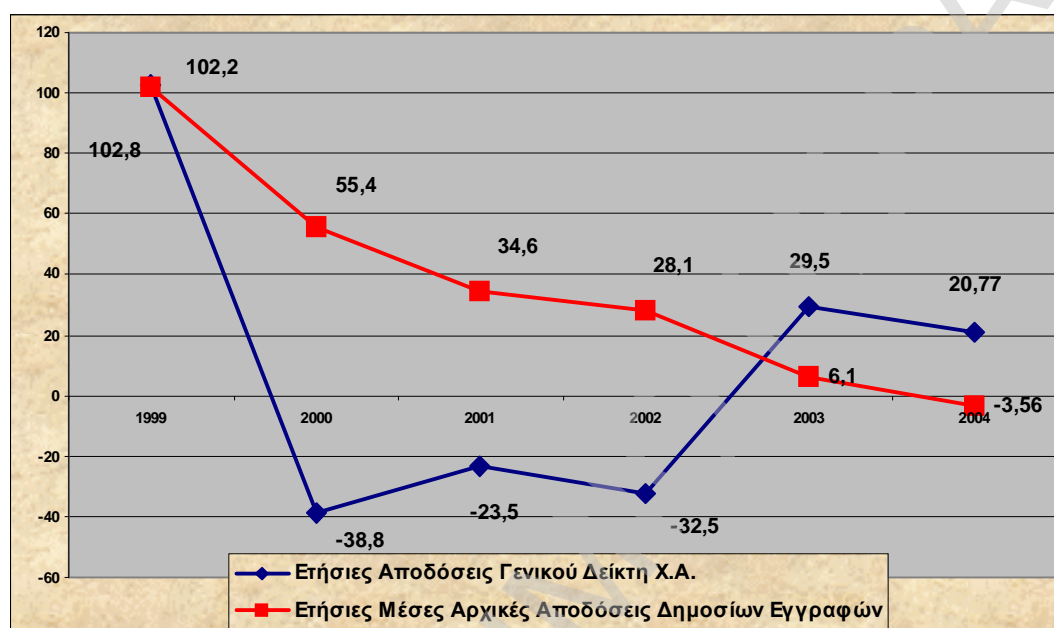
2. Οι επιπλέον αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των νεοεισηγμένων τίτλων στο Χ.Α.Α. και οι επιπλέον αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης των τίτλων.

3. 21η ημέρα = πρώτος μήνας, 63η ημέρα = πρώτο τρίμηνο, 126η ημέρα = πρώτο εξάμηνο, 189η ημέρα = πρώτο εννεάμηνο, 250η ημέρα = πρώτος χρόνος

Εξετάσαμε τις αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1999-2004. Το δείγμα περιέχει τόσο αρχικές δημόσιες εγγραφές όσο και δημόσιες εγγραφές ήδη εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α.. Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται οι μέσες ετήσιες αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών κάθε έτους, δηλαδή οι μέση απόδοση όλων των δημοσίων εγγραφών της πρώτης ημέρας για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου καθώς και οι ετήσιες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Παρατηρούμε το διάγραμμα και συγκρίνουμε τις αποδόσεις για να μπορέσουμε να συγκρίνουμε τις δύο επενδυτικές επιλογές. Παρατηρούμε ότι μονάχα το 2004 οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη ξεπέρασαν τις μέσες αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών, ενώ σε όλα τα υπόλοιπα έτη, οι μέσες αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών υπερίσχυσαν αυτών του Γενικού Δείκτη, καταδεικνύοντας την υπεροχή των δημοσίων εγγραφών σε όρους αποδόσεων μιας ημέρας σε σχέση με το Γενικό Δείκτη. Συνεπώς, η επένδυση σε μετοχικούς τίτλους νέων εταιρειών θεωρούνται καλύτερες σε αποδόσεις του Γενικού Δείκτη και επίσης μπορούν να προσφέρουν ρευστότητα στους επενδυτές.

Διάγραμμα 17

Ετήσιες Αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των Δημοσίων Εγγραφών κατά την περίοδο 1999-2004



Επίσης αναλύονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών σε σχέση με την αγορά του χρηματιστηρίου Αθηνών, με σκοπό να εξετάσουμε αν οι αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών κατά τα χρονικά διαστήματα που ορίσαμε επηρεάζονται από το γενικό κλίμα που επικρατεί στην αγορά. Έτσι υπολογίζονται οι αποδόσεις που σχετίζονται με την αγορά (Excess Returns), για τις ίδιες περιόδους όπου υπολογίστηκαν και οι απλές αποδόσεις.

Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων υπολογίζονται αν από τις απλές αποδόσεις των μετοχών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο αφαιρέσουμε την απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, για τις εξεταζόμενες περιόδους. Για την απόδοση της Αγοράς υπολογίζεται η τιμή του Γενικού Δείκτη όπως αυτός διαμορφώνεται κάθε μέρα με το τέλος της συνεδρίασης.

$$\text{(Υπερβάλλουσα Απόδοση)} = \text{(Απλή Απόδοση Μετοχής)} - \text{(Απόδοση Γ.Δ.Χ.Α)}$$

Η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς υπολογίζεται με βάση τη ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δηλαδή ως εξής:

$$\frac{\Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}_1 - \Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}_0}{\Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}_0} * 100$$

όπου:

ΓΔΤΧΑΑ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 0 το χρονικό σημείο έναρξης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι το χρονικό σημείο λήξης.

Για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που βασίζονται στη τιμή εισαγωγής, ως βάση υπολογισμού (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών και συγκεκριμένα ο η τιμή κλεισίματος του ΓΔΤΧΑΑ της ημερομηνίας αυτής. Αυτό διότι είναι προς το συμφέρον των επενδυτών να προεγγράφονται στις νέες εισαγωγές, την τελευταία ημέρα ισχύος των δημοσίων εγγραφών γιατί με τον τρόπο αυτό μειώνουν το χρονικό διάστημα δέσμευσης των κεφαλαίων τους. Από την άλλη πλευρά, για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, που βασίζονται στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των τίτλων στο χρηματιστήριο, ως βάση υπολογισμού (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η τιμή κλεισίματος του ΓΔΤΧΑΑ της συγκεκριμένης αυτής ημέρας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 20

Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Χρονική Περίοδος 1999-2004

ΑΠΟΔΟΣΗ ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	42,57%	27,19%	163	15,48%	-48,52%	175,47%
21ης ημέρας	62,58%	34,12%	163	19,23%	-69,36%	241,90%
63ης ημέρας	63,27%	22,19%	163	16,33%	-177,24%	221,18%

126ης ημέρας	64,03%	11,71%	163	6,20%	-183,88%	218,52%
189ης ημέρας	62,89%	1,30%	163	-6,43%	-195,72%	193,54%
250ης ημέρας	68,03%	2,13%	163	-5,58%	-191,19%	306,39%

ΑΠΟΔΟΣΗ ²	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
21ης ημέρας	6,92%	38,04%	163	-0,18%	-66,84%	173,89%
63ης ημέρας	-5,01%	48,10%	163	-7,68%	-178,16%	156,25%
126ης ημέρας	-15,49%	56,72%	163	-15,15%	-195,65%	173,53%
189ης ημέρας	-25,90%	59,23%	163	-26,22%	-206,21%	148,55%
250ης ημέρας	-29,28%	58,15%	163	-29,03%	-192,11%	115,27%

Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής συμβαδίζουν με εκείνα διεθνών εμπειρικών μελετών που στηρίζουν την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης, το οποίο φαίνεται να εμφανίζεται σε όλες τις διεθνείς κεφαλαιαγορές κατά μέσο όρο. Οι θετικές αποδόσεις που παρουσιάζονται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των αρχικών δημοσίων εγγραφών φανερώνουν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης. Ωστόσο με εξαίρεση της απόδοσης της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, οι μετοχές που εισήχθησαν για πρώτη μέρα στο Χρηματιστήριο παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις σε χρονικό διάστημα έτους κυρίως λόγω της κακής πορείας του χρηματιστηρίου και της γενικότερης αβεβαιότητας που επικρατούσε στις τάξεις των επενδυτών μετά την κρίση του 1999. για το λόγο αυτό και με οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών με εξαίρεση την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης λαμβάνουν αρνητικές τιμές, με εξαίρεση το 1999, όπου η αγορά ήταν ανοδική και οι αποδόσεις των μετοχών ήταν πολύ μεγαλύτερες του Γενικού Δείκτη.

Ανάλυση ανά Αγορά

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νεοεισηγμένων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που προέκυψαν λαμβάνοντας ως κριτήριο την αγορά στην οποία αυτές εισήχθησαν, δηλαδή στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά και στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Λόγω ανεπάρκειας του σχετικού δείγματος (1 εισαγωγή το 2004) δεν εξετάστηκε η υποτιμολόγηση των δημοσίων εγγραφών της Ελληνικής Αγοράς Αναπτυσσόμενων Κεφαλαιαγορών.

Τα αποτελέσματα που έδωσε η ανάλυση της Κύριας Αγοράς δείχνουν, όπως φαίνεται στον Πίνακα 21, απλή μέση απόδοση πρώτης μέρας 25,78% και μέση υπερβάλλουσα απόδοση 20,27%. Επιπλέον, οι απλές μέσες αποδόσεις πρώτου μήνα, τριμήνου, εξαμήνου, εννεαμήνου και έτους ήταν 22,36%, 17,24%, 6,25%, -7,82% και -11,98% αντίστοιχα, ενώ χαρακτηριστικά είναι και τα υψηλά ποσοστά της τυπικής απόκλισης. Οι αντίστοιχες υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν 19,92%, 22,50%, 21,17%, 15,12%, 8,70% και 11,52%. Όσον αφορά στην ετήσια απλή απόδοση, αυτή ήταν σημαντική και ανήλθε σε ποσοστό ήταν αρνητική ενώ για τις επιπλέον αποδόσεις ήταν θετική αφού αφαιρέθηκε η επίδραση του δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών που ήταν αρνητικός κατά τη διάρκεια της περιόδου, με εξαίρεση ένα έτος.

Από την άλλη πλευρά, το κύριο χαρακτηριστικό των δημοσίων εγγραφών της Παράλληλης Αγοράς είναι τα πολύ υψηλότερα ποσοστά κινδύνου που αυτές ενείχαν για τους επενδυτές οι επενδύσεις σε αρχικές δημόσιες εγγραφές της Παράλληλης Αγοράς, σε σχέση με αυτά της Κύριας αγοράς, κατά το χρονικό διάστημα 1999-2004. Ειδικότερα, η μέση απλή απόδοση που κατεγράφη στην αγορά των δημοσίων εγγραφών της Παράλληλης Αγοράς ήταν 32,06% για την πρώτη μέρα και -24,92% για τον πρώτο χρόνο με καλύτερες αποδόσεις από την Κύρια για το χρονικό διάστημα του ενός μήνα και του πρώτου τριμήνου (Πίνακας 22). Οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, με τη σειρά τους, εμφάνισαν τον ίδιο αύξοντα ρυθμό απόδοσης με 32,02% απόδοση πρώτης μέρας και -2,53% ετήσια απόδοση.

Για τις εννέα εταιρείες που εισήχθησαν στη ΝΕ.Χ.Α., εκείνες προσέφεραν αξιολογες αποδόσεις και αντίστοιχες με εκείνες των άλλων δύο αγορών σε περιόδους όπου η αγορά ήταν ανοδική αλλά όχι σε περιόδους αβεβαιότητας, γεγονός που εξηγείται από το υψηλό ποσοστό κινδύνου.

Πίνακας 21						
Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές της Κύριας Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Χρονική Περίοδος 1999-2004						
ΑΠΟΔΟΣΗ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	20,27%	40,77%	64	4,82%	-47,00%	156,36%
21ης ημέρας	22,36%	56,38%	64	0,46%	-50,56%	169,07%
63ης ημέρας	17,24%	61,26%	64	3,48%	-63,11%	214,11%
126ης ημέρας	6,25%	66,26%	64	-2,04%	-105,44%	202,87%
189ης ημέρας	-7,82%	63,17%	64	-17,17%	-119,07%	166,97%
250ης ημέρας	-11,98%	76,35%	64	-24,76%	-165,20%	321,67%
ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	19,92%	40,66%	64	2,91%	-46,85%	156,53%
21ης ημέρας	22,50%	52,46%	64	4,82%	-43,03%	155,16%
63ης ημέρας	21,17%	53,27%	64	14,13%	-49,50%	181,30%
126ης ημέρας	15,12%	56,05%	64	12,36%	-77,87%	177,85%
189ης ημέρας	8,70%	52,39%	64	4,76%	-95,54%	151,74%
250ης ημέρας	11,52%	65,66%	64	3,12%	-117,89%	306,39%

Πίνακας 22

**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές
της Παράλληλης Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
Χρονική Περίοδος 1999-2004**

ΑΠΟΔΟΣΗ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	32,06%	43,09%	90	24,82%	-48,77%	174,48%
21ης ημέρας	43,05%	69,80%	90	27,41%	-82,81%	237,23%
63ης ημέρας	19,43%	70,92%	90	13,71%	-138,95%	207,15%
126ης ημέρας	2,65%	75,76%	90	-3,88%	-154,27%	273,83%
189ης ημέρας	-18,39%	73,32%	90	-26,95%	-227,36%	228,05%
250ης ημέρας	-24,92%	73,12%	90	-36,17%	-167,92%	225,53%
ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	32,02%	43,48%	90	24,80%	-48,52%	175,47%
21ης ημέρας	44,16%	69,36%	90	32,17%	-69,36%	241,90%
63ης ημέρας	25,26%	68,91%	90	20,88%	-136,47%	221,18%
126ης ημέρας	11,61%	68,30%	90	-0,12%	-128,58%	218,52%
189ης ημέρας	-2,59%	67,04%	90	-14,54%	-195,72%	193,54%
250ης ημέρας	-2,53%	67,15%	90	-15,43%	-139,97%	203,92%

ΠΙΝΑΚΑΣ 23

**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές
της ΝΕ.Χ.Α. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
Χρονική Περίοδος 1999-2004**

ΑΠΟΔΟΣΗ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	34,74%	44,40%	9	13,77%	0,50%	117,50%
21ης ημέρας	22,50%	42,35%	9	13,98%	-31,74%	115,42%
63ης ημέρας	3,04%	71,84%	9	25,13%	-178,56%	58,51%
126ης ημέρας	-12,20%	68,16%	9	-11,32%	-172,07%	48,76%
189ης ημέρας	-9,55%	81,68%	9	1,45%	-165,98%	96,83%
250ης ημέρας	-13,16%	86,53%	9	-35,22%	-168,15%	126,36%

ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	34,83%	44,45%	9	12,80%	-0,46%	116,83%
21ης ημέρας	25,00%	42,44%	9	21,59%	-30,08%	119,25%
63ης ημέρας	5,49%	74,82%	9	25,54%	-177,24%	75,69%
126ης ημέρας	-4,65%	78,13%	9	16,75%	-183,88%	80,24%
189ης ημέρας	-7,98%	89,68%	9	16,73%	-193,35%	103,06%
250ης ημέρας	-12,28%	92,81%	9	-0,71%	-191,19%	115,49%

Κεφάλαιο 8^ο

Συμπεράσματα

Η ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών των νεοεισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών την περίοδο 1999-2004, αποκαλύπτει πως οι εταιρείες εισήγαγαν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο σε τιμές αρκετά χαμηλότερες σε σχέση με τις τιμές ισορροπίας που διαμορφώθηκαν στην χρηματιστηριακή αγορά κατά την έναρξη διαπραγμάτευσής τους σ' αυτήν, με εξαίρεση το έτος 2004, όπου οι νεοεισηγμένοι τίτλοι σημείωσαν πτώση κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων ημερών διαπραγμάτευσης. Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε ότι συνολικά, κατά μέσο όρο, οι νέοι τίτλοι εισήχθησαν υποτιμολογημένοι σε ποσοστό στο Χ.Α.Α.. Με τη συμπλήρωση δε, ενός έτους από την εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά, η μέση απόδοση που σημείωσαν ήταν μικρότερη, γεγονός όμως που οφείλεται κυρίως στην πτωτική πορεία της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Τα ποσοστά αυτά υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών διαφοροποιούνται σημαντικά κατά την εξέταση του δείγματος των νέων εισαγωγών βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων όπως το μέγεθος της αγοράς (Κύρια ή Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α.) και η χρονική περίοδος εισόδου στο Χ.Α.Α. Για κάθε περίοδο το κριτήριο αξιολόγησης της απόδοσης των δημοσίων εγγραφών ήταν το εκάστοτε όριο διακύμανσης που ίσχυε για τις τιμές των νεοεισαγόμενων τίτλων στο Χ.Α.Α. ($\pm 8\%$, $\pm 100\%$ ή απεριόριστο).

Τα συμπεράσματα αυτά για τις αποδόσεις των τίτλων των δημοσίων εγγραφών, βασίζονται σε παρατηρήσεις της συμπεριφοράς των τιμών τους σε διαφορετικά προκαθορισμένα χρονικά σημεία εντός του πρώτου έτους διαπραγμάτευσής τους στο χρηματιστήριο. Η ανάλυση περιλαμβάνει, ακολουθώντας τη διεθνή πρακτική, τον υπολογισμό τόσο των απλών όσο και τις υπερβαλλουσών αποδόσεων, δηλαδή των αποδόσεων εκείνων που λαμβάνουν υπόψη και την αντίστοιχη επίδοση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά τον υπολογισμό της συνολικής απόδοσης των τίτλων.

Για ολόκληρο το δείγμα (1999-2004), τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των νέων εισαγωγών κατέδειξαν πως οι επενδυτές που αγόρασαν τις νέες μετοχές κατά την περίοδο των δημοσίων εγγραφών στην τιμή εισαγωγής τους, απεκόμισαν σημαντικές αποδόσεις καθ' όλη τη διάρκεια του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης των τίτλων στο Χ.Α.Α., για την περίοδο του 1999 ενώ τα επόμενα έτη, οι αποδόσεις περιορίστηκαν, ενώ μερικές από τις νέες εταιρείες έφυγαν από το ταμπλό.

Το συμπέρασμα της ύπαρξης και έντονης εκδήλωσης του φαινομένου της υποτιμολόγησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ενισχύεται περαιτέρω και από την καταγραφή σημαντικών αποδόσεων (απλών και επιπλέον) και στη δευτερογενή αγορά δημοσίων εγγραφών του Χ.Α.Α. Δηλαδή, το πρόσθετο, άκρως ενδιαφέρον συμπέρασμα που προέκυψε από την παρούσα μελέτη των νέων εισαγωγών, είναι ότι η συμμετοχή των επενδυτών στις δημόσιες εγγραφές ήταν αποδοτική, όχι μόνο μέσω της στρατηγικής της αρχικής (πρωτογενούς) αγοράς των τίτλων (κατά τη περίοδο των δημοσίων εγγραφών) και της βραχυχρόνιας διακράτησής τους αλλά και με αυτήν της δευτερογενούς αγοράς (και διακράτησης), ήτοι της αγοράς των τίτλων κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. και της μεταγενέστερης πώλησης.

Τέλος, σημαντική επίδραση στην καταγραφή υψηλών αποδόσεων από συμμετοχή στις δημόσιες εγγραφές, άσκησαν και οι μεταβολές του θεσμικού πλαισίου που αφορούσαν στο εύρος διακύμανσης των τιμών των νεοεισαγόμενων στο Χ.Α.Α. μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, η σταδιακή διεύρυνση των ορίων διακύμανσης των τιμών των νεοεισαγόμενων τίτλων κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων ημερών εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια της περιόδου 1999-2004, αποδείχτηκε ότι συνέβαλε στην μεγέθυνση των αρχικών αποδόσεων που απεκόμισαν όσοι επενδυτές συμμετείχαν στην αγορά των δημοσίων εγγραφών.

Βιβλιογραφία

1. Alvarez S. και Gonzalez V. M., **Signalling and the Long-run Performance of Spanish Initial Public Offerings (IPOs)**, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(1) & (2), January/March 2005.
2. Arugaslan O., Cook D. O. και Kieschnick R., «**Monitoring as a Motivation of IPO Underpricing**», *Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 5, pp. 2403-2420, October 2004.
3. Benveniste L. M., Busaba W. Y. και Wilhelm W. Jr., «**Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets**», *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, pp. 61-86, 2002.
4. Brounen D. και Eichholtz P., «**Initial Public Offerings: Evidence from the British, French and Swedish Property Share Market**», working paper.
5. Chen C. R. και Mohan N. J., «**Underwriter Spread, Underwriter Reputation and IPO Underpricing: A Simultaneous Equation Analysis**», *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(3) & (4), pp. 521-540, April/May 2002.
6. Corwin S. A., Harris J. H. και Lipson M. L., «**The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-Listed IPOs**», *Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 5, pp.443-486, October 2004.
7. Corwin S. A. και Schultz P., «**The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production and Underwriter Competition**», *Journal of Finance*, Vol. LX, No. 1, pp.2339-2373, February 2005.
8. Dalbor M. C. and Sullivan M. J., «**The Initial Public Offerings of Restaurant Firms: The Case of Industry-Specific Micromarket Capitalization Offerings**», *Journal of Small Business Management 2005*, 43(3), pp. 226-241
9. Derrien F., «**IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table**», *Journal of Finance*, Vol. LX, No. 1, pp.487-521, February 2005.
10. Field L. C. and Karpoff J. M., «**Takeover Defences of IPO firms**», *Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 5, pp. 1857-1889, October 2002.
11. Field L. C. and Lowry M. «**How Is Institutional Investment in Initial Public Offerings Related to the Long-Run Performance of These Firms?**», Working Paper, August 20, 2004

12. Helwege J., «**Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets**», *Finance and Economics Discussion Series*.
13. Hoberg G., «**Strategic Underwriting in Initial Public Offers**», Yale University School of Management, October 23, 2003.
14. Ibbotson R. G., Sindelar J. L. and Ritter J. R., «**The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings**», *Journal of Applied Corporate Finance*, revision of pp. 66-74 of the Spring 1994, April 2001.
15. Ibbotson, R. and J. Jaffe, 1975, «**Hot issue markets**», *Journal of Finance*, Vol. 30, pp. 1027-1042.
16. Jay R. Ritter, «**Initial Public Offerings**», *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1 (Spring 1998), pp. 5-30.
17. Jegadeesh, N., Weinstein, M. and I. Welch, «**An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings**», *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 153-175, 1993.
18. Keloharju M. και Torstila S., «**The Distribution of Information among Institutional and Retail Investors in IPOs**», *European Financial Management*, Vol. 8, No. 3, pp.357-372, 2002.
19. Khurshed A. και Mudambi R., «**The Short-Run Price Performance of Investment Trust IPOs on the UK Main Market**», June 1999, ISMA Centre University of Reading.
20. Kimbro M. B., «**Managing Underpricing? The Case of Pre-IPO Discretionary Accruals in China**», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16:3, pp. 229-262, 2005
21. Ljunqvist, A, V. Nanda, and R. Singh, 2001, «**Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing**», Mimeo, New York University.
22. Lowry M. και Schwert W., «**IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?**», *Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 3, pp. 1171-1200, June 2002.
23. Loughran T. και Ritter J. R., «**The New Issue Puzzle**», *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, pp. 23-51, March 1995.
24. Loughran T., Ritter J. R και Rydqvist C., «**Initial Public Offerings: international Insights**», *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, pp. 165-199, Updated June 25 2003.

25. Pastor L. και Vernesi P., «**Rational IPO Waves**», *Journal of Finance*, Vol. LX, No. 4, pp. 1713-1757, August 2005.
26. Rajan R. και Servaes H., «**Analyst Following of Initial Public Offerings**», *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 507-529, June 1997.
27. Rajan R. και Servaes H., «**The Effect of Market Conditions on Initial Public Offerings**», Working Paper, January 2002.
28. Ritter, J. R., 1984, «**The 'hot issue' market of 1980**», *Journal of Business*, Vol. 32, pp. 215-240.
29. Ritter, J. R., 1991, «**The long-run performance of initial public offerings**», *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 3-27.
30. Ritter, J. R. και Welch I., «**A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation**», *Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 4, pp. 1795-1828, August 2002.
31. Rock, K., 1986, «**Why new issues are underpriced?**», *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.
32. Ruud J., 1993 «**Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle**», *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 135-151.
33. Schenone C., «**The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing**», *Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 6, pp. 2903-2958, December 2004.
34. Travlos N., Papaioannou G. I., Safieddine A., Filippas N. D., «**Η Χρηματιστηριακή Πορεία και η Λειτουργική Αποδοτικότητα των Επιχειρήσεων μετά την Εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**», *Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά: Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών της*, σελ. 3-40.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1999-2004

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΕΤΟΣ 2001

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΓΟΡΑ	Τιμή Εισοχών (Δρχ)	Τιμή Εισοχών (ευρώ)	Διάρκεια Εγγραφή	Ιδιωτική Τοποκίνηση	Αντιλήψεις (Καρόλου (Ευρώ))	ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΛΟΓΟΣ	Πύληση Υφιστάτων Μέσων	Σύνολο Έκδοσης Νέων Μέσων	Σύνολο μετρώων μετά τη Διάρκεια εγγραφή	Έσοδη Διαπο- γιρεύσεις
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ - ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2001	Από: Μέχρι:											
ΠΕΤΡΟΦΑ	20-Φεβ-01 23-Φεβ-01	ΚΥΡΙΑ	2.100	6,16	20.510.000	1.025.500	132.658.547	ΕΦΣ EUROBANK ERGASIAS		21.535.500	82.035.500	15-Μαρ-01
ΜΑΡΤΙΟΣ - ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2001	Από: Μέχρι:											
FTCO	19-Μαρ-01 21-Μαρ-01	ΠΑΡ	1.002	2,94	750.000		2.205.136	ΕΤΕΒΑ ΑΕ		750.000	5.750.000	24-Απρ-01
ΒΑΡΔΑΣ	29-Μαρ-01 30-Μαρ-01	ΠΑΡ	1942,28	5,70	780.810	38.990	4.672.927	TELESIS AVE		819.800	5.940.000	23-Απρ-01
ΟΤΑΠ (Organisation for Match Forecas)	3-Απρ-01 6-Απρ-01	ΚΥΡΙΑ	1.874	5,50	30.305.000	1.595.000	93.604.402	ALPHA FINANCE AETEY	31.900.000	0	319.000.000	25-Απρ-01
UNIBRAN (Information Technology co.)	6-Απρ-01 10-Απρ-01	ΝΕΥΑ	2.214	6,50	762.000	38.000	5.200.000	ALPHA FINANCE AETEY		800.000	3.800.000	30-Απρ-01
ΝΕΣΤΟΣ	24-Απρ-01 27-Απρ-01	ΚΥΡΙΑ	1.200	3,52	1.805.000	90.000	6.670.286	HSBC ΤΡΑΠΕΖΑ		1.895.000	7.575.000	31-Μαϊ-01
ΜΑΙΟΣ-ΙΟΥΝΙΟΣ 2001	Από: Μέχρι:											
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΟΒΟΣ	8-Μαϊ-01 11-Μαϊ-01	ΚΥΡΙΑ	3.278	9,62	3.580.000	350.000	76.767.718	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΦΣ EUROBANK ERGASIAS	3.700.000	3.930.000	33.930.000	30-Μαϊ-01
MLS LASERLOCK AE	18-Μαϊ-01 22-Μαϊ-01	ΠΑΡ	5.390	15,82	312.500	15.600	5.190.609	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		328.100	2.395.300	13-Ιουν-01
MEDICON	8-Ιουν-01 12-Ιουν-01	ΠΑΡ	2.999	8,60	575.620	28.780	5.327.660	ΕΤΕΒΑ		604.400	3.453.600	11-Ιουν-01
ΒΕΤΑΜΕΤ	18-Ιουν-01 20-Ιουν-01	ΠΑΡ	1.315	3,86	2.162.000	98.000	8.723.698	TELESIS AVE		2.260.000	9.677.025	12-Ιουν-01
ΙΟΥΛΙΟΣ-ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2001	Από: Μέχρι:											
MOTOR OIL	10-Ιουλ-01 13-Ιουλ-01	ΚΥΡΙΑ	3.510	10,30	5.275.390		184.743.654	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & HSBC BANK	12.660.900	5.275.390	110.782.980	6-Αυγ-01
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ (ΟΙΗΘ)	27-Ιουλ-01 1-Αυγ-01	ΚΥΡΙΑ	2.297	6,74	2.400.000	120.000	16.816.141	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ΕΦΣ EUROBANK ERGASIAS	2.520.000	10.080.000	10.080.000	27-Αυγ-01
ΕΤ. ΥΠΕΥΘΗΣ ΑΠΟΚΡΕΤΕΥΣΗΣ ΑΕ (ΕΥΑΘ)	24-Αυγ-01 29-Αυγ-01	ΚΥΡΙΑ	1.343	3,94	4.000.000	200.000	16.392.370	ΕΤΕΒΑ ΑΕ	2.700.000	1.500.000	16.500.000	21-Σεπ-01
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΕΚ	4-Σεπ-01 7-Σεπ-01	ΚΥΡΙΑ	893	2,62	565.000		1.480.284	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Prime & ATE		565.000	7.650.000	5-Οκτ-01
ΜΥΛΟΙ ΚΕΤΕΝΟΥ	Ανοήθηθηκε	ΠΑΡ			1.276.200	63.800	0	ALPHA FINANCE AETEY		1.340.000	6.700.000	
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2001	Από: Μέχρι:											
DOMUS AEEK	7-Νοε-01 9-Νοε-01	ΠΑΡ	1.009	2,96	762.500		2.257.080	TELESIS ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		3.800.000	3.800.000	4-Δεκ-01
INTRACOM KATASKEVES	13-Νοε-01 16-Νοε-01	ΚΥΡΙΑ	1.124	3,30	6.750.000	250.000	23.099.927	ALPHA FINANCE & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		7.000.000	26.000.000	30-Νοε-01
RAINBOW COMPUTERS	21-Νοε-01 23-Νοε-01	ΠΑΡ	6,00	6,00	375.000		2.250.037	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1.875.000	1.875.000	18-Δεκ-01
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΩΜΕΔΑ	27-Νοε-01 30-Νοε-01	ΚΥΡΙΑ	2,90	2,90	1.000.000		2.959.941	ΕΤΕΒΑ ΑΕ		1.000.000	11.000.000	19-Δεκ-01
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2001	Από: Μέχρι:											
ΔΕΦ ΑΕ	4-Δεκ-01 7-Δεκ-01	ΚΥΡΙΑ	12,70	6,750.000,00	6.750.000,00	250.000,00	463.292.443,14	ALPHA FINANCE AETEY & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ				37.237,00
ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	10-Δεκ-01 12-Δεκ-01	ΝΕΥΑ	4,20	600.000,00	600.000,00		2.645.928,10	Π & CAPITAL AETEY				37.263,00
ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΥΑΣ	12-Δεκ-01 14-Δεκ-01	ΠΑΡ	5,28	1.610.000,00	1.610.000,00	20.000,00	8.606.309,61	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1.630.000,00	8.130.000,00	37.265,00
ARROW INVEST	13-Δεκ-01 18-Δεκ-01	ΚΥΡΙΑ		1.600.000,00	1.600.000,00		4.080.117,39	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		1.600.000,00	1.600.000,00	
ΝΕΧΟΣ	17-Δεκ-01 20-Δεκ-01	ΚΥΡΙΑ	2,01	750.000,00	750.000,00		1.507.556,86	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ				
ΜΥΛΟΙ ΚΕΤΕΝΟΥ	17-Δεκ-01 19-Δεκ-01	ΠΑΡ	3,30	1.276.000,00	1.276.000,00	63.800,00	4.422.010,27	ALPHA FINANCE AETEY		1.340.000,00	6.700.000,00	37.264,00

ΕΤΟΣ 2002

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΓΟΡΑ	Τιμή Εισαγωγής (ευρώ)	Διάρκεια Εγγραφή	Ιδιωτική Τοποθέτηση	Αντλούμενα Κεφάλαια (Ευρώ)	ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ	Πώληση Υφιστάνων Μετοχών	Σύνολο Εκδόσεις Νέων Μετοχών	Σύνολο μετοχών μετά τη δημοσία εγγραφή	Φορές Υπερκάλυψης Δημοσίας Εγγραφής	Ενεργή Διαπραγμάτευσης
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2002												
	Από: Μέχρι:											
ΔΙΑΣ	29-Ιαν-02 30-Ιαν-02	ΠΑΡ	5,20	648.700	32.300	3.541.200	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		681.000	3.243.500	60,7	18-Φεβ-02
ALSIMCO	13-Φεβ-02 15-Φεβ-02	ΠΑΡ	2,53	1.005.000	20.000	2.593.250	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1.025.000	5.025.000	45,35	14-Μαρ-02
ΓΑΛΑΣΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΜΙΕΡΓΕΙΕΣ	25-Φεβ-02 27-Φεβ-02	ΠΑΡ	3,72	953.610	50.190	4.107.550	ALPHA FINANCE	50.190	1.003.800	4.692.120	53,49	20-Μαρ-02
ΜΑΡΤΙΟΣ - ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2002												
	Από: Μέχρι:											
COMPLUCON	6-Μαρ-02 8-Μαρ-02	ΜΕΧΑ	9,60	612.000	28.000	6.144.000	ALPHA FINANCE	1.500.000	640.000	3.060.000	85,6	2-Απρ-02
ΠΔΚ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΤΟΥ Α.Ε.	26-Μαρ-02 29-Μαρ-02	ΚΥΡΙΑ	1,20	1.500.000	0	1.800.000	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		25.000.000	25.000.000	1,45	19-Απρ-02
ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	16-Απρ-02 22-Απρ-02	ΚΥΡΙΑ	4,82	3.712.000	185.462	18.785.767	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ		3.897.462	42.800.000	2	7/6/2002
ΙΟΥΝΙΟΣ - ΙΟΥΛΙΟΣ 2002												
	Από: Μέχρι:											
ΖΗΝΩΝ	14-Ιουν-02 18-Ιουν-02	ΠΑΡ	5,90	927.220	45.750	5.740.523	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		972.970	4.636.026	15	19-Ιουλ-02
ΚΑΜΑΚΗΣ Α.Ε.	19-Ιουν-02 21-Ιουν-02	ΠΑΡ	3,10	1.919.000	59.000	3.875.000	ΕΦΓ TELESIS FINANCE		1.250.000	6.250.000	15,6	18-Ιουλ-02
ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓ. ΛΙΒΑΝΗ	25-Ιουν-02 27-Ιουν-02	ΠΑΡ	4,84	1.409.620	70.480	7.163.684	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		1.480.100	7.048.100	3,52	26-Ιουλ-02
ΜΕΣΙΣΤΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	3-Ιουλ-02 5-Ιουλ-02	ΠΑΡ	4,80	633.000	31.500	3.189.600	Ν.Α. ΔΕΡΜΕΤΟΓΛΟΥ		664.500	3.164.500	17,43	2-Αυγ-02
ALTIUS Επενδυτική	16-Ιουλ-02 19-Ιουλ-02	ΚΥΡΙΑ	2,02	720.000	0	1.454.400	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	720.000	720.000	4.800.000	1,2	16-Αυγ-02
ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΨΗΦΙΑΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ- HITECH	24-Ιουλ-02 26-Ιουλ-02	ΜΕΧΑ	5,98	545.570	27.270	3.425.583	ΜΕΓΑΤΡΑΣΤ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ		572.840	2.727.840	14,825	4-Σεπ-02
ΟΠΑΠ	9-Ιουλ-03 11-Ιουλ-03	ΚΥΡΙΑ	9,44	60.000.000	300.000	503.453.730	ΕΦΓ EUROBANK & ALPHA FINANCE					17-Ιουλ-03
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ - ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2002												
	Από: Μέχρι:											
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ	28-Αυγ-02 30-Αυγ-02	ΜΕΧΑ	4,20	1.809.600	90.400	7.980.000	ΕΓΜΑΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ		1.900.000	9.500.000	14	24-Σεπ-02
ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	13-Σεπ-02 17-Σεπ-02	ΠΑΡ	5,50	1.300.030	65.000	7.507.665	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ		1.365.030	6.825.030	4,6	10-Οκτ-02
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2002												
	Από: Μέχρι:											
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	19-Νοε-02 22-Νοε-02	ΚΥΡΙΑ	2,05	765.600	0	1.569.480	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	765.600		9.570.000	1	11-Δεκ-02
NEW MILLENNIUM INV.	25-Νοε-02 28-Νοε-02	ΚΥΡΙΑ	1,60	908.500	0	1.453.600	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	908.500		18.310.000	1,06	18-Δεκ-02
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2002												
	Από: Μέχρι:											
ΔΕΗ ΑΕ	3-Δεκ-02 6-Δεκ-02	ΚΥΡΙΑ	12,40	29.284.950	1.339.050	370.023.257	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ & ALPHA FINANCE	370.023.257	0		5	12-Δεκ-02
FASHION BOX ΕΛΛΑΣ	9-Δεκ-02 11-Δεκ-02	ΠΑΡ	4,70	625.000	30.000	3.078.500	ΕΦΓ TELESIS FINANCE			3.125.000	15	3-Ιαν-03
NEWS PHONE	17-Δεκ-02 19-Δεκ-02	ΠΑΡ	6,20	1.392.400	69.600	9.064.400	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		1.462.000	6.962.000	4	27-Ιαν-03

ΕΤΟΣ 2003

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΓΟΡΑ	Τιμή Εισαγωγής (ευρώ)	Δημόσια Εγγραφή	Ιδιωτική Τοποθέτηση	Ανταλλομενα Κεφάλαια (Ευρώ)	ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ	Πώληση Υφιστ/νων Μετοχών	Σύνολο Εκδόσης Νέων Μετοχών	Σύνολο μετοχών μετά τη Δημόσια εγγραφή	Φορές Υπερκάλυψης Δημόσιας Εγγραφής	Εμφέρη Διαπραγμάτευσης
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΜΑΡΤΙΟΣ 2003												
ΟΡΤΙΜΑ	23-Ιαν-03	ΠΑΡ	2,28	650.000	650.000	1.482.000	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		650.000	3.225.000		27-Φεβ-03
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	4-Φεβ-03	ΠΑΡ	1,05	1.259.300	62.200	1.387.575	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		1.324.500	6.606.500	5,4	13-Μαρ-03
Logistics-Μηχανολογική	10-Φεβ-03	ΠΑΡ	1,82	950.000	40.207	1.802.177	OMEGA BANK		990.207	4.740.000	1,2	14-Μαρ-03
ΑΠΡΙΛΙΟΣ-ΙΟΥΝΙΟΣ 2003												
ΜΕΟΧΗΜΙΚΗ	14-Απρ-03	ΠΑΡ	5,5	330.000	85.000	10.175.000	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		415.000	1.765.000		20-Μαί-03
ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	5-Μαί-03	ΜΕΧΑ	6,7	534.790	26.730	3.762.184	ΜΕΤΑΡΑΣΤ		564.520	2.673.920	3,18	30-Μαί-03
ΕΜΦΑΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	4-Ιουν-03	ΠΑΡ	5,16	1.336.800	0	6.897.888	ΜΕΤΑΡΑΣΤ		1.336.800		3,03	7-Ιουλ-03
ΓΡΗΓΟΡΙΚΙ SOFTWARE	17-Ιουν-03	ΠΑΡ	5,82	1.392.200	68.750	8.502.729	ΜΕΤΑΡΑΣΤ		1.392.200		2,84	10-Ιουλ-03
ΙΟΥΛΙΟΣ-ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2003												
ΟΠΑΠ*	9-Ιουλ-03	ΚΥΡΙΑ	9,44			503.453.730	ALPHA FINANCE, ERG TELESIS FINANCE, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ					17-Ιουλ-03
INTERFISH	4-Ιουλ-03	ΠΑΡ	4,7			3.525.000	OMEGA BANK		715.000		8,073	30-Ιουλ-03
ΑΣΤΡΑ	2-Ιουλ-03	ΠΑΡ	1,54			1.540.000	OMEGA BANK		1.000.000		1,03	31-Ιουλ-03
ΚΡΙ- ΚΡΙ	16-Ιουλ-03	ΠΑΡ	6,3			5.938.254	ALPHA FINANCE		897.700		17	6-Αυγ-03
Οργανισμός Μπέμος Περισσός	23-Ιουλ-03	ΚΥΡΙΑ	8,8	6.072.000	303.000	56.100.000	ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS & ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ				16,5	8-Αυγ-03
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ- ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2003												
ΜΑΡΑΚ	10-Σεπ-03	ΠΑΡ	1,82		81.600	3.123.320	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΟΣ		1.634.510		16,5	14-Οκτ-03
PROFILE	8-Οκτ-03	ΜΕΧΑ	3,2	1.493.570	74.670	5.018.368	ALPHA FINANCE		1.568.240	7.835.000	22	29-Οκτ-03
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ- ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2003												
REVOIL Α.Ε.Π	10-Δεκ-03	ΠΑΡ	6,7	1.114.500	55.500	9.179.000	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ		200.000	1.314.500	8,4	7-Ιαν-04

ΕΤΟΣ 2004

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΑΤΟΡΑ	Τιμή Εισαγωγής (ευρώ)	Διάρκεια Εγγραφή	Ιδιωτική Τοποθέτηση Κεφάλαια (Ευρώ)	Αντλούμενα Κεφάλαια (Ευρώ)	ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΘΕΤΗΣ	Πώληση Ύφιστ/νων Μετοχών	Σύνολο Εκδόσεις Νέων Μετοχών	Σύνολο μετοχών με την Διάρκεια εγγραφής	Φορές Υπερκαλύψης Διάρκεια Εγγραφής	Ενοφρή Διαπορευτικότητα
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2004												
ΚΙΟΝΙΚΑ&ΕΛΛΗΝΕΣ	21-10π-04	ΠΑΡ	8,5	1.309.600	65.480	11.688.180	EFG TELESS FINANCE	0	1.375.000	6.875.000	4,2	16-06π-04
ΙΟΥΔΑ	28-10π-04	ΜΕΧΑ	4	762.000	38.000	3.200.000	EFG TELESS FINANCE	0	800.000	3.200.000	24	26-06π-04
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2004												
SPIDER	5-02π-04	ΚΥΡΙΑ	3,2	3.126.450	0	25.732.640	ALPHA FINANCE	4.915.000	3.126.450	26.262.660	2,77	24-06π-04
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ Εταιρεία Πετρελίων	12-02π-04	ΚΥΡΙΑ	6,8	2.250.000	110.000	16.048.000	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0	2.360.000	9.400.000	3,5	10-10π-04
ΣΥΓΡΑΜΜΕΤ	17-02π-04	ΚΥΡΙΑ	1,9	5.240.000	260.000	10.450.000	ALPHA FINANCE & ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0	5.500.000	21.700.000	3	15-10π-04
Μάρτιος 2004												
EUROBROKERS S.A.	10-10π-04	ΠΑΡ	2,4	1.200.000	60.000	3.024.000	ΠΑΡΩΦΙΝ BANK	0	1.260.000	6.000.000	1,4	8-10π-04
ALPHA GRISTIN INFOTECH A.E.	15-10π-04	ΠΑΡ	1,8	206.000	55.000	2.461.050	EFG TELESS FINANCE	206.000	1.161.250	5.586.250	1,09	20-10π-04
Απρίλιος 2004												
ΔΕΛΤΑ ΠΗΛΑΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΣΤΙΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΟΝΕΜΑ ΕΡΓΑ ΑΒΕΤΕ	21-10π-04	ΜΕΧΑ	9,78	625.000	0	6.112.500	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΑΒΕΤΕΥ	0	625.000			
MERIMEREN KOMBANAT EHTAK	28-30-04-04	ΚΥΡΙΑ	7,5	446.300	22.320	3.515.250	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΟΣ	0	446.300			
GLOBAL NEW EUROPE FUND A.E.E.X	14-14-30π-04	ΚΥΡΙΑ	3,22	4.085.360	0	13.154.859	EFG TELESS FINANCE	0	4.085.360			

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ